



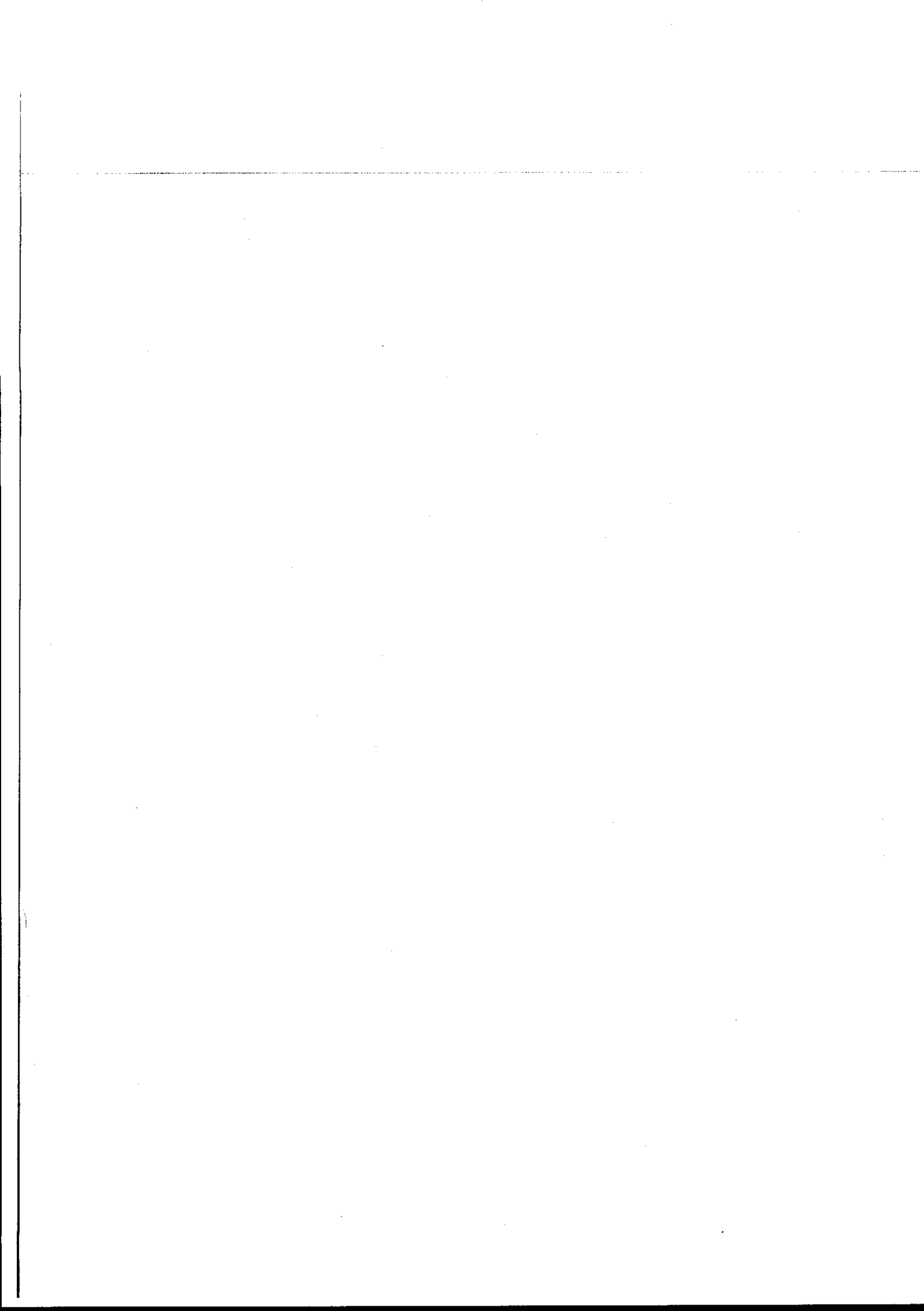
**CONSOB**

*Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*

**RELAZIONE  
PER L'ANNO  
1990**

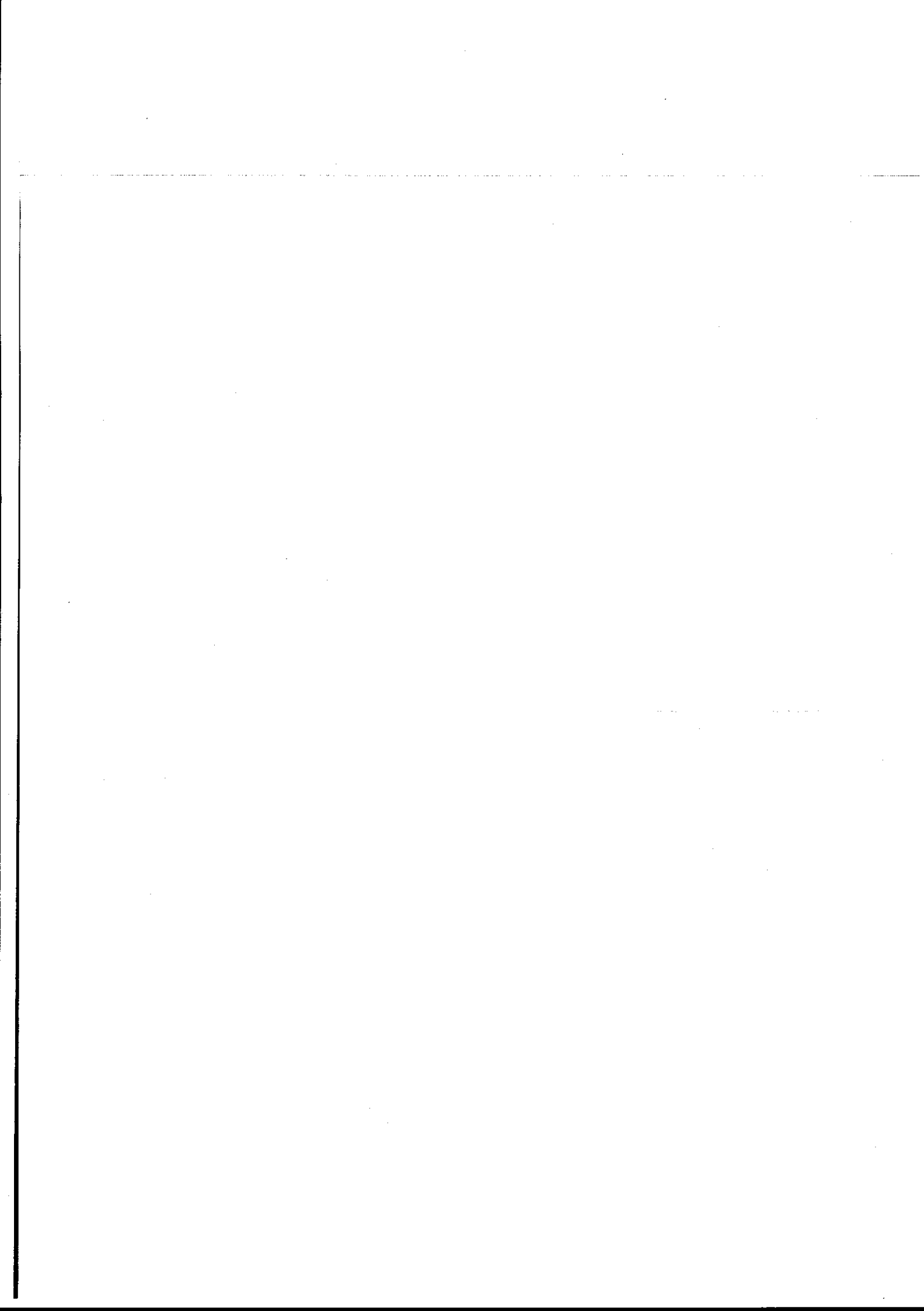
*Roma 1991*

**RELAZIONE  
PER L'ANNO 1990**



## INDICE GENERALE

A — Le questioni in corso e le linee di indirizzo della Commissione .	Pag.	5
B — I mercati azionari nel quadro economico nazionale e internazionale	»	33
C — L'attività istituzionale della Consob .....	»	99
D — Appendice .....	»	277



## INDICE DELLA RELAZIONE ANNUALE DELLA CONSOB

A — LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO DELLA COMMISSIONE .....	pag.	5
1. La congiuntura borsistica e gli interventi dell'Autorità di controllo ....	»	7
2. La riforma legislativa del mercato italiano dei valori mobiliari .....	»	11
3. Il mercato delle azioni italiane a Londra e la riforma tecnico-organizzativa della borsa .....	»	17
4. L'attività normativa e di indirizzo della Consob .....	»	21
5. La tassazione delle attività finanziarie .....	»	25
6. L'Autorità di vigilanza dei mercati mobiliari e i gruppi societari .....	»	28
 B — I MERCATI AZIONARI NEL QUADRO ECONOMICO NAZIONALE E INTERNAZIONALE .....	»	33
1. I principali mercati azionari internazionali .....	»	35
2. I titoli italiani trattati al SEAQ International .....	»	53
3. Il quadro macroeconomico e le attività finanziarie in Italia .....	»	59
4. Il mercato azionario e gli investitori istituzionali .....	»	67
5. La situazione finanziaria delle imprese italiane .....	»	78
6. La tassazione dei guadagni di capitale sui titoli azionari .....	»	87
6.1 La tassazione dei guadagni di capitale nella CEE .....	»	87
6.2 La nuova tassazione dei guadagni di capitale in Italia .....	»	91
6.3 Le stime sul gettito .....	»	94
 C — L'ATTIVITÀ ISTITUZIONALE DELLA CONSOB .....	»	99
 Capitolo I: <u>Le borse valori e i mercati ristretti</u> .....	»	101
1. Le borse valori .....	»	101
1.1 Il quadro generale .....	»	101
1.2 L'andamento delle quotazioni .....	»	107
1.3 Il volume degli scambi .....	»	111

1.4	Il mercato dei premi .....	pag.	113
1.5	I riporti e le anticipazioni .....	»	116
2.	I mercati ristretti .....	»	118
2.1	Il quadro generale .....	»	118
2.2	L'andamento delle quotazioni .....	»	119
2.3	Gli scambi azionari .....	»	121
Capitolo II: <u>La disciplina e il controllo del mercato</u> .....			» 123
1.	Il quadro d'insieme .....	»	123
2.	L'ammissione dei titoli alla quotazione ufficiale ed alle negoziazioni sui mercati ristretti .....	»	126
2.1	I provvedimenti di portata generale .....	»	126
2.2	I provvedimenti di ammissione a quotazione .....	»	128
2.3	Gli interventi sulla quotazione dei titoli .....	»	130
3.	La nuova disciplina della liquidazione delle operazioni in valori mobiliari .....	»	134
4.	L'accentramento dei titoli esteri presso il sistema Monte Titoli .....	»	135
5.	La realizzazione del sistema telematico di borsa .....	»	137
6.	Le attività relative al funzionamento ed al controllo delle borse valori .....	»	138
6.1	Le modifiche apportate alla disciplina del mercato dei premi e agli scarti di garanzia .....	»	138
6.2	La disciplina delle vendite allo scoperto .....	»	139
7.	Le società commissionarie di borsa .....	»	141
7.1	Premessa .....	»	141
7.2	Analisi dell'attività delle società commissionarie ammesse negli antirecinti alle grida .....	»	142
7.3	Le attività istruttorie .....	»	156
8.	L'attività di controllo sugli intermediari in titoli quotati .....	»	158
9.	Le problematiche di carattere generale connesse con la disciplina del mercato borsistico .....	»	160
Capitolo III: <u>La riforma della borsa</u> .....			» 165
1.	La legge 2 gennaio 1991, n. 1: uno sguardo d'insieme .....	»	165

2. Le disposizioni contenute nella legge .....	pag.	170
2.1 Titolo I - Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare .....	»	170
2.2 Titolo II - Disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari .....	»	175
 Capitolo IV: <u>L'informativa societaria</u> .....	»	179
1. I principali provvedimenti adottati e le linee direttive in materia di informativa societaria .....	»	179
2. L'assemblea ordinaria convocata ai sensi dell'art. 2364 c.c. ....	»	182
3. Le relazioni semestrali .....	»	186
4. L'assemblea straordinaria .....	»	187
5. Le operazioni finalizzate all'ammissione a quotazione in borsa e alla negoziazione al mercato ristretto .....	»	191
6. I comunicati stampa .....	»	193
7. L'informativa concernente le partecipazioni rilevanti .....	»	195
 Capitolo V: <u>La sollecitazione del pubblico risparmio e le offerte pubbliche di acquisto e di scambio</u> .....	»	199
1. La sollecitazione del pubblico risparmio: principali provvedimenti e linee direttive .....	»	199
2. L'offerta al pubblico di quote di fondi comuni di investimento mobiliare .....	»	201
3. L'offerta pubblica di servizi di amministrazione fiduciaria di patrimoni .....	»	204
4. L'offerta pubblica di vendita e di sottoscrizione di titoli rappresentativi di quote di capitale di enti pubblici esercenti l'attività bancaria ....	»	211
5. L'offerta pubblica di acquisto e di scambio .....	»	212
 Capitolo VI: <u>L'attività delle società di revisione iscritte nell'Albo speciale</u> .....	»	215
1. Le linee direttrici in materia di controllo contabile e certificazione dei bilanci e i principali provvedimenti adottati .....	»	215
2. Gli incarichi di revisione e certificazione .....	»	217
3. La designazione di società di revisione ai sensi della legge n. 649 del 1983 .....	»	219
4. L'esame di idoneità ex art. 13 del d.P.R. n. 136/1975 .....	»	220

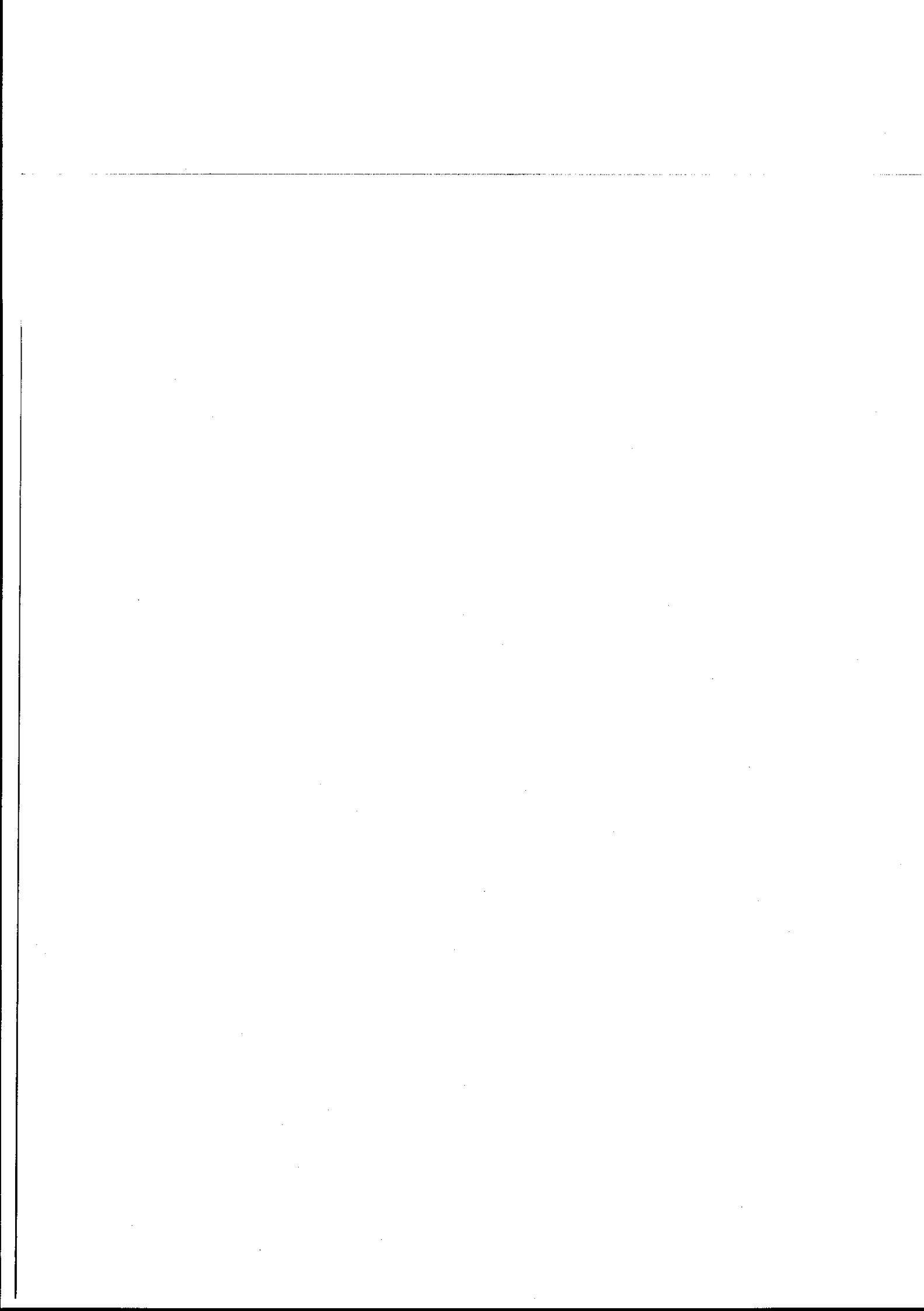


---

5. L'Albo speciale delle società di revisione .....	pag.	220
6. La vigilanza sull'attività delle società iscritte nell'Albo speciale .....	»	223
Capitolo VII: <u>L'attività ispettiva</u> .....	»	231
1. L'attività ispettiva nei confronti dei soggetti che fanno appello al risparmio diffuso .....	»	232
2. L'attività ispettiva nei confronti degli intermediari in titoli quotati .....	»	234
3. L'attività ispettiva nei confronti delle società di revisione iscritte all'Albo speciale .....	»	237
Capitolo VIII: <u>Gli affari legali e l'attività di ricerca</u> .....	»	239
1. L'inoltro di rapporti all'Autorità Giudiziaria .....	»	239
2. Il contenzioso .....	»	240
3. L'attività di esame delle segnalazioni e dei reclami provenienti dai privati .....	»	241
4. L'attività di ricerca giuridica ed economica .....	»	243
Capitolo IX: <u>L'attività internazionale</u> .....	»	245
1. La cooperazione nell'ambito della Comunità europea .....	»	245
1.1 Le direttive comunitarie in materia di mercato dei valori mobiliari .....	»	245
1.2 Le direttive comunitarie in materia di diritto societario .....	»	253
2. L'attività nell'ambito dell'Organizzazione Internazionale delle Commissioni di Valori (O.I.C.V.) .....	»	260
3. La partecipazione all'attività dell'OCSE .....	»	263
4. Gli accordi di cooperazione e le riunioni in sede Banca dei Regolamenti Internazionali .....	»	264

---

Capitolo X: <u>Le strutture e l'amministrazione della Consob</u> .....	pag.	267
1. L'informativa afferente il personale .....	»	267
2. La gestione finanziaria .....	»	270
3. Il sistema informativo .....	»	271
D — APPENDICE .....	»	277



---

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



### **1. La congiuntura borsistica e gli interventi dell'Autorità di controllo**

Il 1990 è stato un anno decisamente negativo per i mercati azionari internazionali. Tutte le principali piazze hanno subito sostanziali flessioni che sono state comprese tra il -7% di New York e il -40% di Tokio. In una posizione intermedia si è collocata la borsa di Milano che ha registrato un calo delle quotazioni del 25%. Per incontrare un altro periodo di flessione così accentuata e diffusa su scala internazionale dei corsi azionari è necessario risalire all'autunno del 1987. In quell'occasione tuttavia il crollo delle borse era stato preceduto da una fase di deciso rialzo dei corsi, mentre l'ultimo scorcio del 1989 ed il primo semestre del 1990 sono stati periodi di sostanziale ristagno; inoltre, il calo complessivo su base annua nel 1987 non aveva interessato contemporaneamente tutte le principali piazze finanziarie.

Nel primo semestre del 1990 il *trend* rialzista in atto dalla fine del 1987 ha subito un netto rallentamento presso tutte le borse internazionali. In quei mesi solamente la borsa di Milano ha fatto registrare un apprezzabile rialzo dei corsi (+10%), mentre la borsa di Tokio è stata interessata da un rilevante calo delle quotazioni (-19%) e tutte le altre piazze si sono mantenute sostanzialmente stabili (New York +1%, Londra -3%).

Nel secondo semestre la crisi del Golfo ha provocato in tutti i mercati azionari fortissimi arretramenti delle quotazioni che sono stati solo parzialmente riassorbiti negli ultimi mesi dell'anno. In questo periodo gli andamenti giornalieri degli indici di borsa, per quanto differenziati, hanno evidenziato una elevata correlazione dei movimenti dei mercati.

Le ragioni alla base del comportamento delle borse internazionali nel 1990 sono molteplici, ed almeno nel caso della borsa di Tokio sicuramente idiosincratiche, tuttavia è possibile tentare di isolare alcuni fattori di influenza che hanno esplicato la loro azione in modo generale sui mercati.

Nel primo semestre il quadro macroeconomico internazionale è stato interessato da un rallentamento dell'attività produttiva, accompagnato da una crescita dei tassi di interesse e dalla ripresa di processi inflazionistici. Questi fenomeni hanno concorso alla diffusione di aspettative sempre più radicate di un imminente rallentamento della crescita economica che, insieme all'incertezza derivante dal crollo delle quotazioni della borsa di Tokio, sono state alla base dell'andamento sostanzialmente stagnante delle principali borse.

A partire dal mese di agosto questa situazione di relativa incertezza e di tendenziale fragilità dei mercati è stata seriamente aggravata dalla tensione internazionale originata dallo scoppio della crisi politico-militare nel Golfo. Il clima di incertezza provocato dall'invasione del Kuwait da parte delle truppe irachene si è trasmesso con estrema rapidità ai mercati azio-

nari e a quelli dei prodotti petroliferi.

Nelle giornate successive al 2 agosto si sono realizzati ribassi di ampie dimensioni su tutte le principali piazze borsistiche internazionali, simultaneamente ad un immediato e deciso incremento del prezzo del petrolio. Nell'arco di tre sole settimane, le flessioni degli indici di borsa rispetto ai valori di fine luglio si aggiravano tra il 10% e il 15%, per raggiungere, al termine del mese di settembre, valori compresi tra il 15% e il 30%. Nel mese di ottobre si è assistito ad una leggera ripresa e ad una successiva stabilizzazione dei corsi; tuttavia i mercati azionari hanno continuato a dimostrarsi estremamente sensibili alle notizie riguardanti la situazione politico-militare.

Nel periodo successivo allo scoppio della crisi, la borsa di Milano ha registrato il ribasso più forte tra quelli delle principali piazze: nei cinque mesi intercorsi tra l'agosto e il dicembre 1990 il calo dell'indice MIB è stato del 30%. La borsa di Milano è inoltre l'unica in cui la riduzione dei corsi sia proseguita ininterrottamente, rimanendo estranea al processo di parziale miglioramento diffusosi sulle altre piazze a partire dal mese di ottobre, processo che ha portato alcune borse a chiudere l'anno con un parziale riassorbimento degli effetti della crisi. Tra l'agosto e il dicembre 1990 la borsa di New York ha avuto una flessione dell'8% e quella di Londra del 10%.

La crisi del Golfo ha avuto riflessi non solo sulla *performance* complessiva delle borse internazionali ma anche sui meccanismi interni di formazione dei prezzi. Gli indici delle principali borse hanno infatti visto crescere significativamente la volatilità e la loro interdipendenza. La volatilità dei mercati è aumentata in maniera rilevante, raggiungendo in agosto livelli superiori di oltre tre volte a quelli della situazione pre-crisi. L'indicatore di volatilità si è successivamente stabilizzato su un livello quasi doppio rispetto al valore medio degli ultimi anni.

Il grado di interrelazione tra gli indici delle diverse piazze, come anche era avvenuto in occasione dei precedenti crolli di borsa, è stato estremamente elevato in tutto il periodo successivo all'esplosione della crisi. La situazione normale, che da alcuni anni segnala un lieve ma continuo incremento dell'attenzione con cui gli operatori seguono l'andamento degli altri mercati azionari, è stata sostituita da una fase in cui l'influenza reciproca tra le borse si è rivelata molto più forte e immediata.

Il confronto con i crolli di borsa dell'ottobre 1987 e dell'ottobre 1989 fa risaltare come la crisi iniziata lo scorso agosto, a differenza degli episodi precedenti, sia stata fortemente caratterizzata dalla presenza di una causa scatenante esterna ben identificata. La guerra del Golfo ha contribuito direttamente al diffondersi di aspettative negative sui profitti futuri delle società quotate, nella presunzione di costi crescenti dell'energia e di possibilità di recessione. I crolli ricordati erano invece stati originati dalla diffusione su scala internazionale delle conseguenze di situazioni di fragilità proprie dei mercati azionari.

Di fronte al precipitare della crisi del Golfo e alla flessione di tutte le principali piazze

internazionali, l'Autorità di controllo della borsa italiana ha dovuto assumere misure eccezionali per la tutela del mercato e la protezione degli investitori. La crisi ha richiesto l'adozione di due importanti provvedimenti da parte della Consob, finalizzati l'uno ad evitare un indebolimento degli intermediari in valori mobiliari e l'altro a scoraggiare comportamenti speculativi volti a favorire una spirale ribassista.

L'entità delle flessioni dei prezzi, estese all'intero listino, rischiava di avere come diretta conseguenza la necessità di un consistente flusso di smobilizzi delle posizioni dei contratti di riporto accesi presso gli intermediari creditizi. Il mantenimento dello scarto di garanzia vigente, fissato al 50%, avrebbe presumibilmente richiesto, in presenza di una rapida caduta dei corsi, molte operazioni di rientro sulle posizioni accese nel precedente mese borsistico. Ciò sarebbe stato realizzabile solo attraverso vendite precipitose dei titoli stessi, alimentando così la caduta dei corsi.

Per evitare che tali comportamenti potessero avere conseguenze negative sulla stabilità degli intermediari, il 10 agosto 1990 il Presidente della Consob ha adottato il provvedimento urgente n. 33/90 con il quale, per la liquidazione del mese borsistico di agosto, la misura minima dello scarto di garanzia nei contratti di riporto è stata ridotta dal 50% al 40%. Lo stesso provvedimento è stato poi confermato per le successive liquidazioni borsistiche dell'anno.

Il secondo grave fattore di fragilità del mercato era costituito dalla presenza di una massiccia e costante corrente di vendite a carattere speculativo. Uno dei principali strumenti per la speculazione al ribasso è costituito dalle vendite allo scoperto, operate con l'aspettativa di ricavare utili dalla successiva flessione dei corsi. In un mercato già pesantemente orientato al ribasso le vendite allo scoperto, oltre a contribuire direttamente a determinare il calo dei corsi con l'incremento del volume dell'offerta complessiva, tendono ad aumentare la velocità di caduta dei prezzi e ad accrescerne la volatilità.

La forte instabilità dei corsi che si determina in questa situazione rende difficoltoso il processo di formazione dei prezzi e, in quanto sintomo di inefficienza del mercato, riduce il grado di fiducia degli operatori favorendo un allontanamento dalle contrattazioni. La teoria della regolamentazione dei mercati finanziari e l'esperienza degli interventi delle Autorità di vigilanza nei principali mercati internazionali suggeriscono quindi l'opportunità di adottare procedure atte ad evitare comportamenti lesivi dell'efficienza ed integrità del mercato.

Negli Stati Uniti, ad esempio, sono di fatto proibite le vendite allo scoperto che possono favorire la speculazione al ribasso. La cosiddetta *uptick rule* stabilisce infatti che le vendite allo scoperto sono consentite solo quando siano effettuate ad un prezzo superiore all'ultimo segnato o allo stesso prezzo qualora l'ultima variazione sia stata positiva. In questo modo si evitano le tensioni speculative senza limitare quelle operazioni in controtendenza che sono in grado di favorire l'ampliamento del volume degli scambi e la liquidità del mercato.

La struttura di contrattazione italiana non consente però, allo stato attuale, una agevole



applicazione di una regola come quella statunitense, adatta per un mercato ad asta continua. Di fronte alla situazione della seconda metà di agosto, la Consob ha avviato una azione ricognitiva volta ad evidenziare quale fosse l'entità dello «scoperto». Il 17 agosto 1990 il Commissario di borsa di Milano ha invitato gli agenti di cambio, le commissionarie di borsa e gli istituti di credito operanti su tale piazza a comunicare per ciascuna seduta di borsa il numero dei titoli venduti allo scoperto, il relativo controvalore ed il numero di clienti interessati all'operazione.

L'analisi delle comunicazioni pervenute ha messo in luce l'esistenza di rilevanti posizioni scoperte: il 17 agosto il controvalore di tali posizioni — rilevato per singolo intermediario e per importi superiori, per ciascun titolo, a 100 milioni di lire — è risultato pari al 10% del controvalore degli scambi effettuati alla borsa valori di Milano, il 20 agosto la percentuale è stata del 7,3% ed il 21 agosto dell'8,6%, raggiungendo anche il 25-30% per alcune *blue chips*.

La determinazione dell'entità dello scoperto, l'aggravarsi della crisi del Golfo, l'andamento delle principali piazze mondiali nella giornata del 21 agosto e la notizia della grave caduta della borsa di Tokio (-4,1%) il mattino del 22 agosto hanno quindi indotto il Presidente della Consob, con provvedimento urgente n. 35/90, ad intervenire per bloccare il consistente flusso di operazioni di vendita allo scoperto. Il provvedimento ha disposto in via temporanea l'obbligo per chi volesse effettuare operazioni di vendita di titoli a termine di dimostrare la disponibilità dei titoli anteriormente alla stipula del contratto e di consegnare gli stessi all'intermediario entro il terzo giorno di borsa aperta successivo all'esecuzione dell'ordine.

In un momento caratterizzato da una esasperata volatilità dei prezzi, l'intervento della Consob ha avuto l'obiettivo di evitare ulteriori gravi ripercussioni sulla stabilità dei corsi, considerando la presenza di una influenza esterna indubbiamente eccezionale cui si sommava una forte componente speculativa su alcuni titoli guida del mercato.

Il protrarsi della crisi del Golfo e la situazione di stallo che ne è derivata hanno attenuato il carattere di eccezionalità che aveva contrassegnato il ciclo operativo di settembre. Con la liquidazione coattiva dei titoli della commissionaria di borsa Lombardfin il 1° ottobre veniva poi meno un altro dei principali elementi specifici di tensione della nostra borsa.

Pur permanendo sia sul fronte internazionale che su quello interno molteplici elementi di incertezza, il progressivo affievolirsi del carattere di eccezionalità della situazione e, di conseguenza, l'esaurirsi della possibilità di innescare spirali manipolative al ribasso ha reso non più necessario il mantenimento delle limitazioni sull'esecuzione di operazioni allo scoperto. Pertanto con provvedimento urgente n. 40/90 il Presidente della Consob ha disposto, con decorrenza 3 ottobre 1990, la revoca del provvedimento sulle vendite allo scoperto.

Allo stesso tempo, in considerazione degli effetti destabilizzanti che possono avere nel breve periodo le vendite allo scoperto ed allo scopo di migliorare l'informativa al pubblico

sulle condizioni del mercato, la Commissione ha ritenuto opportuno, anche alla luce dell'esperienza fatta con le rilevazioni dei giorni 17, 20 e 21 agosto, di disporre la sistematica acquisizione dei dati relativi alle posizioni di scoperto sui singoli titoli quotati. A tal fine, con provvedimento urgente n. 41/90 del 2 ottobre 1990 è stato disposto che gli agenti di cambio comunichino giornalmente ai Comitati direttivi i quantitativi di titoli venduti allo scoperto e quelli riacquistati a copertura di vendite precedenti e che i dati relativi agli scoperti complessivi in essere vengano pubblicati nei listini ufficiali.

## **2. La riforma legislativa del mercato italiano dei valori mobiliari**

Il forte impegno del Parlamento e la costante azione di stimolo esercitata dal Governo hanno consentito, nel corso del 1990, di pervenire all'approvazione di diversi provvedimenti legislativi che introducono fondamentali innovazioni nell'ordinamento del mercato finanziario italiano. La Consob, nelle precedenti Relazioni, aveva ripetutamente richiamato la necessità di pervenire al più presto al varo del disegno di legge concernente, tra l'altro, le SIM e pertanto può ora manifestare la propria soddisfazione per la conclusione dell'*iter* legislativo che ha consentito la promulgazione della legge 2 gennaio 1991, n. 1, intitolata «Disciplina delle società di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari».

Il dibattito parlamentare provocato dalla legge suddetta si è sviluppato, con toni di particolare intensità, per circa tre anni ed il suo protrarsi è stato spesso accompagnato dal giudizio preoccupato e critico di chi riteneva indispensabile la sollecita definizione del testo normativo. L'ansia di novità ha talvolta indotto a sottovalutare l'estrema complessità delle questioni in discussione e quindi l'esigenza di una elaborazione non affrettata; in realtà la ricchezza e complessità dei lavori parlamentari attestano la profonda sensibilità di Camera e Senato per la regolamentazione del mercato mobiliare. Pertanto appare giustificata la speranza che in tempi brevi possa essere completato il disegno riformatore del mercato mobiliare attraverso l'approvazione degli altri importanti disegni di legge all'esame del Parlamento.

L'apprezzamento per l'entrata in vigore di una legge così importante e per l'introduzione nel nostro ordinamento dei rilevanti principi da essa sanciti non può tuttavia essere disgiunto dalla consapevolezza che la disciplina legislativa appena introdotta potrebbe essere vanificata dalla direttiva in tema di servizi finanziari in corso di discussione presso la Comunità economica europea.

La proposta della Commissione CEE, condivisa da autorevoli membri della Comunità, interpreta in modo assoluto il principio della libera prestazione transfrontaliera dei servizi e quindi consente che le imprese d'investimento autorizzate in uno stato possano svolgere la loro attività negli altri paesi anche al di fuori dei mercati regolamentati. Se tale criterio dovesse prevalere, verrebbe pregiudicata la regola, appena prescritta dal legislatore nazionale, che

impone la concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati e la loro esecuzione secondo le modalità di negoziazione in essi previste. Si creerebbero così i presupposti per l'impoverimento di tali mercati con grave danno concorrenziale per gli ordinamenti, come quello italiano, in cui si considera la concentrazione come strumento essenziale per il corretto svolgimento delle negoziazioni in condizioni di massima efficienza e non si ritiene, invece, sufficiente il mero controllo esercitato sugli intermediari.

La disciplina delle SIM riserva poi l'attività di intermediazione mobiliare a persone giuridiche, costituite nelle forme della società per azioni, ed esclude le banche dalla negoziazione in borsa e al mercato ristretto. Il progetto di direttiva in esame non prevede tale limitazione, in quanto si prevede che anche alle persone fisiche, debitamente autorizzate in uno Stato membro, sia concesso di esercitare la suddetta attività in tutta la Comunità; riconosce inoltre che a qualsiasi intermediario in valori mobiliari, senza distinzioni di sorta e quindi anche all'impresa bancaria, sia garantita la libertà di scegliere se accedere ai mercati regolamentati direttamente, mediante una succursale nel paese ospitante, o indirettamente attraverso società controllate. D'altro canto la stessa libertà di scelta nelle forme di accesso ai mercati degli altri Paesi comunitari è riconosciuta all'impresa bancaria anche dalla direttiva CEE n. 89/646 (la c.d. Seconda Direttiva Banche), il cui recepimento nel nostro ordinamento dovrà avvenire al più tardi il 1° gennaio 1993.

L'incertezza che deriva dalla evoluzione della disciplina comunitaria induce, pertanto, la Consob a formulare l'auspicio che l'approvazione nei termini ipotizzati della direttiva sui servizi finanziari non comprometta alcuni principi cardine della legge n. 1/1991. D'altra parte tali problemi sono condivisi anche da altri paesi, come la Francia e la Spagna, che proprio di recente hanno modificato la propria disciplina del mercato dei valori mobiliari secondo criteri analoghi a quelli approvati dal nostro Parlamento; la posizione italiana non appare, pertanto, isolata nel dibattito in sede comunitaria e ciò dà maggiore concretezza allo sforzo, intrapreso nelle trattative, per evitare che le nuove regole approvate dopo un lungo ed appassionato sforzo di approfondimento siano destinate a cadere già prima della loro applicazione.

Nell'aprile del 1987 la Commissione nazionale per le società e la borsa approvò e diffuse il documento intitolato *Linee di progetto per una riforma del mercato borsistico*, in cui, traendo spunto dalle realizzazioni in corso nei mercati più sviluppati, esprimeva il proprio punto di vista sul problema dell'assetto globale del mercato mobiliare e si faceva promotrice di un'iniziativa di riforma imperniata su:

- 1) la definizione delle singole attività di intermediazione e l'istituzione di una riserva di attività per il loro esercizio in favore di soggetti sottoposti ad un regime specifico di autorizzazione e vigilanza;

- 2) la previsione, a carico degli intermediari, di regole di capitalizzazione basate sul dimensionamento del patrimonio al rischio effettivo della loro attività;

3) la regolamentazione, nell'ambito della polifunzionalità dei soggetti intermediari, della trasparenza, della correttezza dei rapporti con la clientela e delle situazioni di potenziale conflitto di interesse in ragione delle singole funzioni di intermediazione autorizzate;

4) la concentrazione nei mercati regolamentati di tutte le transazioni in titoli;

5) l'istituzione di specifici segmenti di mercato che, per la natura dei titoli (a reddito fisso) o per le caratteristiche quantitative degli scambi (blocchi e spezzature), richiedono sistemi di negoziazione e di intermediazione particolari.

L'iniziativa della Commissione è stata poi sviluppata da Governo e Parlamento e gli orientamenti manifestati quattro anni or sono dalla Consob stessa si sono in parte tramutati in principi normativi sanciti dalla legge n. 1/1991. Soprattutto assume una importanza fondamentale, in un ordinamento precedentemente caratterizzato da gravi carenze, l'individuazione di un soggetto di elevata qualificazione professionale, qual è appunto la SIM, cui viene affidato in esclusiva l'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare. La legge dispone che detto soggetto debba essere dotato di un patrimonio adeguato al tipo di attività svolta, vincolato al rispetto di specifiche norme di comportamento e sottoposto ad un sistema di controllo efficace e continuativo.

Il documento Consob cui si è fatto riferimento non riservava un particolare rilievo al problema dei controlli sugli intermediari, in quanto si riteneva che le leggi n. 216/1974 e n. 281/1985 avessero ormai definitivamente individuato nella Commissione l'organo competente ad esercitarli. Il legislatore più recente è stato, invece, di diverso avviso, ripartendo tali compiti tra Banca d'Italia e Consob secondo il criterio della finalità. La fase del dibattito politico su tale questione è conclusa e la Commissione prende atto della volontà espressa da Parlamento e Governo, apprestandosi a definire con spirito costruttivo, insieme alla Banca d'Italia, il quadro regolamentare prescritto dalla legge. La bontà dei rapporti con l'altra Autorità di controllo sugli intermediari mobiliari e la consuetudine del lavoro congiunto consentiranno di superare le inevitabili difficoltà interpretative di una legge innovativa e complessa e di collaborare efficacemente nelle scelte di merito che essa riserva ad interventi amministrativi.

La nuova legge ribadisce ed amplia i poteri della Consob in materia di organizzazione del mercato mobiliare. La Consob potrà quindi disciplinare in piena autonomia i vari segmenti del mercato mobiliare, che verrà così a funzionare secondo criteri più vicini a quelli tipici dei principali mercati esteri e assumerà progressivamente una configurazione più efficiente di quella vigente. La Commissione, in relazione alla natura dei titoli, ai volumi giornalieri scambiati, ai tagli negoziati ed alla volatilità dei corsi, potrà stabilire che determinati valori, categorie di valori o classi di contratti, siano negoziati con il tradizionale sistema dell'asta a chiamata o con quello dell'asta continua. Alternativamente, per determinati settori o segmenti del mercato mobiliare, la Commissione potrà ancora prevedere la trattazione per mezzo di offerte pubbliche competitive di operatori in proprio (*dealers*), l'autorizzazione di

soggetti economici incaricati di fare mercato (*market makers*), o altre forme organizzative ritenute le più adatte ed efficienti, in modo che l'intero mercato borsistico italiano verrà ad avere una struttura caratterizzata dall'indispensabile elasticità di funzionamento.

La conferma di potestà, sinteticamente attribuite fin dal 1974, rafforza la capacità d'intervento della Consob, in quanto il legislatore ha avuto cura di delineare obiettivi e mezzi della conseguente azione amministrativa, delimitando certo la discrezionalità dell'Autorità ma togliendo forza, al contempo, ad ogni possibile resistenza alle future iniziative della Commissione, che si configureranno come attuazione diretta della volontà insita nella norma primaria e non più come scelta autonomamente adottata da un organo titolare di poteri non vincolati nel contenuto, come era in precedenza. Il tempo degli interventi concernenti l'organizzazione del mercato resta naturalmente affidato all'apprezzamento della Consob, in quanto essi richiedono la presenza di condizioni di fatto che non potevano essere predeterminate con certezza dal legislatore.

La Consob non giunge impreparata a questo cruciale appuntamento con la riforma della struttura del mercato, in quanto già da tempo è fermamente impegnata nello studio, promozione ed elaborazione di iniziative coerenti con gli scopi della legge. Si confida che già entro la fine del 1991 si possano vedere i frutti di questo intenso e proficuo lavoro con l'entrata in funzione del circuito per la negoziazione ad asta telematica continua, che sostituirà progressivamente, per i più importanti titoli quotati, il tradizionale sistema dell'asta gridata a chiamata.

L'approvazione della legge n. 1/1991 crea i presupposti necessari, anche se non sufficienti, per rendere il mercato mobiliare italiano efficiente, competitivo e idoneo a tutelare gli investitori. Tuttavia il pieno consenso alla legge da parte della Commissione non può essere disgiunto dalla preoccupazione di dover assolvere compiti sempre più impegnativi con forze lavorative e finanziarie inadeguate. È noto infatti che il funzionamento della Consob è assicurato da uno stanziamento annuo a carico del bilancio dello stato, proposto discrezionalmente dal Ministro del tesoro, e che per legge è stabilito il numero massimo dei dipendenti dell'Istituzione; l'incremento delle funzioni conferite alla Consob rende inadeguato l'organico prescritto dal legislatore, che andrebbe sensibilmente rafforzato. Occorre pertanto formulare l'auspicio che si provveda al più presto, con una adeguata iniziativa legislativa, ad autorizzare la Commissione ad accrescere la composizione numerica del personale e a dotarla dei conseguenti mezzi finanziari. Nel frattempo va ribadita la conclusione contenuta nella Relazione relativa al 1989, e cioè che «le riforme migliori possono fallire per l'insufficienza delle strutture che devono governarle: 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».

L'approvazione della legge sulle SIM non esaurisce il compito di rinnovamento del qua-

dro legislativo all'interno del quale deve operare il mercato mobiliare. I due provvedimenti principali la cui rapida approvazione è necessaria per la definizione di condizioni di trasparenza e di efficienza del mercato sono quelli relativi alle OPA e all'*insider trading*. L'auspicio della Consob è che entrambi questi provvedimenti vengano prontamente trasformati in legge, tenuto conto anche della stretta connessione che esiste tra gli aspetti regolamentati nei diversi interventi legislativi e la loro funzionalità ad un disegno complessivo di riforma del mercato mobiliare.

Per quanto riguarda le OPA, il progetto di legge approvato dal Senato in data 15 giugno 1988 e la proposta modificata di direttiva CEE del 10 settembre 1990 costituiscono i riferimenti essenziali per la definizione di una legislazione volta a regolare le offerte pubbliche di acquisto in Italia.

I due obiettivi che con la legislazione sulle OPA ci si propone di perseguire sono: assicurare la rilevanza del mercato mobiliare quale sede del mercato del controllo societario e garantire la parità di trattamento per tutti gli azionisti delle società i cui titoli sono trattati su mercati regolamentati.

Sia la proposta di direttiva della CEE che il disegno di legge italiano adottano il principio dell'obbligatorietà del lancio di un'OPA quando, per effetto di acquisti di titoli, si intenda superare una determinata soglia di partecipazione al capitale con diritto di voto di una società. La proposta di direttiva attribuisce agli stati membri la facoltà di fissare tale soglia, purché essa sia non superiore al 33% dei diritti di voto. Il disegno di legge italiano nella versione approvata dal Senato stabilisce la soglia per l'obbligatorietà dell'OPA al 30%.

Un altro principio di grande rilevanza è quello dell'informazione che deve essere fornita al mercato in occasione del lancio di un'offerta pubblica di acquisto. In particolare, la regolamentazione dell'OPA è volta a garantire la rimozione dell'asimmetria informativa tra offerente ed azionisti della società obiettivo. Sarebbe utile introdurre nel d.d.l. italiano obblighi di comunicazione analoghi a quelli previsti nella proposta di direttiva, dove è stabilito che il mercato e l'Autorità di controllo devono essere immediatamente messi a conoscenza di tutte le informazioni e di tutte le operazioni riguardanti i titoli delle società coinvolte in un'OPA. Questi obblighi avrebbero l'effetto di impedire manovre «occulte» sui titoli delle società coinvolte nell'OPA e di limitare la possibile attività di *insider trading*.

Per quanto concerne le modalità di applicazione dei principi sopra indicati, un problema importante riguarda la scelta se l'OPA debba essere lanciata sulla totalità dei titoli presenti sul mercato o se sia possibile da parte dell'acquirente limitare la percentuale dei titoli che si obbliga ad acquistare. Si tratta di una scelta ricca di implicazioni sulla funzionalità del mercato mobiliare e sulla tutela dei diritti degli azionisti minori. Attualmente esiste una netta divergenza tra la proposta di direttiva CEE, pubblicata nella G.U.C.E del 29 settembre 1990, secondo la quale l'OPA deve essere totale in ogni caso, e il disegno di legge italiano,

secondo il quale l'OPA per le società quotate deve riguardare almeno il 10% dei titoli.

L'impostazione comunitaria appare soprattutto preoccupata di garantire una tutela completa di tutti gli azionisti, in quanto assicura ad ognuno di essi la possibilità di poter cedere interamente il proprio pacchetto azionario in occasione di un'OPA. L'offerente deve perciò essere disposto ad acquistare la totalità dei titoli non già in suo possesso, anche se il suo obiettivo preferito e dichiarato può riguardare l'acquisizione di solo una parte degli stessi.

Attualmente il disegno di legge italiano garantisce che lo scambio dei pacchetti di controllo avvenga sul mercato, con parità di trattamento degli azionisti, senza comportare però l'onere per l'offerente di dover acquistare la totalità dei titoli. A nostro avviso, in un mercato mobiliare come quello italiano, l'applicazione del principio della totalità dell'OPA rischierebbe di irrigidire il mercato della proprietà azionaria, ostacolando quei fenomeni di riorganizzazione e di aggregazione delle imprese che si potranno rendere necessari soprattutto in vista della prossima integrazione dei mercati europei. La legislazione sull'OPA dovrebbe d'altro canto stabilire norme precise sulle procedure di riparto al fine di garantire la trasparenza e la tutela dei piccoli azionisti. Inoltre, potrebbe essere opportuno elevare al 20% la percentuale minima di titoli che devono essere oggetto di un'OPA per scoraggiare il lancio di offerte con meri scopi speculativi e per allargare l'area di tutela della legislazione a quote rilevanti di proprietà.

Un aspetto della legislazione delle OPA che meriterebbe un maggiore approfondimento è quello relativo alla scomparsa dei titoli dal listino, in seguito alla cancellazione dal listino da parte dell'Autorità di vigilanza e quando i titoli non siano contestualmente ammessi al mercato ristretto. In questo caso infatti, se i titoli non venissero tutti riacquistati dall'emittente, gli azionisti residuali si troverebbero con valori non più negoziabili su un mercato regolamentato. Al fine di evitare che questi azionisti vengano ingiustamente penalizzati, si potrebbe stabilire che la scomparsa a carattere definitivo di un titolo dal listino debba comunque essere accompagnata dal lancio di un'OPA sulla totalità dei titoli interessati. Sarebbe opportuno inoltre evitare che le modalità dell'offerta penalizzino in maniera non giustificata gli azionisti residuali, garantendo la congruità del prezzo scelto per l'offerta con i valori espressi dal mercato o, in assenza di questi, con la situazione patrimoniale e reddituale della società.

Per quanto riguarda la disciplina della repressione dell'*insider trading*, il d.d.l. n. 2301, recentemente approvato dal Senato, dà attuazione alla direttiva n. 89/592 della CEE con notevole anticipo sulla scadenza prevista del 1° giugno 1992. L'esigenza di una disciplina dell'uso delle informazioni riservate è particolarmente sentita nella realtà del mercato mobiliare italiano in cui fenomeni di abuso del vantaggio informativo appaiono pervasivi. Il d.d.l. italiano appare complessivamente equilibrato e coerente con la direttiva comunitaria e si auspica quindi una sua rapida approvazione.

Con la definitiva adozione di questa legge la Consob sarà chiamata a svolgere ulteriori compiti che richiederanno competenze e risorse qualificate. Tra essi un particolare rilievo potrà assumere lo sviluppo della collaborazione con le Autorità di vigilanza degli altri paesi della CEE e, sulla base di accordi bilaterali, con le Autorità di vigilanza degli altri principali mercati mobiliari internazionali. Questa collaborazione appare opportuna al fine di garantire lo scambio di informazioni necessarie per un'efficace tutela della correttezza dell'uso delle informazioni su mercati che vanno progressivamente integrandosi.

In conclusione, si pone l'esigenza che l'Autorità di vigilanza possa svolgere con efficacia i propri compiti istituzionali nell'ambito di un quadro legislativo che sta sempre meglio definendo i contorni di un mercato più efficiente e trasparente. A tal fine, è indispensabile richiedere, ancora una volta, con responsabile fermezza che le risorse ed i mezzi della Consob vengano resi adeguati alle nuove gravi incombenze che le vengono attribuite non solo in relazione all'evoluzione del mercato italiano ma anche nel processo di integrazione dei mercati europei ed internazionali.

### **3. Il mercato delle azioni italiane a Londra e la riforma tecnico-organizzativa della borsa**

A partire dal 1989, alcune delle più importanti azioni italiane hanno cominciato ad essere trattate sul circuito SEAQ (*Stock Exchange Automated Quotation System*), il sistema di quotazione telematica dell'*International Stock Exchange* di Londra destinato alla negoziazione di titoli emessi da società estere. Il numero delle *blue chips* italiane quotate presso il SEAQ è progressivamente aumentato fino a raggiungere, a partire dal giugno 1990, le quattordici unità. Dal febbraio 1991 le azioni quotate nel circuito SEAQ *International* sono 19.

L'esame del quantitativo di titoli italiani trattati al SEAQ mostra una forte crescita. Il rapporto tra il controvalore totale degli scambi effettuati al SEAQ e il controvalore scambiato sugli stessi titoli alla borsa valori di Milano è rapidamente aumentato passando da valori oscillanti tra il 5% e il 10% del 1989 a valori compresi tra il 20% ed il 30% negli ultimi mesi del 1990.

Lo sviluppo del circuito SEAQ per la trattazione dei titoli internazionali è coerente con la crescente integrazione dei mercati finanziari e in particolar modo con la piena liberalizzazione dei movimenti di capitale che si sta realizzando all'interno della CEE. Si afferma una naturale tendenza a effettuare l'attività di negoziazione di valori mobiliari anche al di fuori dei mercati di origine privilegiando i luoghi di contrattazione che presentano le migliori caratteristiche in termini di efficienza tecnico-organizzativa e di presenza di domanda e di offerta ampie e qualificate.

Vi è tuttavia un secondo elemento importante nel successo del SEAQ. Alla crescita generalizzata dei volumi di negoziazione di valori mobiliari nei mercati finanziari più sviluppati si è accompagnata una progressiva istituzionalizzazione dell'attività di investimento e una



crescita dimensionale dei soggetti dell'intermediazione mobiliare. Negli Stati Uniti, ad esempio, meno di uno scambio su cinque è originato da investitori individuali. Ne è seguito che la dimensione unitaria dei singoli scambi è progressivamente aumentata, sia per le più ampie dimensioni dei portafogli gestiti dagli investitori istituzionali sia per le più sofisticate strategie di investimento, quali il *basket trading*, la *portfolio insurance*, ecc., che essi adottano.

Il SEAQ presenta una struttura organizzativa e funzionale che risponde in maniera efficace alle esigenze di efficienza e alle caratteristiche specifiche dell'attività di negoziazione proprie dei grandi investitori istituzionali.

Elemento fondamentale della struttura del SEAQ è la presenza di *market makers* che, in competizione tra loro, offrono attraverso il circuito telematico proposte di acquisto e di vendita per ciascun titolo, valide per un periodo di tempo prestabilito. Le contrattazioni effettive sono concluse per via telefonica mentre le modalità ed i termini per la liquidazione delle operazioni sono quelli previsti per la liquidazione nel paese di origine dei titoli. I *market makers* hanno l'obbligo di soddisfare gli ordini che ricevono ai prezzi da loro esposti sul circuito per quantità *standard*, le cosiddette quantità minime negoziabili. Tuttavia, i *market makers* tendono ad accettare operazioni di importo molto più elevato rispetto alle quantità *standard*.

Il taglio elevato delle contrattazioni medie effettuate dai *market makers* conferisce al SEAQ il carattere di mercato all'ingrosso dei valori mobiliari. Inoltre, il meccanismo di contrattazione garantisce una maggiore certezza del prezzo in occasione di scambi di grossi volumi di titoli. Il prezzo infatti è pubblicamente annunciato per le quantità minime negoziabili. Ma anche nel caso di operazioni per volumi superiori ai tagli predeterminati, la trattativa diretta con il *market maker* consente di ottenere un prezzo predeterminato evitando le incertezze relative agli effetti sui corsi di borsa della negoziazione sul mercato di grossi blocchi di titoli. Infine, la riservatezza sulle operazioni concluse, che deriva dalla natura privata della contrattazione telefonica e dalla mancanza di obbligo per gli intermediari di rendere pubbliche le informazioni circa il prezzo e le quantità, può rappresentare un ulteriore vantaggio per l'orientamento verso il SEAQ delle operazioni dei grandi investitori internazionali.

In conclusione, il SEAQ, in seguito alla crescita del suo ruolo come mercato internazionale delle azioni, esercita una forte concorrenza nei confronti di tutte le principali piazze finanziarie. Questa concorrenza non trae origine da elementi congiunturali ma piuttosto da modifiche nelle caratteristiche strutturali del mercato dell'intermediazione mobiliare internazionale. Il SEAQ sembra in grado di offrire una struttura organizzativa e funzionale particolarmente adatta alle esigenze dei grandi investitori istituzionali che di questi cambiamenti sono i principali soggetti.

In un clima di competizione sempre più accesa tra le industrie nazionali dei servizi finanziari, sta infatti assumendo un ruolo determinante la definizione di assetti strutturali, or-

ganizzativi e funzionali del mercato che consentano di adeguarsi e possibilmente prevenire i rapidi cambiamenti delle esigenze degli investitori.

Esiste quindi un rischio oggettivo di sostituzione del SEAQ nei confronti dei mercati nazionali, almeno per la negoziazione dei titoli più trattati. Fino ad ora però, per quanto riguarda i titoli italiani, il SEAQ non sembra essere alternativo al mercato di Milano, ma piuttosto integrativo per quei tipi di transazioni, soprattutto quelle dei blocchi, e per quegli operatori, soprattutto i grandi investitori internazionali, per i quali il circuito SEAQ presenta i maggiori vantaggi. Per la determinazione dei prezzi dei principali titoli italiani, infatti, le contrattazioni che avvengono sulla piazza di Milano continuano a svolgere il ruolo guida.

Proprio il fenomeno di forte competizione e di stretta integrazione tra SEAQ e mercato nazionale rappresenta un ulteriore importante incentivo per procedere in maniera rapida ed efficace alla eliminazione delle inefficienze e dei ritardi che ancora caratterizzano le borse italiane.

Nel quadro della progressiva internazionalizzazione dei mercati il rischio rappresentato da una progressiva marginalizzazione del nostro mercato dei valori mobiliari e forse anche dei titoli rappresentativi del capitale delle principali società italiane appare grave e reale. Esso comporterebbe seri danni alle possibilità di crescita delle nostre imprese cui verrebbe a mancare quella dimensione internazionale nei flussi di finanziamento e nella definizione delle strategie finanziarie che rappresenta un elemento chiave delle nuove condizioni di competizione internazionale che il processo di unificazione economica europea dovrà creare.

Per evitare un esito tanto negativo, la Consob ritiene che sia indispensabile procedere con decisione verso l'obiettivo di dotare la borsa italiana di regole e di strutture che ne aumentino l'efficienza e lo spessore, rendendo il mercato mobiliare italiano più capace di soddisfare le esigenze non solo degli operatori nazionali ma anche di quelli esteri.

A tal fine è indispensabile sfruttare appieno le possibilità offerte dal varo della legge n. 1/1991. La nuova normativa consente di innovare radicalmente la struttura del mercato mobiliare italiano adeguandola a quella dei mercati finanziari più evoluti. Si tratta quindi di realizzare l'ampio progetto di riforma del mercato mobiliare di cui, già da diversi anni, la Consob si è fatta promotrice e che la crescita della trattazione dei titoli italiani sul circuito SEAQ rende anche più urgente.

In quest'ottica di profondo rinnovamento del mercato italiano emerge l'opportunità di dar vita in Italia ad un mercato di blocchi con modalità organizzative differenti da quelle del mercato ad asta. L'introduzione di questo mercato consentirebbe di rispondere all'esigenza degli investitori istituzionali internazionali di negoziare partite di titoli di dimensioni sempre maggiori, esigenza attualmente soddisfatta, almeno per quanto riguarda i titoli italiani, solo dal SEAQ *International*.

La possibilità di organizzare un mercato di blocchi è oggi sicuramente offerta dalla summenzionata legge n. 1/1991 che all'art. 20 attribuisce alla Consob il potere «... di determinare ... le modalità di negoziazione, anche diverse dalla negoziazione alle grida... ed ivi compresa la negoziazione, mediante offerte pubbliche di operatori in proprio, a condizione che le modalità stesse garantiscano condizioni di concorrenzialità e competitività fra gli operatori dei titoli quotati in borsa o negoziati al ristretto ...» avendo riguardo, tra l'altro, ai tagli abitualmente negoziati ed ai volumi giornalmente trattati. Sempre lo stesso articolo prevede esplicitamente che, per lo svolgimento delle contrattazioni nelle diverse modalità, possano essere utilizzate strutture telematiche ed informatiche.

L'art. 11 della stessa legge consente alle società di intermediazione mobiliare di derogare all'obbligo di concentrazione nell'esecuzione di ordini di acquisto e di vendita di valori mobiliari negoziati nei mercati regolamentati «... a condizione che i quantitativi singolarmente scambiati non siano inferiori ad un ammontare minimo stabilito dalla Consob».

Il coordinato disposto dei due articoli, quindi, attribuisce alla Consob il potere di determinare, attraverso propri regolamenti, le modalità e le condizioni alle quali avverranno le negoziazioni dei blocchi e di determinare gli obblighi di informativa al mercato su tali transazioni. Tali modalità, in analogia con la struttura di funzionamento del SEAQ, potrebbero prevedere l'utilizzo di un circuito telematico su cui dei *market makers*, in competizione fra loro, pubblicino le loro offerte di acquisto e di vendita per quantità minime prefissate di titoli. Tuttavia, le forme organizzative di un mercato dei blocchi, capace di competere efficacemente con i principali mercati internazionali e di attrarre gli investitori istituzionali, dovranno essere caratterizzate da un'elevata flessibilità che lasci agli operatori la possibilità di scegliere le modalità e gli strumenti di contrattazione più efficaci.

Un secondo elemento qualificante dell'articolato processo di riforma del mercato mobiliare può essere individuato nella revisione della disciplina delle liquidazioni delle operazioni in valori mobiliari, al fine di eliminare le disfunzioni esistenti nel funzionamento dell'attuale meccanismo di liquidazione. L'obiettivo è realizzare uno snellimento delle procedure di liquidazione che consenta di passare dall'attuale mercato a termine ad un mercato per contanti. A questo scopo, una condizione fondamentale per il corretto e tempestivo funzionamento delle stanze di compensazione consiste nel rendere maggiormente efficace il sistema di depositi accentrati dei titoli. Sempre nella legge sulle SIM è attribuita alla Consob e alla Banca d'Italia la possibilità di istituire una vera e propria *clearing house*, con capitale sottoscritto dai soggetti ammessi alle contrattazioni, che assicuri la compensazione dei contratti stipulati, ivi compresi quelli riguardanti prodotti derivati.

Un terzo elemento della riforma tecnico-organizzativa dei mercati è rappresentato dal progressivo trasferimento delle contrattazioni dall'attuale sistema di negoziazione «ad asta a chiamata» ad un sistema «ad asta continua» su un circuito telematico che consenta l'integrazione

delle dieci borse italiane in un mercato unico nazionale dei valori mobiliari. Il sistema telematico di contrattazione, che si prevede entrerà in funzione a partire dalla seconda metà dell'anno, si rende necessario, tra l'altro, anche per permettere al mercato italiano di integrarsi con gli altri mercati europei nell'ambito del progetto di riconoscimento e collegamento tra le borse valori predisposto dalla CEE.

La riforma del sistema di contrattazione secondo il principio dell'asta continua su rete telematica è valorizzata dalla effettiva concentrazione in borsa delle transazioni di valori mobiliari. La legge sulle SIM fornisce un contributo importante in questa direzione stabilendo all'art. 11 che «le negoziazioni di valori mobiliari negoziati nei mercati regolamentati» debbono essere obbligatoriamente eseguite in «detti mercati e con le modalità di negoziazione per essi previste». La realizzazione del principio della concentrazione in un mercato dotato delle necessarie strutture tecniche e funzionali, che il sistema di contrattazione continua può offrire, renderà il mercato italiano più liquido e per ciò stesso da un lato più competitivo e dall'altro maggiormente integrato rispetto ai principali mercati internazionali.

Inoltre, la legge sulle SIM attribuisce alla Consob la facoltà di istituire un mercato dei *financial futures* cioè dei «... contratti uniformi a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari quotati nei mercati regolamentati, tassi di interesse e valute, ivi compresi quelli aventi ad oggetto indici su tali valori mobiliari, tassi di interesse e valute». L'attuale assenza di tali strumenti finanziari sul nostro mercato rappresenta, come più volte rimarcato nelle Relazioni annuali degli anni passati, un ulteriore fattore che ne compromette la competitività rispetto ai maggiori mercati internazionali.

Infine, per aumentare l'integrazione del mercato mobiliare italiano con quelli internazionali, è necessario favorire anche la quotazione di titoli esteri sulla borsa italiana, attraverso la definizione delle procedure tecniche di accentramento di tali titoli presso la Monte Titoli s.p.a.. A tal fine è già stato completato il necessario adeguamento del quadro normativo che regola la costituzione e le condizioni contrattuali della Monte Titoli s.p.a. e sono in corso di definizione gli accordi necessari per il subdeposito dei titoli esteri nel paese d'origine, preferibilmente presso omologhe istituzioni di deposito accentrato.

La realizzazione di una profonda riforma tecnico-organizzativa della borsa italiana appare quindi d'importanza strategica rispetto alle prospettive di sviluppo e maturazione del nostro mercato mobiliare. A tale riguardo, è opportuno sottolineare che una maggiore liquidità ed efficienza del mercato potranno contribuire a facilitare l'importante collocamento di titoli azionari delle banche pubbliche, reso possibile dalla cosiddetta «legge Amato», e anche altre eventuali operazioni di privatizzazione che le Autorità di politica economica decidessero di avviare.

#### 4. L'attività normativa e di indirizzo della Consob

Entro la metà dell'anno corrente dovranno essere assolte dalla Consob, isolatamente o

in concorso con altre Autorità, le funzioni di normazione secondaria previste dalla disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare contenuta nel Titolo I della legge n. 1/1991. Inoltre altre importanti disposizioni dovranno essere emanate per l'organizzazione dei mercati mobiliari e, pur non essendo legate a vincoli temporali stabiliti dal legislatore, dovranno intervenire entro termini brevi per soddisfare l'esigenza improcrastinabile di dare ai mercati stessi una struttura allineata ai modelli più evoluti. La Consob si sta impegnando nella misura massima consentita dalle sue forze per realizzare tali obiettivi. Nella prossima Relazione sarà finalmente possibile illustrare i primi risultati conseguiti nel processo di ammodernamento del mercato mobiliare italiano.

Nell'anno appena trascorso sono mancati i presupposti per l'esercizio di una intensa attività normativa da parte della Consob. Infatti le norme regolamentari per l'ammissione a quotazione e le disposizioni generali sui prospetti adottate soltanto nel 1989 sono state nel corso del 1990 sottoposte al vaglio dell'esperienza al fine di riscontrarne l'efficacia e di individuare con certezza i punti meritevoli di eventuali modifiche. Il risultato di tale verifica ha indotto la Commissione ad approvare già nel febbraio del 1991 rilevanti perfezionamenti alle discipline in questione.

D'altra parte solo nel dicembre del 1990 si è completato il processo di formazione della legge concernente le SIM e l'organizzazione dei mercati mobiliari, per cui l'evoluzione dei relativi lavori parlamentari ha finito per condizionare altre iniziative regolamentari già intraprese dalla Consob. Pertanto l'attività di elaborazione della normativa secondaria non ha potuto raggiungere i vertici d'importanza del 1989 e si è quindi sviluppata in tono minore nel corso di un anno di transizione da una disciplina legislativa, ormai conosciuta e sfruttata in tutte le sue potenzialità, ad una completamente nuova che, nelle intenzioni, dovrebbe condurre il nostro mercato mobiliare ai medesimi livelli di efficienza e trasparenza dei più validi ordinamenti stranieri.

Nella Relazione precedente si era manifestato il proposito di procedere al più presto all'approvazione del nuovo Regolamento concernente il collocamento di valori mobiliari al di fuori della sede legale o amministrativa principale dell'emittente, del proponente l'investimento o del mero collocatore. Le modifiche introdotte per iniziativa della Commissione Finanze della Camera nel testo legislativo concernente le società d'intermediazione mobiliare hanno suggerito alla Consob di abbandonare un programma di lavori pur ormai avviato alle sue fasi conclusive, con la definizione di una bozza di Regolamento completa in tutte le sue parti.

Infatti gli orientamenti legislativi si sono manifestati nel senso di prevedere l'inserimento della sollecitazione del pubblico risparmio fuori sede tra le attività di intermediazione mobiliare riservate alle SIM e quindi l'assoggettamento anche delle società esercenti reti di vendita a domicilio alla disciplina generale, legislativa e regolamentare, prescritta per tali società.

Inoltre, il legislatore ha disposto l'inquadramento dei c.d. consulenti finanziari in un albo istituito presso la Consob, rendendoli destinatari di prescrizioni legislative influenti direttamente sull'attività di sollecitazione a domicilio. Ciò ha finito per ridurre fortemente l'autonomia tipica della disciplina legislativa incentrata sull'art. 18 *ter* della legge n. 216/1974 e successive modificazioni, che in futuro dovrà essere limitata ad una esigua serie di disposizioni speciali, idonee a regolare i pochi spazi lasciati liberi dalla regolamentazione generale dettata per le società di intermediazione mobiliare.

Comunque si è colta l'occasione — determinata dalla necessità di tener conto delle prescrizioni di prevenzione dei fenomeni di criminalità organizzata contenute nella legge 19 marzo 1990, n. 55 — per apportare alcune modifiche al Regolamento approvato nel 1985 con l'intento di assicurare un più efficace esercizio dei controlli di competenza della Consob.

L'intervento normativo di maggior rilievo, effettuato dalla Consob nel 1990, è stato realizzato con riferimento alla disciplina secondaria del mercato ristretto. Innanzitutto si è ritoccato il Regolamento di attuazione della legge istitutiva del secondo mercato, prescrivendo, tra l'altro, come requisito di ammissione alle relative negoziazioni il conferimento dell'incarico di revisione e certificazione ad una società iscritta all'Albo previsto dall'art. 8 del d.P.R. 31 marzo 1975, n. 136. Tra le nuove disposizioni impartite va ricordata anche la determinazione degli atti che i soggetti con titoli ammessi al ristretto devono trasmettere alla Consob, in considerazione del possibile rilievo dei fatti in essi documentati ai fini della permanenza dei titoli stessi in quotazione, della vigilanza sull'evoluzione dei relativi corsi e della conservazione dei diritti degli azionisti. Rilevanti appaiono inoltre le nuove deleghe che si è provveduto ad impartire ai Comitati dei mercati ristretti, conferendo anche poteri istruttori in materia di ammissione dei titoli alla negoziazione. Altresì significativa appare la riforma della struttura del listino finalizzata alla differenziazione delle diverse specie di titoli bancari trattati in relazione al loro diverso grado di trasferibilità.

Sembra essere stato così completato ed affinato, per quanto in potere della Consob sulla base della legislazione vigente fino al 1990, il quadro di regolamentazione del mercato ristretto. Risulta però ormai evidente agli osservatori che minori interventi normativi non sono in grado di realizzare i risultati auspicati dal legislatore, quando nel 1977 introdusse il mercato ristretto nell'ordinamento nazionale.

L'approvazione della legge 2 gennaio 1991, n. 1, dando alla Consob, in particolare con l'articolo 20, nuovi e più pregnanti poteri di organizzazione delle negoziazioni mobiliari offre finalmente un quadro legislativo all'interno del quale è possibile riformare efficacemente anche il mercato ristretto.

L'enorme distanza che, soprattutto nel caso delle piccole e medie imprese, intercorre oggi tra ricchezza della struttura imprenditoriale e atrofia del ricorso diretto al mercato finanziario testimonia l'esistenza di una anomalia che trova origine nel dominio dello stato e degli

intermediari bancari sulla canalizzazione dei flussi finanziari, nell'attuale struttura del prelievo fiscale e anche nel forte ritardo culturale verso le problematiche del mercato.

La legge n. 1 del 1991 interviene esplicitamente rispetto ad uno dei compiti storicamente assegnati al secondo mercato, quello di struttura di preparazione all'accesso al mercato principale e di canale di finanziamento per imprese di medie dimensioni. Infatti è riconosciuto alla Consob il potere di «istituire mercati anche locali per la negoziazione di valori mobiliari non quotati e non negoziati nel mercato ristretto». Le imprese con forte radicamento provinciale o regionale potrebbero preferire queste nuove strutture del mercato mobiliare per esperire i primi tentativi di ricorso diretto al risparmio del pubblico. Tali imprese hanno una capacità, ancora inespressa o espressa solo in parte, di mobilitare la ricchezza risparmiata nell'ambito dell'area territoriale in cui operano. Infatti le famiglie già partecipano, sia direttamente che indirettamente, all'attività di queste aziende, le conoscono profondamente, ne apprezzano l'efficienza e fanno parte dello stesso contesto economico in cui le aziende vivono, producono reddito e generano benessere. Qualora venisse acquisita piena consapevolezza di questa potenzialità e dei vantaggi che potrebbero derivarne, allora l'impulso alla nascita di nuovi mercati mobiliari locali potrebbe promanare dalle stesse imprese, soprattutto se venisse assicurata snellezza di procedure ed ampia autonomia agli operatori.

In ogni caso l'eventuale creazione di mercati locali, a nostro avviso, non esaurirebbe la necessità di un mercato nazionale centralizzato finalizzato al sostegno dello sviluppo delle imprese di medie dimensioni, compito principale che il legislatore aveva affidato al mercato ristretto.

Le caratteristiche più importanti del radicale intervento di riorganizzazione del secondo mercato, ispirata al successo delle esperienze realizzate in Francia, nel Regno Unito e in altri paesi, potrebbero essere le seguenti:

— la creazione di un mercato nazionale telematico dei valori mobiliari emessi dalle aziende di media dimensione;

— un'impostazione strutturale e tecnologica del nuovo mercato che privilegi la sua efficienza lasciando ampi spazi all'autoregolamentazione e alla capacità innovativa dei soggetti interessati;

— la sperimentazione di forme di struttura del mercato, in particolare con la previsione di *market makers* che trattino competitivamente i titoli negoziati sul mercato.

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 un intervento radicale ed articolato, capace di incidere tanto sulle carenze dell'offerta che su quelle della domanda, può avere un esito adeguato ai compiti teoricamente assegnabili a questo comparto del mercato mobiliare.

Un ulteriore intervento legislativo che potrebbe contribuire a favorire la ripresa del mer-

cato ristretto è rappresentato dall'estensione della facoltà di emettere azioni di risparmio alle società con azioni ammesse alla negoziazione in questo mercato. In tal modo anche le imprese a ristretta base azionaria e con dimensione non adeguata alla borsa valori potrebbero disporre di un ulteriore strumento finanziario idoneo a favorire l'incremento del capitale di rischio e a non alterare al contempo la struttura del controllo sociale. Una simile prescrizione potrebbe contribuire ad accrescere l'interesse verso il ristretto e avvicinare ad esso le troppe società che ancora si rifiutano di finanziarsi direttamente, preferendo sottomettersi al giudizio di merito di credito espresso dagli intermediari creditizi anziché alla valutazione pubblica del mercato.

##### 5. La tassazione delle attività finanziarie

Il quadro normativo fiscale italiano relativo alla imposizione delle attività finanziarie è stato recentemente arricchito dall'introduzione dell'imposta sui guadagni di capitale. Il provvedimento, coerentemente con l'ampia definizione di reddito adottata nel nostro ordinamento, riconduce anche i guadagni di capitale delle persone fisiche tra le entrate che concorrono a formare la base imponibile.

L'introduzione dell'imposta sui guadagni di capitale avvicina il sistema fiscale italiano a quello degli altri paesi della CEE. Si tratta di un progresso importante dal momento che l'Italia all'inizio del 1993 si troverà a far parte di un mercato europeo libero da quei vincoli che finora hanno ostacolato l'internazionalizzazione dell'investimento sui mercati finanziari.

La competizione tra i vari regimi fiscali giocherà un ruolo non secondario nell'orientamento degli investimenti su scala europea ed internazionale. Infatti, mentre la nuova legislazione valutaria, in vigore nella CEE dal 1989, già consente un'ampia mobilità dei capitali, la libertà di trasferire flussi finanziari da un paese ad un altro è di fatto limitata dai vincoli ancora esistenti all'operatività degli intermediari su scala internazionale. Dopo il 1993, con l'abolizione delle residue barriere all'attività di intermediazione e di investimento tra i paesi CEE, la libera circolazione dei capitali diverrà pienamente effettiva ed ogni occasione di arbitraggio, anche fiscale, potrà essere sfruttata dagli investitori. La rilevanza della futura competizione tra regimi fiscali non deve quindi essere sottovalutata ed è opportuno avvicinare il sistema di imposizione italiano agli *standards* esistenti o previsti dalle direttive comunitarie, in particolare per quanto riguarda la tassazione dei redditi da attività finanziarie.

Un disegno di riforma generale della tassazione delle attività finanziarie è delineato nell'art. 18 della legge 29 dicembre 1990, n. 408 con cui il Parlamento delega al Governo il riordino del trattamento tributario di tutti i redditi da capitale. È opportuno quindi considerare la recente introduzione dell'imposta sui guadagni di capitale in un contesto di riflessione più complessiva, che abbia fin d'ora presenti gli ulteriori interventi in materia fiscale che il Governo dovrà adottare entro il 31 dicembre 1992 ispirandosi alla disciplina prevalente nel-



l'ordinamento comunitario.

I due principi fondamentali da perseguire saranno indubbiamente quelli dell'efficienza e dell'equità dell'imposizione. Dal punto di vista dell'efficienza, se i diversi tipi di reddito da capitale vengono trattati in modo eterogeneo, si creano effetti distorsivi nella allocazione delle risorse e nelle decisioni di investimento dei soggetti. Un trattamento diseguale introduce infatti opportunità di arbitraggio fiscale tra le diverse forme di investimento in attività finanziarie. L'omogeneità delle imposte diviene quindi necessaria per evitare distorsioni. In questo quadro, l'introduzione dell'imposta sui guadagni di capitale in Italia, nella misura in cui ha abolito un regime di esenzione di una particolare categoria di reddito, contribuisce ad aumentare l'efficienza del sistema fiscale.

Per quanto concerne il principio dell'equità va osservato che flussi finanziari uguali, anche se generati da diversi tipi di reddito da capitale, attribuiscono al percettore lo stesso potere di acquisto, e quindi la medesima capacità contributiva. Dal punto di vista fiscale pertanto i flussi finanziari dovrebbero essere tutti trattati allo stesso modo.

Nell'applicazione pratica di questi principi possono però porsi problemi specifici per i guadagni di capitale pluriennali, nel tenere conto degli effetti dell'inflazione e delle possibili minusvalenze. La capacità contributiva è infatti attribuita ai soggetti d'imposta dai guadagni reali e non dai guadagni puramente nominali ed è diminuita dalle perdite effettive. Gli effetti dell'inflazione devono quindi essere depurati per mezzo di un sistema di indicizzazione, come è stato fatto nella recente riforma italiana.

Inoltre, le difficoltà di accertamento dei guadagni e delle perdite di capitale, sia di breve che di lungo periodo, hanno portato molti paesi ad optare per la non deducibilità delle perdite dalla base imponibile, soprattutto al fine di evitare l'eventuale dichiarazione di perdite fittizie. Il realistico compromesso adottato dal legislatore italiano permette la deducibilità delle perdite entro un determinato numero di anni e limitatamente alle plusvalenze successivamente realizzate.

In sintesi, la recente introduzione nell'ordinamento italiano dell'imposta sui guadagni di capitale appare apprezzabile ed opportuna sulla base di motivazioni di equità e di efficienza. I guadagni di capitale realizzati vengono tassati separatamente nell'ambito della dichiarazione annuale dei redditi delle persone fisiche al netto delle minusvalenze effettivamente conseguite. In caso di plusvalenze pluriennali, esse risultano tassate solo se reali una volta che l'incremento del valore nominale dei titoli è stato depurato dall'inflazione.

Accanto all'imposizione su base personale delle plusvalenze è stato introdotto un regime di tassazione forfettaria. L'opzione della scelta tra i due regimi alternativi è lasciata all'investitore. Nel regime forfettario le plusvalenze vengono calcolate in maniera presuntiva e tassate direttamente alla fonte con un'aliquota proporzionale. Il regime forfettario è senz'altro molto lontano dal sistema ottimale di imposta sui guadagni di capitale e sembra rivolto, almeno

in una fase transitoria, a garantire la maggiore semplicità del sistema di pagamento dell'imposta. Indubbiamente, se il ricorso al regime forfettario diventasse generalizzato, a causa della preferenza per l'anonimato fiscale che esso garantisce, l'imposta sui guadagni di capitale si ridurrebbe ad un'imposta sulle transazioni in valori mobiliari.

Un altro importante motivo per l'introduzione della tassazione dei guadagni di capitale riguarda la riduzione dell'elusione fiscale. L'esenzione dei guadagni di capitale sui valori mobiliari di società non quotate favoriva gravi fenomeni di elusione fiscale, incentivando tra l'altro la creazione di società di capitali costituite con la finalità pressoché esclusiva di trasformare redditi di altra natura in guadagni di capitale. Con la nuova legislazione il regime di tassazione analitica appare un deterrente efficace per questo tipo di attività; il regime forfettario tuttavia, soprattutto per i titoli non quotati, lascia ancora ampio spazio per una remunerativa opera di elusione dell'imposizione ordinaria.

Se l'introduzione dell'imposta sui guadagni di capitale arricchisce il quadro normativo fiscale, questo provvedimento certamente non esaurisce i problemi presenti nell'ambito della tassazione dei redditi da capitale in Italia. Permangono infatti forme di eterogeneità nella tassazione dei redditi da capitale che producono inevitabilmente distorsioni. Queste distorsioni si riflettono in modo particolare sull'allocazione del risparmio nelle attività finanziarie caratterizzate da diverso grado di rischio, influenzando sia dal lato dell'offerta che dal lato della domanda l'investimento in attività rischiose.

Dal lato della domanda, vari motivi scoraggiano l'investimento del risparmio delle famiglie in titoli partecipativi. Tra questi indubbiamente molto importante risulta l'elevata pressione sul risparmio esercitata dal debito pubblico, che ha ormai raggiunto la soglia del 100% del PIL. L'esigenza di finanziamento del debito pubblico ha spinto verso l'alto i rendimenti reali dei titoli di stato al fine di facilitarne il collocamento. Tenuto conto che detti titoli sono pressoché privi di rischio, la loro remunerazione permane competitiva rispetto a quella offerta dalle azioni.

Le problematiche descritte nei precedenti paragrafi richiamano la complessità teorica e pratica dell'intervento fiscale in materia di tassazione dei redditi da capitale e più in generale mettono in luce la necessità di coordinare gli obiettivi fiscali con quelli legati allo sviluppo del mercato dei capitali ed in particolare del mercato dei valori mobiliari. Un intervento di carattere generale, come previsto dalla delega al Governo della legge 408/1990, permetterà di perseguire gli obiettivi di una maggiore equità ed efficienza del sistema fiscale nell'ambito della tassazione dei redditi da capitale. Solo in questo modo si potranno correggere le distorsioni più evidenti ed ottenere una tassazione delle attività finanziarie coerente. La completezza dell'intervento sarà il presupposto della sua efficacia.

Date queste premesse può essere opportuno considerare, nella valutazione dei correttivi

che devono essere apportati, anche altri obiettivi. In particolare, lo sviluppo del mercato mobiliare e l'incentivo all'investimento diretto delle famiglie in attività finanziarie appaiono rappresentare un obiettivo di politica economica degno di tutela e di considerazione. Inoltre l'equo prelievo fiscale deve essere concepito in modo da incidere il meno possibile sul funzionamento del mercato mobiliare per non comprometterne la necessaria liquidità. Soprattutto non si dovrebbe ricorrere a sistemi di imposta sugli affari che hanno come grave effetto negativo quello di frenare l'attività di scambio. A tale riguardo è opportuno adeguarsi alle linee contenute nella proposta di direttiva CEE dell'aprile 1987, che prevedono la progressiva abolizione dell'imposta di bollo sulle transazioni in valori mobiliari.

#### 6. L'Autorità di vigilanza dei mercati mobiliari e i gruppi societari

Nei paesi industrializzati esistono due modelli principali secondo i quali sono organizzate le strutture di controllo delle società. Il modello prevalente nel mondo anglosassone è quello della *public corporation*, in cui le società sono controllate attraverso un azionariato diffuso e ogni società è tendenzialmente un ente economico autonomo, non legato attraverso vincoli proprietari con altre società. L'allargamento o il restringimento dell'attività attraverso acquisizione o vendita danno luogo solitamente a fusioni o scorpori dalla società acquirente o venditrice. In tale modello, l'apporto di capitale di rischio per ogni singola società è limitato solo dalla fiducia degli azionisti nel *management*.

Nell'Europa continentale e in Giappone, invece, il modello prevalente è basato su una struttura familiare del controllo azionario. La volontà di mantenere il controllo sulla proprietà della società limita la possibilità di sollecitare capitale di rischio, comportando un vincolo allo sviluppo delle società stesse. Per aggirare questo problema il controllo sul complesso di attività della società è stato organizzato attraverso la formazione di gruppi societari, cioè la predisposizione di una serie di legami azionari tra società formalmente indipendenti che permettono di espandere le potenzialità di finanziamento azionario del gruppo nel suo complesso senza comprometterne il controllo. La struttura di gruppo è quindi finalizzata soprattutto a permettere una separazione tra proprietà e controllo delle attività del gruppo attraverso la presenza di soci di minoranza a tutti i livelli in una struttura piramidale di società controllate.

Negli ultimi anni, entrambi questi modelli stanno mostrando limiti che riguardano la loro validità, sia all'interno dei sistemi in cui hanno avuto origine, sia nella crescente integrazione dei mercati internazionali.

Sui mercati anglosassoni, dove domina il modello della *public corporation*, nel corso degli anni '80 si è diffuso un fenomeno di acquisizioni aggressive e ostili in forme molto più ampie del fisiologico fenomeno di ricambio del *management* delle società. All'origine di questa ondata di acquisizioni appare esservi l'esistenza di numerose imprese sottovalutate dal mercato, soprattutto a causa di conduzioni manageriali poco efficienti o finalizzate ad obiettivi

diversi rispetto alla massimizzazione del valore della società. Le operazioni di acquisizione sono state finanziate in gran parte attraverso l'emissione di titoli obbligazionari ad alto rendimento e rischio (*junk bonds*).

In conseguenza della diffusione di questo fenomeno si sta sviluppando negli Stati Uniti un ampio dibattito sulla validità del modello societario della *public corporation*. Da un lato c'è chi sostiene che questo rappresenti comunque l'unico modello capace di assicurare stabilità e sviluppo al sistema delle imprese. Secondo questa interpretazione, il diffondersi delle operazioni di acquisizione ostile può rappresentare uno stimolo al ricambio di *managers* inefficienti, ma quando esso supera livelli fisiologici esistono forti rischi che si compromettano le possibilità di sviluppo delle imprese e la stabilità del sistema finanziario. Dall'altro lato c'è invece chi ritiene che il modello della *public corporation* abbia esaurito la propria funzione e che nuovi modelli, basati sulla sostituzione del pubblico con pochi grandi investitori privati come azionisti delle società e strutture di partecipazioni più articolate simili ai gruppi giapponesi, possano assicurare maggiore dinamicità al mercato della proprietà azionaria e quell'efficienza al sistema delle imprese necessaria per competere su scala globale.

I mercati europei e quello giapponese, invece, stanno sperimentando i rischi che il loro modello di struttura societaria può comportare in termini di rigidità dei processi riorganizzativi e di difficoltà di crescita quando si vogliono raggiungere le dimensioni critiche per competere a livello internazionale.

Vi sono molti esempi di operazioni, soprattutto transnazionali, di acquisizioni o di fusioni che sono fallite a causa dell'ingessamento del mercato della proprietà azionaria derivante dalla presenza pervasiva di gruppi azionari a struttura piramidale e dell'esistenza di ostacoli istituzionali alla concorrenza ad essi collegati.

Nell'attuale contesto competitivo non sembra quindi esserci un modello societario sicuramente prevalente su scala mondiale, mentre la crescente integrazione dei mercati sta producendo una graduale convergenza nell'evoluzione dei modelli esistenti.

La situazione del mercato italiano non sfugge a questo quadro. Un modello tradizionalmente basato sulla presenza di gruppi azionari a forte controllo familiare rischia di non consentire la crescita del mercato dei capitali necessaria perché il sistema delle imprese italiane, in cui ampio ruolo svolgono le imprese di piccole e medie dimensioni, possa confrontarsi con la sfida competitiva derivante dall'integrazione europea e mondiale.

Il mercato italiano appare caratterizzato da strutture societarie organizzate attraverso legami azionari a catena estremamente complessi e articolati che portano non soltanto a garantire il controllo all'interno dei singoli gruppi, ma anche ad assicurare la stabilità del controllo attraverso legami tra i gruppi. La conseguenza è un irrigidimento del mercato del controllo societario ed il rischio di comportamenti collusivi che possono limitare la concorrenzialità in tutto il sistema.

La presenza dei gruppi nella realtà italiana è particolarmente significativa nel mercato mobiliare. Su un totale di 233 società quotate alla fine del 1990, 94 appartengono ai primi 10 gruppi, 70 ai primi 5 gruppi. In termini di capitalizzazione il peso dei gruppi più grandi risulta ancora maggiore: i primi 10 gruppi societari rappresentano infatti circa tre quarti della capitalizzazione totale del mercato. Si tratta di cifre che evidenziano i limiti della reale articolazione nell'offerta di opportunità di investimento nella borsa italiana, a fronte dei mercati esteri in cui il numero delle società quotate raggiunge le migliaia di unità, con una ampia articolazione per soggetti economici effettivamente indipendenti. A tale proposito, si deve sottolineare come all'interno dei gruppi l'esistenza di società che svolgono, almeno in parte, il ruolo di scatole cinesi provochi una moltiplicazione economicamente ingiustificata della capitalizzazione di borsa. Questo fatto, oltre ad un effetto reale sulla variazione degli indici di borsa sui quali i gruppi esercitano un ruolo superiore a quello del loro peso effettivo, ha anche un effetto nominale di gonfiamento della capitalizzazione totale. In Italia, tale gonfiamento artificiale della capitalizzazione è stato stimato pari a circa il 30% della capitalizzazione totale, un valore superiore a quello stimato per il mercato giapponese, in cui i gruppi di imprese hanno un ruolo ed un peso analogo a quello esercitato nella situazione italiana.

L'estesa presenza dei gruppi nella borsa italiana non è priva di conseguenze sul funzionamento e sulla struttura del mercato mobiliare e sui rapporti tra le società emittenti e gli azionisti.

L'Autorità di vigilanza del mercato mobiliare sente l'esigenza di perseguire un processo che conduca alla sempre maggiore trasparenza dei gruppi societari, sia per quanto riguarda i legami azionari che li caratterizzano sia per quanto riguarda gli effetti delle strategie di gruppo sulle singole società ad esso appartenenti. La separazione tra possesso e controllo ha raggiunto nei maggiori gruppi privati italiani livelli molto elevati. In questi gruppi le società capofila controllano la maggioranza delle azioni di società attraverso quote di possesso molto contenute: la quota di controllo medio sulle società del gruppo può arrivare ad essere pari anche a 3 volte la quota di possesso medio.

Inoltre, esiste il rischio che la borsa diventi sempre più e solamente il mercato di finanziamento dei gruppi, mentre le altre imprese anche di medie e grandi dimensioni stentano a trovare un canale diretto di finanziamento sul mercato del capitale di rischio. Negli ultimi 10 anni l'allargamento del listino, in termini di società quotate, è stato modesto, ma quello che più colpisce è il fatto che su 111 ammissioni di nuove società in borsa, circa la metà ha riguardato società già appartenenti ai dieci maggiori gruppi, entità economiche già ampiamente rappresentate nel mercato borsistico.

La Consob, in questo quadro, ritiene necessario approfondire lo studio delle forme di organizzazione societaria attraverso un'osservazione costante della loro evoluzione nei principali paesi. La piena conoscenza del fenomeno dei gruppi societari è infatti necessaria per

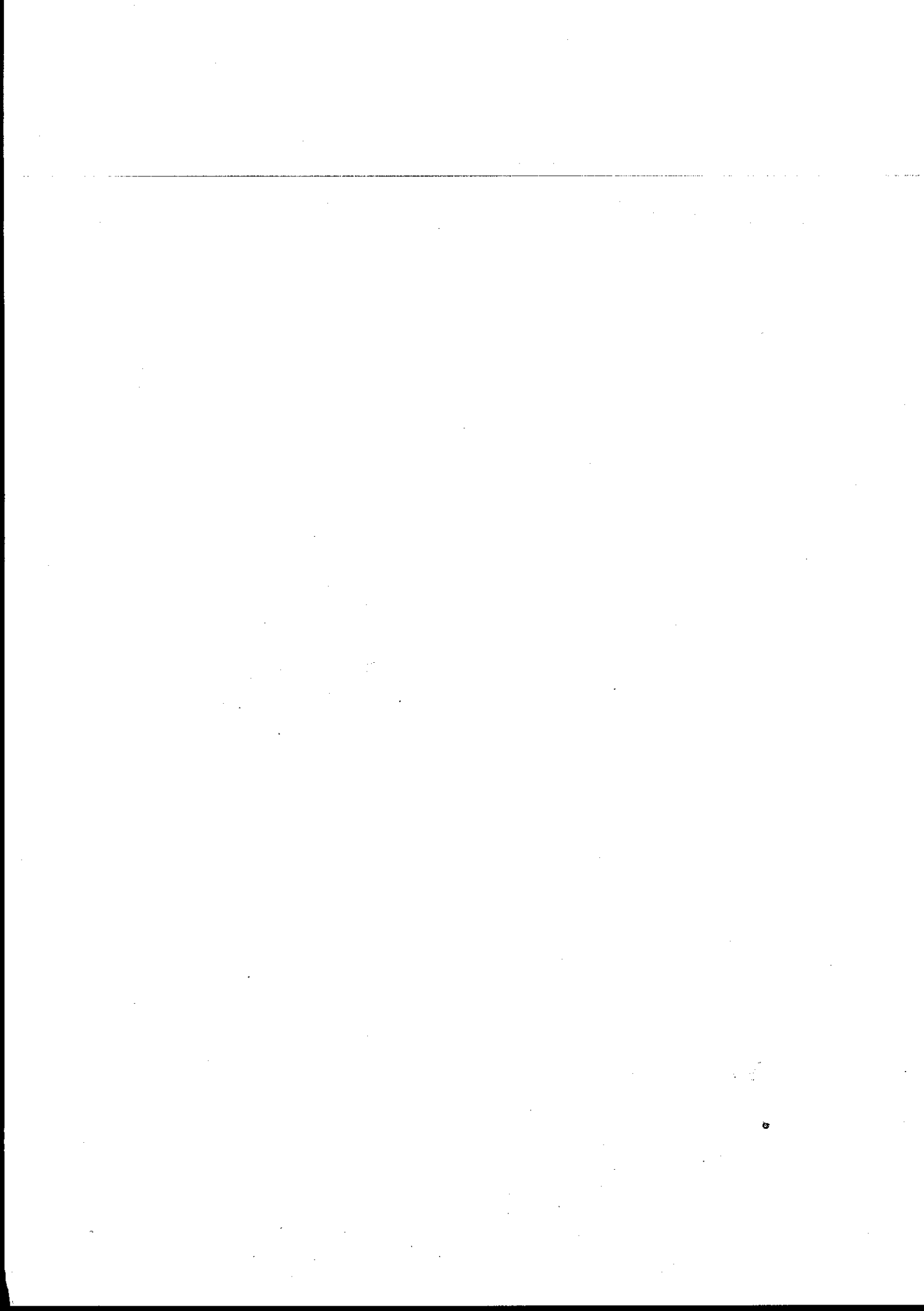
predisporre misure normative e organizzative che tutelino le esigenze di trasparenza e di efficiente funzionamento del mercato sulle quali proprio le forme di organizzazione societaria hanno effetti così rilevanti.

A tal fine, sembra opportuno che l'attività di monitoraggio della Consob sia efficacemente collegata ed integrata con quella dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, recentemente istituita, per la quale la rilevazione delle relazioni di controllo tra imprese costituirà un elemento determinante per una efficace azione a tutela della concorrenza.

Un altro aspetto importante dell'interesse della Consob verso il problema dei gruppi societari riguarda l'influenza della presenza diffusa di gruppi di imprese sull'efficacia delle normative volte a garantire il corretto ed efficiente funzionamento del mercato mobiliare. Tali normative, nate come impostazione di fondo nei mercati anglosassoni, rischiano di venire ampiamente eluse dall'intreccio di legami azionari che caratterizza i gruppi ed i rapporti tra gruppi. Problemi di particolare rilevanza si pongono per l'applicazione delle leggi sull'OPA e sull'*insider trading*, che il Parlamento sta approntando. La struttura di gruppo infatti rende più difficile definire alcuni elementi fondamentali per l'applicazione di queste normative: si pensi alla definizione di controllo in presenza di legami tra gruppi alleati, alla posizione di *insider* delle controllanti nelle società controllate, alla tutela degli azionisti di minoranza di società a valle di quelle su cui avvengono operazioni di acquisizioni o manovre sul capitale.

In conclusione, l'attuale situazione di incertezza presente in tutti i paesi riguardo all'efficacia dei diversi modelli organizzativi della struttura societaria delle imprese non consente di affermare la superiorità di un modello rispetto agli altri e questa affermazione d'altronde non sarebbe compito dell'Autorità di vigilanza. È da considerare inoltre che i diversi modelli sono prodotti del tipo di mercato e di assetto istituzionale e regolamentare in cui si sono affermati. La crescente integrazione dei mercati e la progressiva convergenza degli assetti istituzionali e regolamentari sottopone però anche i modelli societari all'esigenza di adeguarsi a questi mutamenti. Per quanto riguarda il mercato italiano, di particolare importanza appare il legame tra le linee evolutive del fenomeno dei gruppi di imprese e le prospettive di sviluppo del mercato mobiliare.

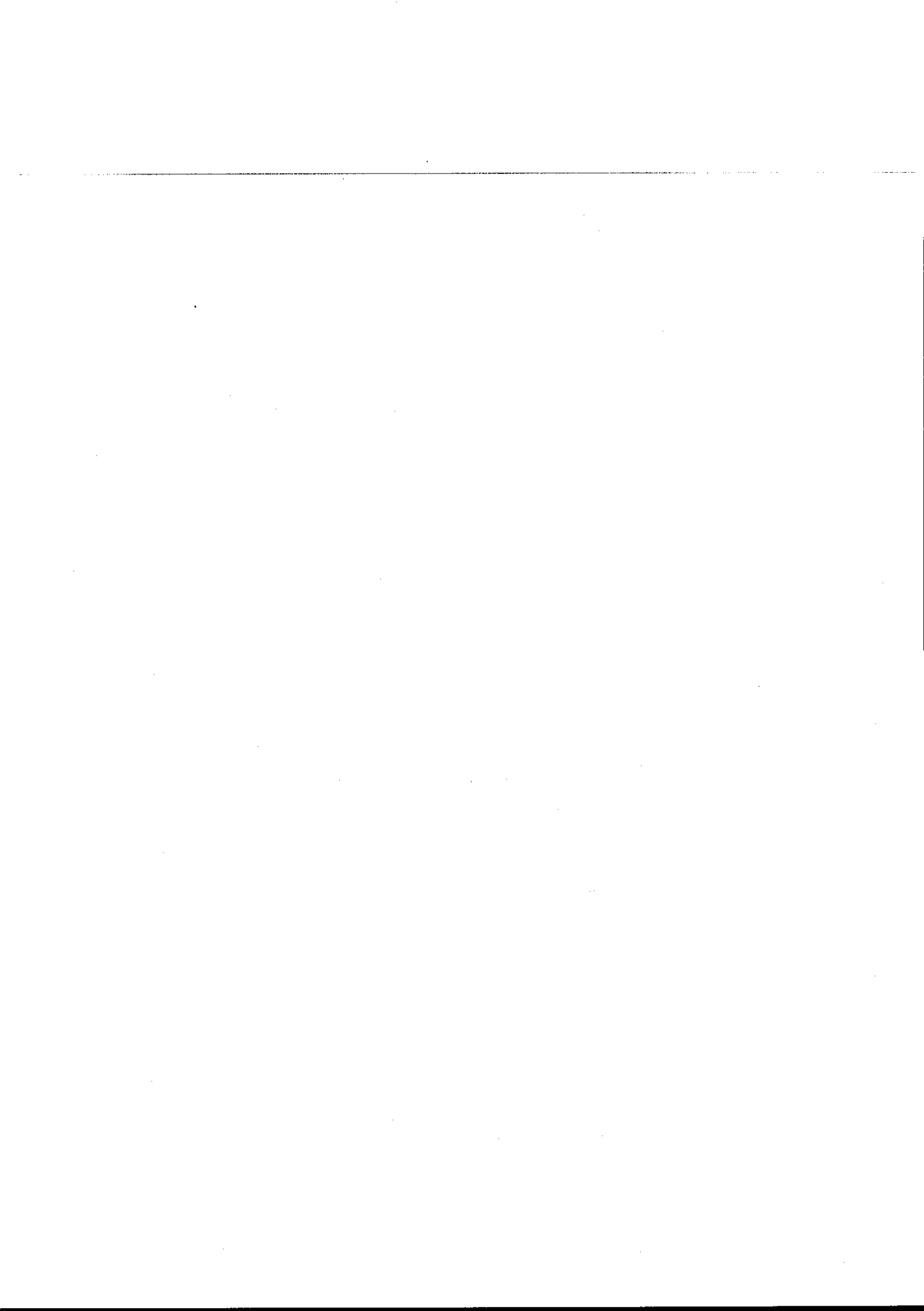
La Consob intende contribuire a questa evoluzione seguendola attentamente e cercando di interpretare e correggere, sempre nei limiti delle proprie attribuzioni istituzionali, gli eventuali conflitti che sorgessero tra sviluppo del processo di trasparenza e di rafforzamento dei mercati regolamentati e gli assetti societari tradizionalmente prevalenti nella nostra realtà economica.



---

**I MERCATI AZIONARI NEL QUADRO ECONOMICO  
NAZIONALE E INTERNAZIONALE**





### 1. I principali mercati azionari internazionali

Tutte le principali borse internazionali hanno subito nel 1990 forti e diffuse flessioni dei corsi. Gli indicatori aggregati dell'andamento dei mercati mobiliari, quali gli indici mondiali *Morgan Stanley* e *Financial Times*, riportati nella tavola 1, mostrano che la perdita complessiva dei mercati internazionali si aggira intorno al 20%. La borsa giapponese ha subito nel 1990 la maggiore flessione dei corsi con un crollo del 40%, mentre la flessione più contenuta si è avuta a New York, dove l'indice *Standard & Poor's 500* ha perso il 7%. Anche il controvalore scambiato è diminuito in quasi tutte le principali piazze, ad eccezione di quelle tedesche e di quella londinese in cui gli scambi sono invece aumentati rispettivamente del 31% e del 12%. Sul mercato inglese l'incremento è dovuto al considerevole sviluppo delle contrattazioni in titoli esteri rispetto a quelle di titoli nazionali il cui controvalore è anzi diminuito.

Il quadro della situazione delle borse mondiali è completato dai dati sulle capitalizzazioni riportati nella tavola 2. Rispetto al 1989 la capitalizzazione complessiva del mercato azionario mondiale è diminuita di circa il 25%. Il dato più rilevante è quello del Giappone che, in parallelo con la caduta dei corsi borsistici, ha perso anche in termini di capitalizzazione il 40%. La perdita minore si è avuta sul mercato di Londra, la cui capitalizzazione è scesa soltanto del 6%. Anche in questo caso il dato relativo al Regno Unito è positivamente influenzato dall'aumento del numero di titoli esteri quotati sul *SEAQ International*. I dati della tavola 2 evidenziano l'importanza relativa delle varie borse rispetto al mercato mondiale. Nel 1990, la borsa di New York, con il 33,3% della capitalizzazione mondiale, ha superato la borsa di Tokio, crollata al 33,2%. La percentuale di capitalizzazione mondiale del mercato giapponese nel 1989 era pari al 40,4% mentre quella del mercato statunitense era soltanto del 29,8%. Il crollo del mercato di Tokio ha fatto crescere le quote relative di tutti gli altri mercati. Anche l'Italia, nonostante la flessione della capitalizzazione della borsa di Milano, ha guadagnato sulla capitalizzazione totale delle borse mondiali, passando dall'1,7% del 1989 all'1,8% del 1990.

Un utile indicatore dell'importanza dei mercati mobiliari rispetto alle dimensioni delle economie reali è fornito dal rapporto tra la capitalizzazione di borsa e il prodotto interno lordo (PIL). Nel 1990 il rapporto capitalizzazione borsa/PIL è diminuito per tutti i mercati internazionali. Il Giappone, il Regno Unito e gli Stati Uniti sono i paesi in cui la borsa mantiene la maggiore importanza rispetto al PIL. Il Giappone, che aveva un rapporto altissimo di 133,9% nel 1989, scende nel 1990 al 74,7%, un valore ancora molto elevato ma superato da quello della borsa di Londra, anch'esso sceso tuttavia dal 91,2% al 79,9%. Tra i principali paesi, l'Italia è quello in cui l'importanza del mercato mobiliare, sempre in termini di percentuale sul PIL, è la più bassa sia nel 1989 (18,1%) che nel 1990 (12,7%).

In alcuni mercati, ed in particolare in Giappone, la congiuntura negativa nel 1990 è spiegata in parte da motivazioni interne. Ma i fattori nazionali non sembrano giustificare del tutto l'andamento negativo dei mercati durante il 1990. Si può anzi affermare che sono stati

### Andamento delle principali Borse internazionali

	Performance annuale (%)		Controvalore degli scambi (miliardi di ECU)		
	1989	1990	1989	1990	Variazione %
Belgio	16.37	-23.36	9.85	7.55	-23.35
Danimarca	33.63	-13.33	12.05	8.90	-26.14
Francia	33.23	-25.40	96.94	94.32	- 2.70
Germania	34.83	-21.90	308.40	405.48	31.48
Giappone	22.25	-39.83	...	1033.48	...
Italia	16.57	-25.06	35.35	33.29	5.86
Olanda	-7.97	-17.01	41.57	32.13	-22.71
Regno Unito	30.01	-14.31	380.45	426.93	12.22
Spagna	8.15	-24.78	29.12	24.97	-14.25
Stati Uniti	27.25	- 6.54	1400.75	1043.04	-25.54
Mondo MS (\$)	14.75	-18.65			
Mondo FT (\$)	15.13	-19.25			
Mondo FT (LC)	22.80	-23.58			

*Nota:* Gli indici mondiali sono calcolati con riferimento al prezzo dei titoli azionari espressi in dollari USA (\$) o nelle singole valute nazionali (LC).

*Fonte:* Federazione delle Borse Valori della Comunità Europea, New York Stock Exchange, OCSE, Morgan Stanley, Financial Times.

Tav. 2

## Capitalizzazione delle principali Borse internazionali (mld. ECU)

	In miliardi di ECU			% del totale mondiale		% del prodotto interno lordo		
	1989	1990	Var. %	1989	1990	1989	1990(*)	Var. %
Belgio	62.82	47.83	-23.86	0.74	0.77	44.57	31.42	-29.50
Danimarca	34.50	28.97	-16.03	0.41	0.47	36.34	29.23	-19.57
Francia	282.96	217.49	-23.14	3.34	3.51	32.57	23.62	-27.48
Germania	302.01	250.64	-17.01	3.56	4.05	27.96	21.54	-22.96
Giappone	3427.01	2057.87	-39.95	40.45	33.22	133.99	74.71	-44.24
Italia	142.33	108.72	-23.61	1.68	1.76	18.10	12.66	-30.06
Olanda	96.58	83.84	-13.19	1.14	1.35	47.57	38.85	-18.33
Regno Unito	687.73	647.25	-5.89	8.12	10.45	91.23	79.87	-12.45
Spagna	93.07	77.09	-17.17	1.10	1.24	26.97	20.07	-25.58
Stati Uniti	2528.93	2063.74	-18.39	29.85	33.32	53.58	41.57	-22.42
Altri	813.89	610.57	-24.98	9.61	9.86			
Mondo	8471.83	6194.01	-26.89	100.00	100.00			

(\*) Stime OCSE.

Fonti: Morgan Stanley, OCSE, Fondo Monetario, ISCO.

i fattori internazionali, prima quelli legati alla diffusione di aspettative di recessione nei principali paesi occidentali e poi i timori generati dalla crisi del Golfo, a determinare e condizionare il generale declino dei mercati.

La generale tendenza negativa che ha caratterizzato l'andamento delle borse mondiali nel 1990 è evidenziata dal grafico 1, dove è mostrato l'andamento degli indici di mercato di Italia, Francia, Germania, Regno Unito, Stati Uniti e Giappone. Le statistiche descrittive degli indici delle borse di questi paesi sono riportate nella tavola A.1. Ad esclusione delle borse tedesche, si può notare come una prima flessione dei corsi intorno ai mesi di febbraio e marzo abbia caratterizzato l'andamento di tutti i mercati risultando particolarmente accentuata per quello di Tokio. Dopo un periodo positivo durato da aprile a luglio, mesi caratterizzati su tutte le piazze da una moderata fase di ripresa, l'invasione del Kuwait da parte dell'Iraq ha causato una brusca caduta di tutte le borse mondiali. L'anno si è chiuso in un clima caratterizzato da una forte incertezza sugli sviluppi della situazione mediorientale e con mercati azionari che non mostravano ancora segni sicuri di ripresa.

La tavola 3 dà un quadro delle variazioni percentuali degli indici delle borse considerate in tre periodi: l'intero anno 1990, la situazione precedente la crisi di agosto e il periodo successivo alla crisi stessa. Si può notare come già nel primo periodo alcune borse abbiano avuto un andamento negativo, in particolare quella giapponese che tra gennaio e luglio aveva perso il 22%. La borsa di Milano, insieme con le borse tedesche, ha avuto un andamento positivo anche se alquanto contenuto (+5%). Nel secondo periodo il MIB ha perso più di tutti gli altri indici. Le tensioni sulla nostra borsa erano notevoli anche perché le prospettive di guerra con l'Iraq sembravano per l'Italia particolarmente preoccupanti a causa della forte dipendenza energetica del nostro paese dal petrolio Opec. Complessivamente gli investitori italiani hanno subito perdite di capitale sul mercato azionario per circa il 25%. Tenendo conto dell'inflazione, la perdita reale degli investitori è valutabile ad oltre il 30%. Il grafico 2 e la tavola 3 permettono di visualizzare le fluttuazioni dei rendimenti degli indici delle principali borse internazionali; l'aumento della variabilità dopo l'inizio della crisi del Golfo è evidentissimo.

Gli effetti della crisi si sono riflessi anche nell'andamento dei tassi di cambio della lira rispetto alle valute degli altri paesi (graf. 3 e tav. 4).

L'andamento comparato degli indici delle principali borse internazionali riportati in lire italiane è presentato nel grafico 4, mentre nella tavola 3 sono riportate anche le variazioni percentuali in lire di tutte le borse. I risultati dell'investimento di un risparmiatore italiano sulle altre borse sarebbero stati influenzati favorevolmente dai movimenti dei tassi di cambio solo nel caso del Regno Unito, dove la perdita del 14% in sterline sarebbe stata contenuta al 9% dall'apprezzamento della sterlina rispetto alla lira. L'andamento negativo del dollaro e dello yen sempre rispetto alla lira avrebbe invece portato rispettivamente al 17% e al 43% la perdita di un investitore italiano su questi mercati. Praticamente invariato appare invece

**INDICI DELLE PRINCIPALI  
BORSE INTERNAZIONALI  
NEL 1990  
(BASE 31.12.89 = 100)**

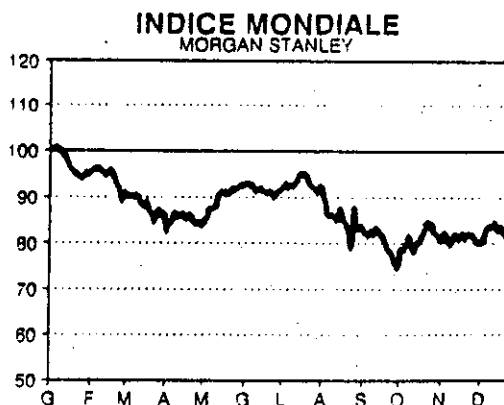
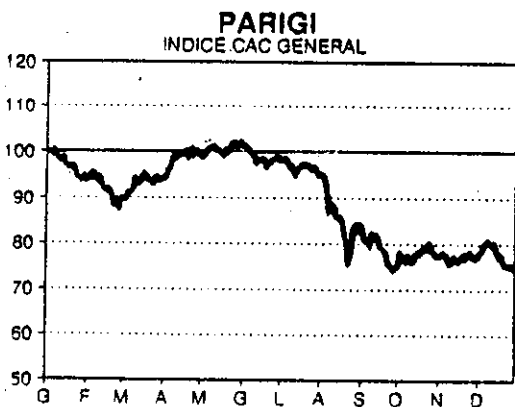
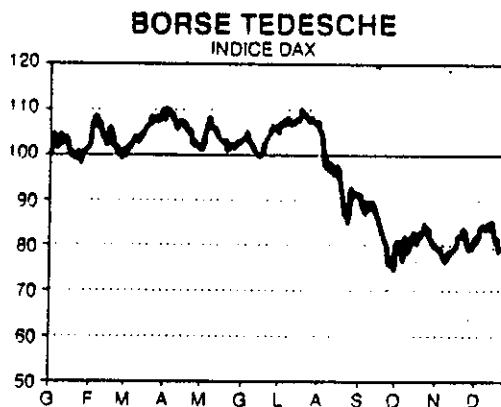
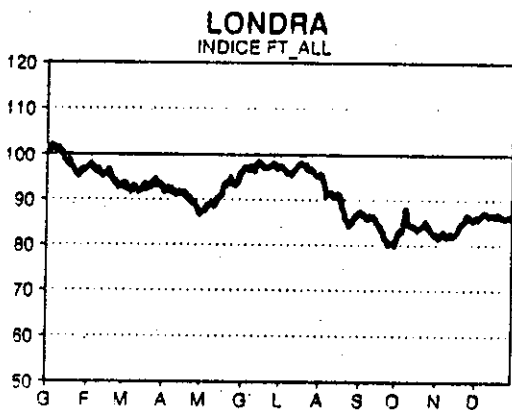
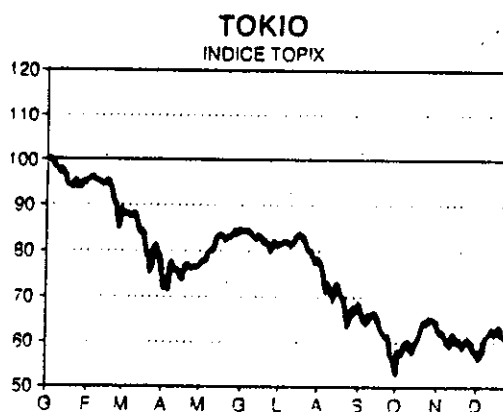
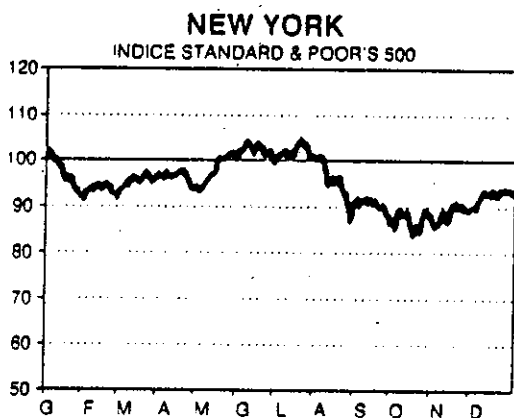
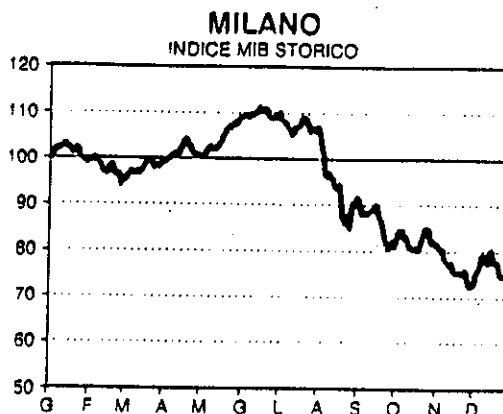


Grafico 1

### Variazioni percentuali degli indici delle principali Borse internazionali

(1° gennaio 1990 - 31 dicembre 1990)

	MIB	SP500	TOPIX	FTALL	DAX	CACGEN	MSCI
Variazioni % indici in valuta	-25.06	- 6.54	-39.83	-14.31	-21.90	-25.40	-18.65
Variazioni % indici in lire	-25.06	-16.87	-43.26	- 8.70	-21.43	-24.56	-27.64

(1° gennaio 1990 - 1° agosto 1990)

	MIB	SP500	TOPIX	FTALL	DAX	CACGEN	MSCI
Variazioni % indici in valuta	5.23	0.62	-22.03	-4.40	5.73	-5.02	-7.84
Variazioni % indici in lire	5.23	-7.70	-29.80	1.24	3.25	-5.43	-15.47

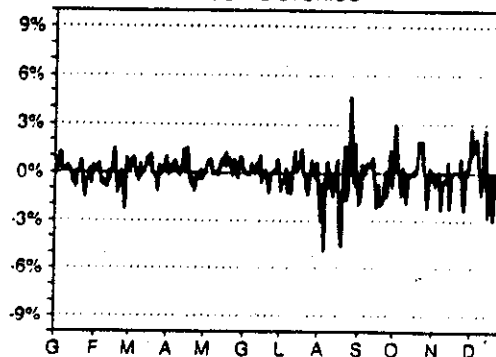
(2 agosto 1990 - 31 dicembre 1990)

	MIB	SP500	TOPIX	FTALL	DAX	CACGEN	MSCI
Variazioni % indici in valuta	-26.58	- 6.05	-21.74	-9.05	-25.20	-21.34	- 9.70
Variazioni % indici in lire	-26.58	-10.44	-16.89	-8.88	-22.91	-20.09	-13.92

**RENDIMENTI GIORNALIERI  
DEGLI INDICI DELLE PRINCIPALI  
BORSE INTERNAZIONALI NEL 1990**

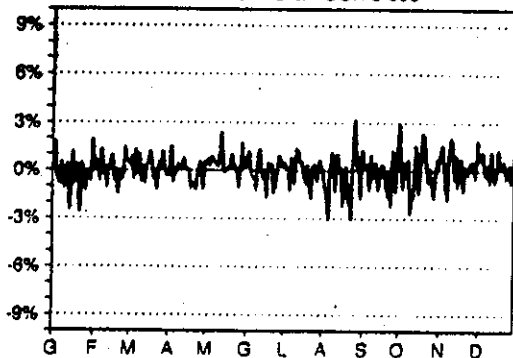
**MILANO**

INDICE MIB STORICO



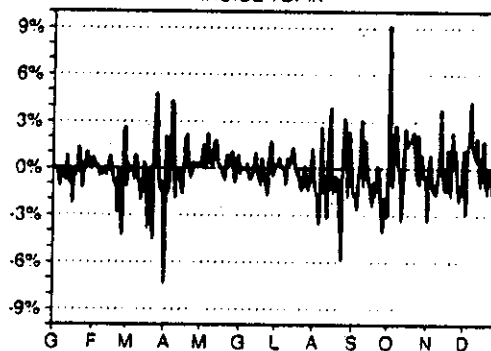
**NEW YORK**

INDICE STANDARD & POOR'S 500



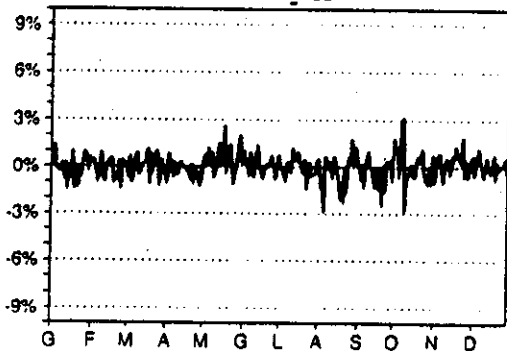
**TOKIO**

INDICE TOPIX



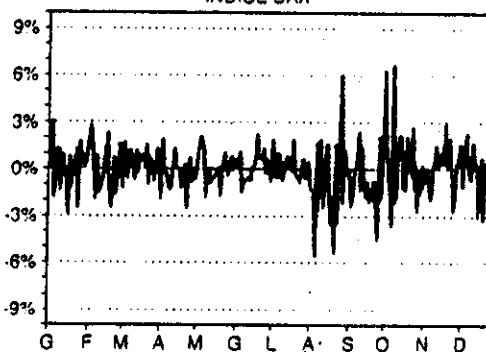
**LONDRA**

INDICE FT\_ALL



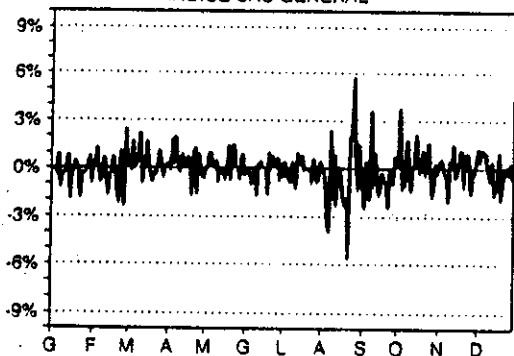
**BORSE TEDESCHE**

INDICE DAX



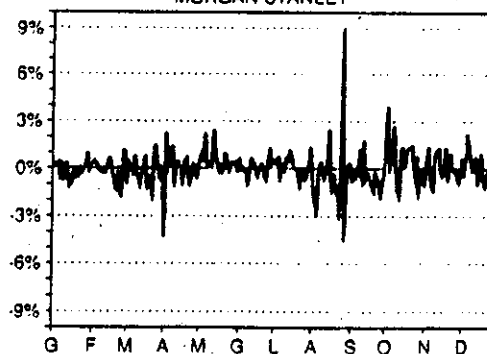
**PARIGI**

INDICE CAC GENERAL



**INDICE MONDIALE**

MORGAN STANLEY





## ANDAMENTO DEI TASSI DI CAMBIO NEI CONFRONTI DELLA LIRA - ANNO 1990

INDICI BASE 31.12.89 = 100

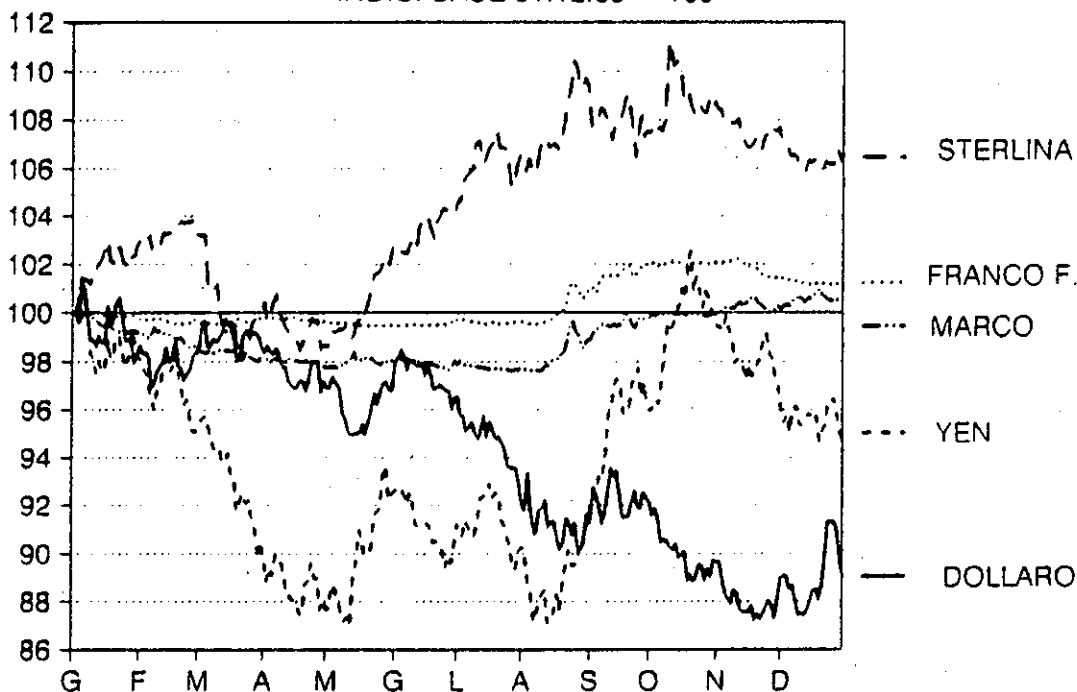
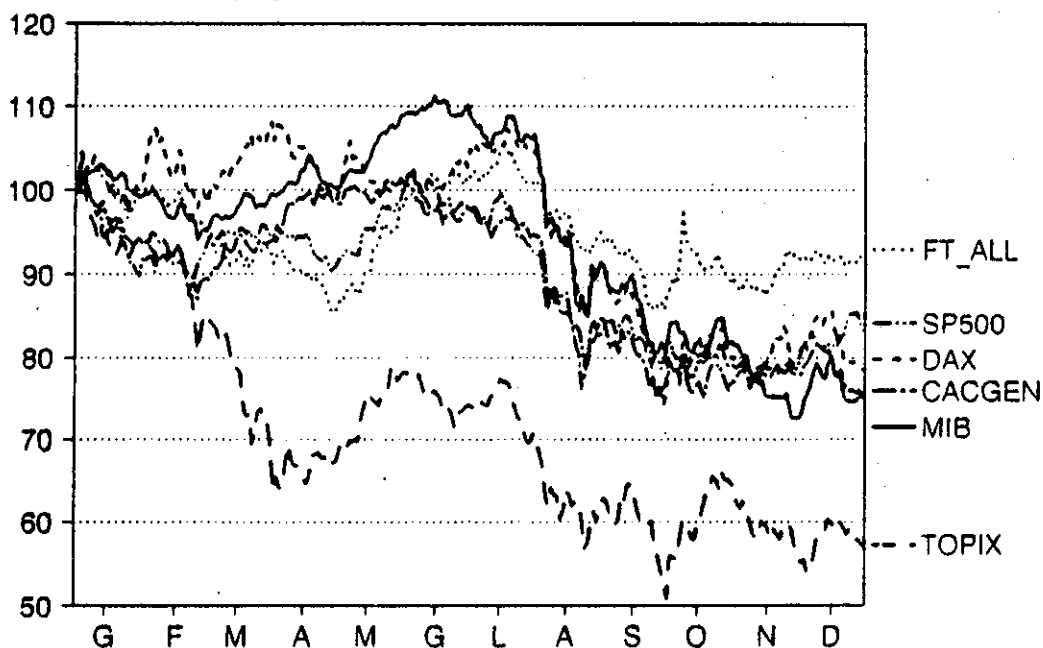


Grafico 3

## ANDAMENTO DELLE BORSE MONDIALI

INDICI IN LIRE ITALIANE - ANNO 1990



BASE 31.12.89 = 100

Grafico 4

Tav. 4

**Variazioni percentuali dei tassi di cambio  
delle principali valute rispetto alla lira italiana***(1° gennaio 1990 - 31 dicembre 1990)*

<i>Dollaro</i>	<i>Yen</i>	<i>Franco F.</i>	<i>Marco</i>	<i>Sterlina</i>
+ 11.05	+ 5.71	- 1.13	- 0.61	- 6.56

*(1° gennaio 1990 - 1° agosto 1990)*

<i>Dollaro</i>	<i>Yen</i>	<i>Franco F.</i>	<i>Marco</i>	<i>Sterlina</i>
+ 8.27	+ 9.97	+ 0.42	+ 2.34	- 5.90

*(2 agosto 1990 - 31 dicembre 1990)*

<i>Dollaro</i>	<i>Yen</i>	<i>Franco F.</i>	<i>Marco</i>	<i>Sterlina</i>
+ 4.67	- 6.20	- 1.59	- 3.06	- 0.19

+ Indica un apprezzamento della lira.

- indica un deprezzamento della lira.

Fonte: Elaborazioni su dati UIC.

il risultato in lire o in valuta nazionale per l'investimento nelle borse dei paesi facenti parte da anni dello SME. La tavola A.2, riportata in appendice, presenta le principali statistiche descrittive relative ai rendimenti delle borse internazionali.

La situazione di grande incertezza che ha caratterizzato i mercati durante il 1990 si è tradotta in un aumento generalizzato della volatilità dei corsi, come si può osservare dall'andamento delle deviazioni standard dei rendimenti riportate nella tavola A2. Il fenomeno è molto accentuato ed evidente nel periodo successivo all'invasione del 2 agosto. Nell'intero periodo i rendimenti che mostrano la più alta volatilità sono quelli dell'indice giapponese Topix, seguiti da quelli del Dax. Il Topix è l'indice più volatile in entrambi i sottoperiodi considerati, mentre la variabilità del MIB risulta molto più accentuata nel secondo sottoperiodo rispetto al primo.

I parametri relativi al rischio, misurato dalla deviazione standard media annuale, ed al rendimento annuo dei mercati permettono di verificare se gli andamenti delle borse internazionali nel 1990 si sono disposti lungo una sorta di frontiera di efficienza dell'investimento. Nel grafico 5 i vari punti rappresentano un portafoglio teorico coincidente con l'indice di borsa di un paese: non appare possibile distinguere una vera e propria frontiera efficiente, in quanto alcuni indici sono nettamente dominati da altri.

La conformazione della frontiera non muta se passiamo a considerare gli stessi portafogli espressi in lire italiane (graf. 6). In questo caso però l'indice FT-ALL domina senza dubbio tutti gli altri poiché presenta la perdita minore e anche la variabilità meno elevata. Anche in questo caso il portafoglio largamente più inefficiente rimane quello costituito dall'indice del mercato giapponese.

Il movimento delle borse internazionali acquista una forte sintonia immediatamente dopo la crisi del Golfo, confermando l'analisi di precedenti momenti critici nei quali il comovimento delle borse era aumentato moltissimo proprio nei periodi di crisi. Nel 1990 però, a differenza di quanto successe nel 1987, non vi è stata la trasmissione di uno *shock* da un mercato a tutti gli altri. La crisi dell'agosto 1990 ha investito direttamente tutte le borse.

L'analisi della correlazione tra i rendimenti degli indici dei mercati azionari consente di valutare l'ipotesi dell'aumento del grado di interrelazione tra i mercati nel 1990. La tavola 5 riporta i coefficienti di correlazione dei rendimenti in valuta interna. I coefficienti di correlazione assumono valori altamente significativi in tutto il periodo. I rendimenti del MIB sono correlati soprattutto con i rendimenti del *Cac Général* (51%), del *Dax* (48%) e con quelli dello *Standard & Poor's* (43%).

Per ottenere un'indicazione di quanto il fattore internazionale sia in grado di spiegare la variabilità dei mercati nazionali, si è applicato un modello di mercato ai rendimenti giornalieri delle borse considerate. Il rendimento di un indice *equally weighted*, ottenuto dalla media aritmetica semplice dei rendimenti degli indici degli altri paesi, costituisce il regressore

### RENDIMENTO E VARIABILITA' DEI PRINCIPALI INDICI DI BORSA NEL 1990

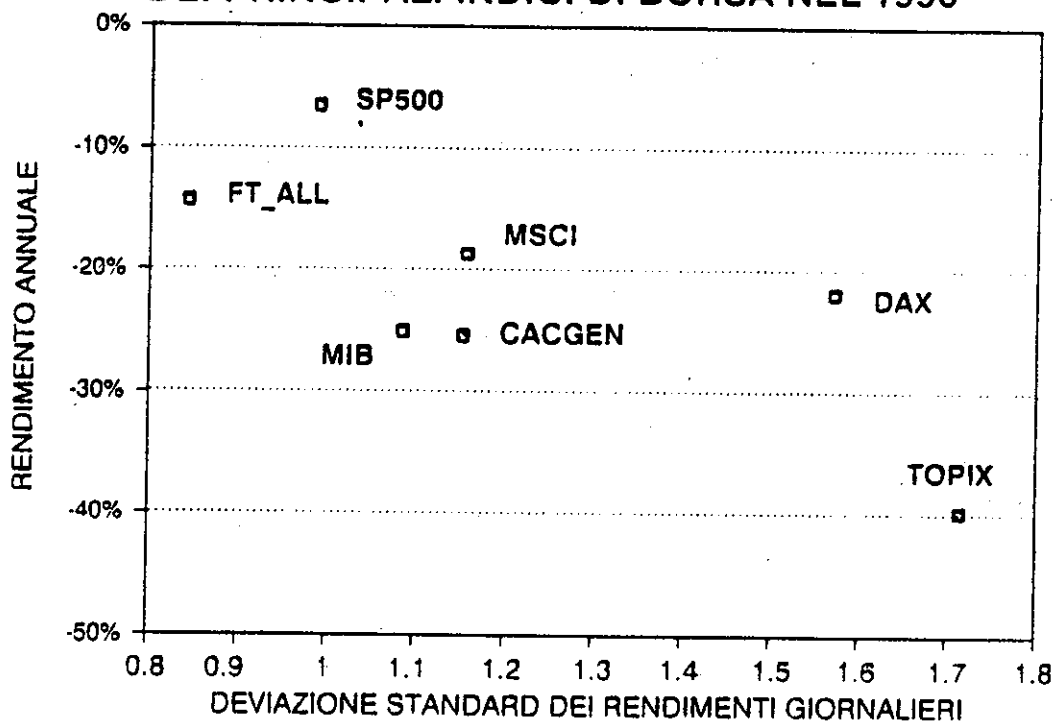


Grafico 5

### RENDIMENTO E VARIABILITA' DEI PRINCIPALI INDICI DI BORSA ESPRESSI IN LIRE ITALIANE - 1990

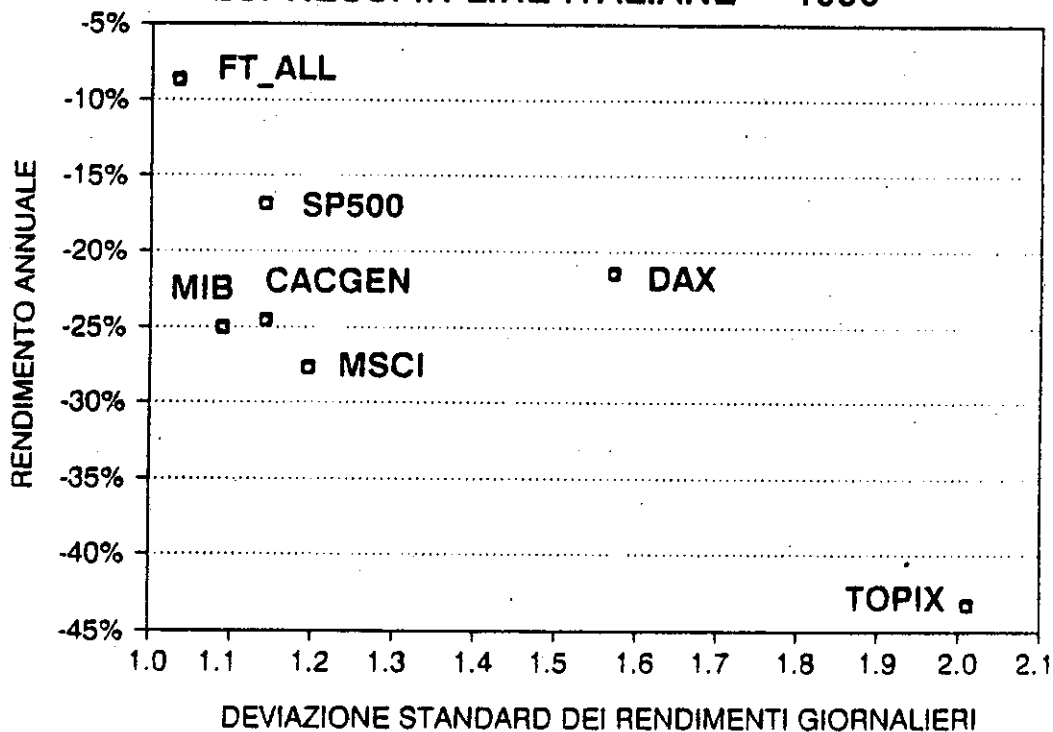


Grafico 6

### Correlazioni tra i rendimenti degli indici in valuta

(1° gennaio 1990 - 31 dicembre 1990)

	MIBSTOR	SP500	TOPIX	FT-ALL	DAX	CACGEN	MSCI	SP500LAG
MIBSTOR	1.0000**	.1827*	.3465**	.3604**	.4802**	.5158**	.4190**	.4335**
SP500		1.0000**	.1841*	.3871**	.3442**	.1753*	.5369**	.1136
TOPIX			1.0000**	.3315**	.2916**	.4563**	.6984**	.3335**
FT-ALL				1.0000**	.4800**	.2354**	.4454**	.3291**
DAX					1.0000**	.3454**	.5494**	.2524**
CACGEN						1.0000**	.4657**	.4643**
MSCI							1.0000**	.2632**
SP500LAG								1.0000**

261 osservazioni

(1° gennaio 1990 - 1° agosto 1990)

	MIBSTOR	SP500	TOPIX	FT-ALL	DAX	CACGEN	MSCI	SP500LAG
MIBSTOR	1.0000**	.0766	.1841	.1694	.2871**	.3769**	.2236*	.3508**
SP500		1.0000**	.1592	.3734**	.1203	-.0422	.4733**	.0311
TOPIX			1.0000**	.2152*	.2359*	.2882**	.8001**	.1492
FT-ALL				1.0000**	.3373**	.0826	.4556**	.2872**
DAX					1.0000**	.1850	.3650**	.1966*
CACGEN						1.0000**	.2540**	.4612**
MSCI							1.0000**	.1924*
SP500LAG								1.0000**

153 osservazioni

(2 agosto 1990 - 31 dicembre 1990)

	MIBSTOR	SP500	TOPIX	FT-ALL	DAX	CACGEN	MSCI	SP500LAG
MIBSTOR	1.0000**	.2271*	.4244**	.4547**	.5365**	.5595**	.4887**	.4791**
SP500		1.0000**	.1988**	.3950**	.4587**	.2860*	.5734**	.1643
TOPIX			1.0000**	.4088**	.3211**	.5459**	.6513**	.4500**
FT-ALL				1.0000**	.5612**	.3181**	.4447**	.3557**
DAX					1.0000**	.4040**	.6253**	.2793*
CACGEN						1.0000**	.5534**	.4674**
MSCI							1.0000**	.3007**
SP500LAG								1.0000**

108 osservazioni

(\*) Significatività al 99%.

(\*\*) Significatività al 99,9%.

usato per ciascun modello di mercato. La tavola 6 riporta le stime ottenute.

L'aumento dei coefficienti di correlazione della tavola 5 e dei coefficienti  $\beta$  della tavola 6 tra i due sottoperiodi suggeriscono che il grado di dipendenza dei rendimenti delle singole borse da quelli del mercato globale è significativamente aumentato con l'inizio della crisi del Golfo. Il grafico 7 mostra la retta di regressione stimata dal modello di mercato per i rendimenti del MIB per tutto il 1990. L'andamento dei valori effettivi rispetto ai valori previsti dal modello conferma la validità dell'influenza giornaliera dei rendimenti dei principali mercati internazionali su quelli della borsa di Milano.

Dal punto di vista dell'entità assoluta dei ribassi, la crisi dello scorso agosto si colloca ad un livello intermedio tra le due crisi degli anni precedenti: le variazioni negative dopo un mese si sono attestate tra il 10% e il 20%, mentre nel 1987 si situavano tra il 15% e il 25% e nel 1989 tra il 2% e il 7%. La crisi del 1990 si differenzia anche per le modalità di discesa delle quotazioni. I crolli del 1987 e del 1989 sono stati caratterizzati da bruschi ribassi in singole giornate, anche superiori al 10%, seguiti da fasi di oscillazione degli indici. La seconda parte del 1990 ha invece visto il susseguirsi di flessioni giornaliere quasi mai superiori al 5%, che si sono però protratte nel tempo.

Per approfondire l'analisi delle differenze rispetto ai precedenti crolli di borsa è necessario esaminare con attenzione la relazione tra il clima di instabilità internazionale ed il comportamento delle borse. Un utile indicatore del grado di tensione internazionale è costituito dall'andamento del prezzo del petrolio Brent sul mercato *spot* di Londra, che ha dimostrato di reagire in modo sistematico al susseguirsi degli avvenimenti politico-militari.

Durante il mese di agosto, nei giorni immediatamente successivi allo scatenarsi della crisi, la relazione tra le variazioni del prezzo del petrolio e quelle degli indici di borsa è risultata strettissima. Anche nei mesi successivi il collegamento tra i mercati azionari e quello del petrolio, che nel passato era stato pressoché nullo, si è mantenuto su livelli estremamente elevati. Nella tavola 7 sono riportate le regressioni che collegano le variazioni giornaliere degli indici di borsa con le variazioni del prezzo del petrolio per il periodo agosto-novembre 1990.

La tavola 8 presenta i coefficienti di correlazione tra gli andamenti giornalieri delle borse e del mercato del petrolio. Il legame tra le variabili è passato dal livello molto basso del periodo maggio-luglio al livello molto più elevato dei mesi compresi tra agosto e novembre in cui il collegamento è diventato sistematico e statisticamente significativo.

Le stime effettuate indicano quindi che nel periodo agosto-novembre l'influenza delle variazioni del prezzo del petrolio ha mediamente determinato circa il 20% della variazione giornaliera degli indici delle principali borse internazionali. Nel medesimo periodo la relazione descritta sembra inglobare completamente il collegamento preesistente tra le borse. Infatti, una volta depurati dell'effetto Golfo, gli indici dei principali mercati finanziari non segnalano più la presenza di quel crescente grado di interrelazione internazionale che aveva caratte-

### Applicazione del modello di mercato

(1° gennaio 1990 - 31 dicembre 1990)

	$R^2$	$\alpha$	$t$	$\beta$	$t$	DW
MIBSTOR	0.37	-0.04	-0.68	0.75	12.38	1.78
SP500	0.12	0.02	0.29	0.38	5.95	2.06
TOPIX	0.23	-0.11	-1.20	1.02	8.90	1.74
FTALL	0.25	-0.01	-0.23	0.45	9.21	2.25
DAX*	0.31	0.01	0.08	1.00	10.82	2.00
CACGEN*	0.40	-0.03	-0.69	0.81	13.24	1.99

(1° gennaio 1990 - 1° agosto 1990)

	$R^2$	$\alpha$	$t$	$\beta$	$t$	DW
MIBSTOR	0.18	0.05	1.04	0.44	5.68	1.71
SP500	0.04	0.01	0.20	0.29	2.69	2.11
TOPIX*	0.12	-1.16	-1.25	0.93	4.60	1.95
FTALL	0.12	-0.02	-0.36	0.41	4.62	2.10
DAX	0.14	0.06	0.77	0.74	5.03	1.89
CACGEN	0.19	-0.02	-0.33	0.60	5.93	2.27

(2 agosto 1990 - 31 dicembre 1990)

	$R^2$	$\alpha$	$t$	$\beta$	$t$	DW
MIBSTOR	0.45	-0.15	-1.44	0.86	9.31	1.86
SP500	0.16	0.02	0.23	0.40	4.65	2.01
TOPIX	0.32	-0.02	-0.15	1.08	6.99	1.88
FTALL*	0.40	0.02	0.25	0.49	8.29	1.91
DAX*	0.45	-0.07	-0.60	1.12	9.19	2.10
CACGEN*	0.50	-0.05	-0.59	0.89	10.29	1.97

\* Stime con procedura Cochrane-Orcutt.

### MODELLO DI MERCATO - 1990

RELAZIONE TRA I RENDIMENTI DI MIB E INDICE EQUALLY WEIGHTED

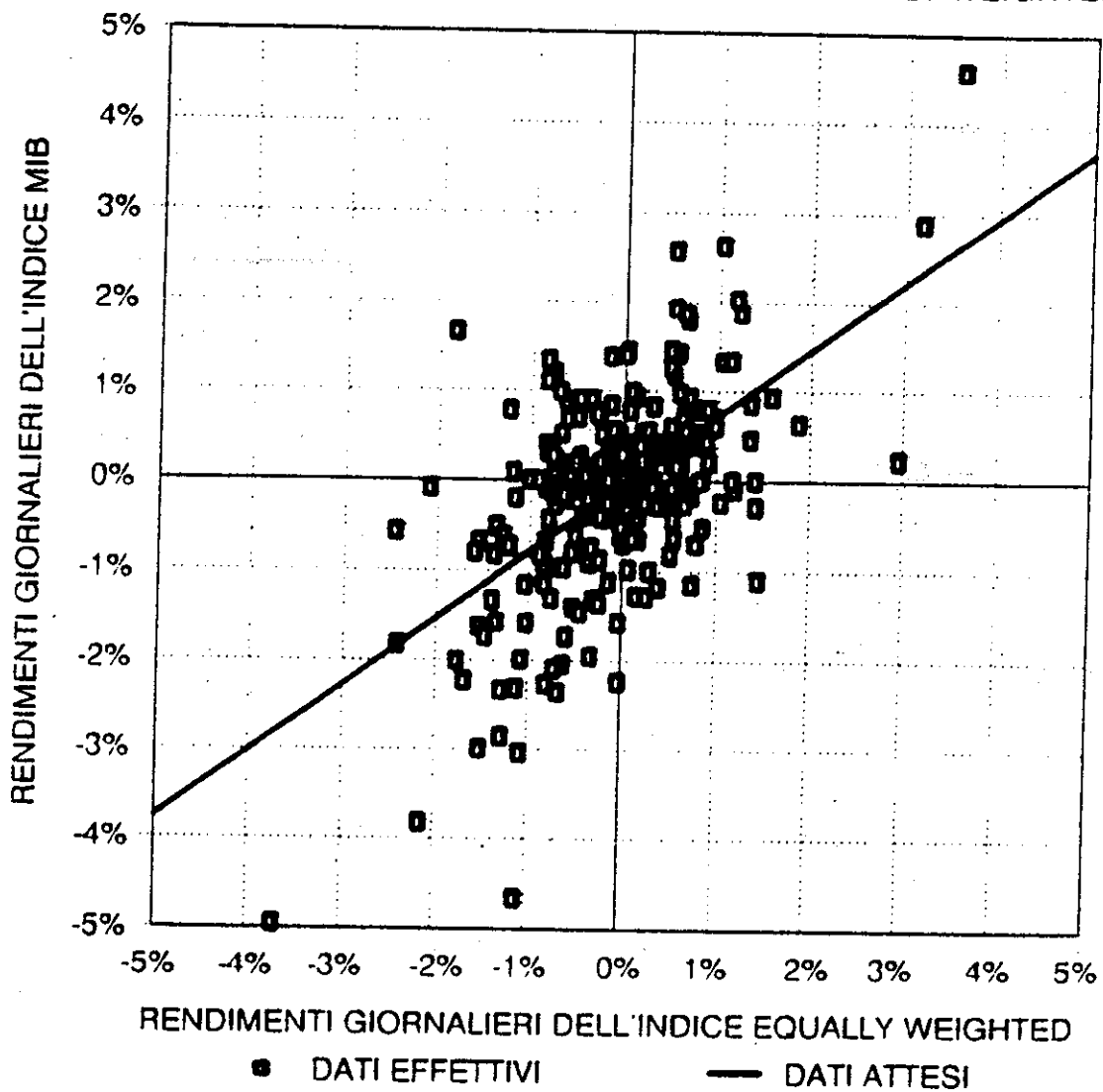


Grafico 7



### Indici di Borsa e prezzo del petrolio

#### Regressioni con i rendimenti logaritmici giornalieri

Equazione stimata nel periodo 1° agosto - 30 novembre 1990:

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_i * r_{pt} + \epsilon_{it}$$

dove:

$r_{it}$  = rendimento logaritmico dell'indice di Borsa  $i$  nel giorno  $t$

$r_{pt}$  = rendimento logaritmico del prezzo del Brent nel giorno  $t$

$\epsilon_{it}$  = errore stocastico

Indice	$\alpha$	$t$	$\beta$	$t$	$R^2A$
SP500	-0.075	-0.57	-0.124	-4.94	0.212
TOPIX	-0.261	-0.96	-0.194	-3.73	0.129
FT-ALL	-0.042	-0.37	-0.087	-4.01	0.147
DAX	-0.232	-1.08	-0.169	-4.12	0.155
CACGEN	-0.178	-1.11	-0.116	-3.79	0.133
MIBSTOR	-0.369	-2.56	-0.115	-4.15	0.157
MSCI	-0.076	-0.51	-0.164	-5.74	0.269

**Correlazione dei rendimenti logaritmici giornalieri  
degli indici di Borsa e del prezzo del petrolio Brent**

	<i>Maggio - Luglio</i>	<i>Agosto - Novembre</i>
SP500	— .083 (51.0%)	— .470 (0.0%)
TOPIX	.085 (50.0%)	— .373 (0.0%)
FT-ALL	.055 (66.1%)	— .397 (0.0%)
DAX	— .099 (42.8%)	— .406 (0.0%)
CACGEN	— .38 (76.0%)	— .378 (0.0%)
MIB	— .066 (59.8%)	— .409 (0.0%)
MSCI	0.23 (85.3%)	— .527 (0.0%)

La probabilità che la relazione tra la variazione degli indici di borsa e quella del prezzo del petrolio sia di natura puramente casuale è indicata tra parentesi.

rizzato la loro evoluzione nell'ultimo decennio.

Per spiegare la ragione di questo stretto collegamento tra borse e petrolio è possibile avanzare alcune ipotesi. La più immediata, che fa riferimento a motivazioni di ordine psicologico, tende ad attribuire al clima di crescente tensione internazionale l'origine comune dell'improvviso e rilevante *shock* registrato sui mercati azionari e su quello del petrolio.

Il mercato del petrolio è oggi organizzato in due segmenti. Il principale è il segmento primario, in cui operano paesi produttori e grandi compagnie petrolifere e sul quale transita la quasi totalità degli scambi che trasferiscono effettivamente greggio. Negli ultimi anni si è sviluppato e ha raggiunto dimensioni rilevanti un secondo segmento, quello del cosiddetto mercato *spot*. Su questo mercato operano grandi compagnie petrolifere, raffinatori indipendenti e intermediari specializzati. I volumi scambiati sono comparabili con quelli del mercato primario, ma nella maggioranza dei casi essi sono relativi a operazioni puramente speculative, in cui la medesima quantità di greggio viene scambiata tra gli operatori fino ad oltre venti volte prima di essere effettivamente trasferita. Date le caratteristiche dei protagonisti di questo mercato, portati ad esasperare le oscillazioni del prezzo nelle fasi di incertezza, il mercato *spot* tende ad essere sempre più spesso sede di operazioni finanziarie di tipo speculativo piuttosto che di operazioni «reali». L'andamento degli scambi nella seconda metà del 1990 riflette abbastanza fedelmente il quadro descritto. A fronte del rapido ed elevato incremento del prezzo *spot*, i prezzi effettivamente pagati per le importazioni di petrolio diretto al consumo sono cresciuti in modo molto più contenuto.

L'analisi della situazione suggerisce anche una seconda ipotesi, non necessariamente alternativa alla prima, per dare conto del collegamento tra andamento delle borse e prezzo del petrolio. Secondo questa ipotesi le ragioni del collegamento sarebbero di ordine più strettamente macroeconomico. In un'ottica di medio-lungo termine infatti gli incrementi dei costi delle materie prime favoriscono la formazione di aspettative negative sui profitti futuri delle imprese dei principali paesi industrializzati. Nel contesto qui esaminato gli effetti sui mercati azionari sarebbero mediati dalle caratteristiche strutturali delle economie dei paesi, ed in particolare dal loro grado effettivo di dipendenza dall'importazione di petrolio.

Sotto questo profilo, i principali paesi dell'OCSE sono classificabili in tre fasce: la prima vede al proprio interno Regno Unito e USA, in grado di coprire quasi integralmente il fabbisogno di petrolio con la produzione interna, la seconda comprende Germania e Francia, il cui grado di dipendenza si aggira intorno al 50%, mentre apparterrebbero all'ultima fascia Giappone e Italia, che debbono all'importazione la copertura di oltre l'80% del loro fabbisogno.

L'esame degli indici delle borse internazionali permette di constatare che, al di là della differente evoluzione giornaliera, l'andamento di fondo del periodo agosto-dicembre 1990 riflette sostanzialmente la situazione appena descritta: nel medio periodo l'ampiezza delle fles-

sioni degli indici di borsa risulta direttamente correlata con il grado di dipendenza delle economie nazionali dalle importazioni petrolifere.

È dunque possibile trarre alcune conclusioni. La crisi del Golfo e il conseguente stato di tensione politico-militare hanno influenzato i mercati azionari generando la formazione di aspettative negative sull'evoluzione dei corsi dei titoli e provocando ampie flessioni delle quotazioni. Come in tutte le situazioni di incertezza finanziaria, gli orizzonti temporali degli investitori si sono drasticamente accorciati e le aspettative di natura macroeconomica sono state spesso sostituite da aspettative più squisitamente speculative.

Il mutamento di prospettiva si è verificato in un momento in cui i mercati azionari internazionali si trovavano già in una situazione di potenziale fragilità, per le diffuse aspettative di rallentamento dell'attività economica, per il risvegliarsi di tensioni inflazionistiche e per la crescita dei tassi di interesse.

Ne è derivato un pesante condizionamento degli scambi sui mercati azionari e sugli altri mercati, come quello *spot* del petrolio, al cui interno in condizioni di incertezza tendono a prevalere comportamenti di tipo speculativo. Nei principali mercati borsistici internazionali il volume degli scambi si è significativamente ridotto e la maggior parte delle operazioni di compravendita è stata effettuata con riferimento a obiettivi temporali estremamente limitati.

Lo stretto collegamento rilevato in precedenza non deve peraltro indurre a ipotizzare l'esistenza di un preciso nesso causale che muove dal mercato del petrolio alle borse: nella realtà l'andamento del prezzo del petrolio sul mercato *spot* ha essenzialmente incorporato, rendendoli evidenti in maniera diretta, gli effetti di quello stesso fattore psicologico-speculativo che ha investito anche le borse mondiali.

La reazione differenziata delle borse può essere spiegata con la constatazione che la formazione di aspettative negative, le reazioni di ordine emotivo ed il grado di influenza delle spinte speculative in alcuni paesi sono stati contenuti da una più ragionata valutazione dell'effettiva incidenza di un eventuale aumento strutturale del prezzo del petrolio sulla situazione produttiva e sui mercati azionari.

## 2. I titoli italiani trattati al SEAQ International

Nel 1985 l'*International Stock Exchange* di Londra ha adottato un sistema di quotazione su un circuito telematico, il SEAQ (*Stock Exchange Automated Quotation System*), destinato alla negoziazione di titoli emessi da società estere.

Tale sistema è caratterizzato dalla presenza di *market makers* che — in competizione tra loro — assumono l'impegno di pubblicare, attraverso il circuito telematico, le loro proposte di acquisto e di vendita per ciascun titolo per un periodo di tempo minimo prestabilito (*mandatory quote period - MQP*) per ciascuna giornata di contrattazione; l'orario di contrattazione minimo per i titoli italiani va dalle 9 e 30 alle 15 e 30.

I *market makers* hanno l'obbligo di soddisfare gli ordini che via via ricevono ai prezzi

da loro esposti sul circuito almeno per quanto riguarda gli ordini di taglio *standard* (la cosiddetta quantità minima negoziabile o *minimum marketable quantity*); il taglio medio delle negoziazioni è comunque elevato, cosicché il SEAQ *International* può essere considerato un mercato all'ingrosso (il taglio minimo degli ordini accettati dai *market makers* sui titoli italiani è compreso, in media, tra i 70 ed i 300 milioni di lire).

Le contrattazioni avvengono telefonicamente ed il sistema non distribuisce pubblicamente le informazioni circa il prezzo e le quantità dell'ultimo affare concluso. Le modalità ed i termini per la liquidazione delle operazioni sono quelli previsti per la liquidazione nel Paese di origine dei titoli.

A partire dal 1989 su tale circuito hanno cominciato ad essere trattate anche azioni italiane: all'inizio solo 6 *blue chips* erano presenti al SEAQ, a metà 1989 erano divenute 9, 11 alla fine del 1989 e, a partire dal giugno 1990, 14. Alla fine del 1990 venivano quotate proposte di acquisto e vendita su Benetton, Comit, Credit, Enimont, Ferfin, Fiat, Generali, Montedison, Olivetti, Pirelli, Stet, Ifi Priv., SIP e Mediobanca.

Prima di esaminare brevemente l'andamento dei volumi scambiati sui titoli italiani quotati sul mercato inglese occorre precisare che a causa delle differenti modalità di negoziazione tra il mercato italiano e il mercato londinese (mercato ad asta cui partecipano esclusivamente *brokers* il primo, mercato di *market makers* il secondo) le rilevazioni delle quantità trattate non sono omogenee. Infatti, sul mercato italiano, se A vuol vendere un titolo X e B vuole comperarlo ciascuno si rivolgerà ad un agente di cambio, i due agenti di cambio si incontreranno poi in borsa e si darà luogo allo scambio: la transazione rilevata è una.

Sul mercato inglese la stessa operazione, avvenendo per il tramite di intermediari che operano in proprio, dà luogo almeno ad una doppia rilevazione: una al momento della cessione del titolo X da A al *market maker* ed una seconda al momento della cessione del titolo X dal *market maker* a B. Qualora, poi, A e B si fossero rivolti a due distinti *market makers* e questi ultimi, per soddisfare l'ordine dei loro rispettivi clienti, si fossero scambiati tra loro il titolo e inoltre avessero entrambi autonomamente riportato la transazione si potrebbero avere fino a quattro registrazioni.

Per tener conto di queste duplicazioni di rilevazioni i dati degli scambi sul SEAQ *International* sono stati divisi per due ogni qualvolta sono stati confrontati con quelli di Milano. Anche in tal modo, come si è detto, può rimanere una forma di sovrastima delle contrattazioni effettuate sul SEAQ a causa dell'operare di più *market makers* nell'ambito di una singola operazione.

Anche in Italia possono verificarsi duplicazioni simili a quelle che si registrano sul SEAQ *International*; infatti in Italia i gruppi svolgono sui titoli emessi dalle società controllate o collegate una funzione assimilabile a quella dei *market makers*. Tornando all'esempio precedente, si supponga che il titolo X sia stato emesso da una società appartenente ad un grup-

po che, tramite una sua finanziaria svolga una attività di stabilizzazione dei corsi sui propri titoli. Quando l'agente di cambio cui si è rivolto A porterà l'ordine di vendita del titolo X, la finanziaria tramite un altro agente di cambio interverrà acquistando il titolo; successivamente, quando B passerà il suo ordine di acquisto sempre sul titolo X, la finanziaria interverrà nuovamente ponendosi, questa volta, come controparte venditrice. Anche in questo esempio lo scambio che, di fatto, avviene tra A e B, viene rilevato due volte a causa dell'inversione della finanziaria tra le due parti direttamente interessate.

Inoltre, occorre tener presente che i quantitativi scambiati a Milano per i titoli presi in esame non sono rappresentativi di tutta la domanda e l'offerta presenti sul mercato italiano dal momento che, non esistendo un obbligo di concentrazione, esiste un ampio mercato fuori borsa (soprattutto per le transazioni relative ai blocchi). Pertanto gli scambi effettuati sul mercato londinese dovrebbero essere confrontati con il totale degli scambi effettuati in Italia (in borsa e fuori borsa); allo stato attuale però non è possibile effettuare tale confronto non essendo disponibili stime attendibili sull'entità delle negoziazioni effettuate fuori borsa.

In sintesi, nonostante la rettifica apportata ai dati sulle transazioni effettuate sul mercato inglese, le serie dei dati relativi ai volumi scambiati sui due mercati rimangono scarsamente omogenee.

Tenendo conto delle limitazioni sopra esposte, nella tavola 9 si può osservare l'evoluzione del rapporto tra il controvalore totale degli scambi effettuati al *SEAQ International* sui titoli italiani ed il controvalore scambiato su quegli stessi titoli alla borsa valori di Milano: il valore di questo rapporto è più che raddoppiato in un anno passando dall'8% circa (media '89) al 19% (media '90).

Esaminando i singoli mesi, riportati nel grafico 8, si osserva — pur all'interno di un *trend* crescente — una certa discontinuità: il valore del rapporto diminuisce, rispetto al mese precedente, a febbraio, marzo, maggio, agosto e dicembre, mentre i valori massimi sono invece raggiunti tra ottobre e novembre.

Nella tavola 9 sono anche riportati i valori del rapporto distinti per singolo titolo; si può notare come il quadro sia nettamente differenziato a seconda dei titoli. In dettaglio, i titoli del gruppo Ferruzzi e il titolo Enimont sono stati relativamente trascurati e sembra stentare l'avvio delle negoziazioni sul titolo IFI. I due titoli telefonici, STET e SIP, si confermano invece come i più graditi sul mercato londinese: gli scambi su questi due titoli sono risultati in quasi tutti i mesi del '90 pari ad oltre la metà del volume negoziato alla borsa valori di Milano, ed anzi in alcuni mesi sono stati anche superiori.

Gli scioperi del 18 ottobre e dei giorni dal 16 al 21 novembre hanno fornito un'occasione per verificare se, allo stato attuale, il *SEAQ International* costituisca un'effettiva alternativa alla piazza milanese; infatti se così fosse nei giorni dello sciopero gli scambi si sarebbero dovuti trasferire sul mercato inglese determinando un aumento dei volumi rispetto alla me-

**Rapporto tra il controvalore degli scambi al Seaq International ed il controvalore degli scambi alla Borsa Valori di Milano**  
(valori percentuali)

	Benetton	Comit	Credit	Enimont	Ferfin	Fiat	Generali	IFI pr.	Mediobanca	Montedison	Olivetti	Pirelli	SIP	Stet	Totale
Gennaio	2.0	—	—	—	1.4	1.8	4.4	—	—	—	2.1	—	—	7.5	2.8
Febbraio	10.0	—	—	—	2.3	5.4	2.1	—	—	—	4.6	—	—	16.4	4.7
Marzo	24.2	—	—	—	2.2	5.7	2.2	—	—	—	7.9	—	—	17.2	5.3
Aprile	2.0	—	—	—	1.9	8.2	6.4	—	—	—	2.0	—	—	22.3	6.5
Maggio	12.4	3.9	2.0	—	6.5	14.1	11.2	—	—	—	1.5	2.7	—	22.0	10.2
Giugno	15.3	5.0	3.9	—	2.2	12.9	11.3	—	—	—	3.4	7.4	—	13.9	9.8
Luglio	27.1	7.9	1.5	—	0.7	5.6	5.7	—	—	0.7	0.5	3.8	—	8.1	4.2
Agosto	44.6	7.5	12.2	—	0.5	4.2	7.9	—	—	9.9	0.7	5.7	—	14.1	6.4
Settembre	22.2	8.7	8.4	—	6.2	2.8	4.5	—	—	6.7	5.5	2.4	—	28.8	5.8
Ottobre	25.2	8.3	7.2	20.3	1.7	3.4	9.2	—	—	4.9	31.9	9.9	—	38.9	10.8
Novembre	13.9	9.3	11.8	41.2	1.3	4.7	12.1	—	—	6.3	14.7	4.2	—	68.9	13.6
Dicembre	26.1	12.8	8.9	32.0	1.6	11.1	9.1	—	—	3.2	25.4	2.4	—	46.3	17.5
Totale 1989	20.1	7.5	6.8	30.5	2.1	6.1	7.0	—	—	5.1	7.0	5.2	—	20.8	8.2
Gennaio	35.7	35.7	30.9	7.8	2.8	10.0	15.9	—	—	4.9	10.4	8.9	—	69.8	17.5
Febbraio	13.5	15.9	46.5	11.4	2.5	10.4	12.0	—	—	4.4	26.0	5.8	—	82.9	15.9
Marzo	10.8	17.9	9.8	3.7	2.7	5.3	11.2	—	—	7.4	8.8	1.8	—	88.1	13.5
Aprile	32.0	13.3	34.7	2.1	2.6	7.8	8.9	—	—	2.1	5.6	1.7	—	125.6	18.8
Maggio	16.4	15.8	22.7	3.3	7.6	7.9	13.1	—	—	10.8	6.6	1.9	—	53.7	14.7
Giugno	26.5	15.9	18.5	5.1	2.6	6.8	19.8	3.2	34.1	3.8	17.3	11.6	59.3	57.2	19.6
Luglio	37.2	22.8	32.9	4.3	1.7	11.6	16.4	14.7	44.0	5.0	19.0	2.5	59.1	41.2	19.8
Agosto	26.5	18.6	11.7	7.6	2.8	8.3	13.2	0.6	39.2	3.1	7.1	5.0	51.5	35.6	15.3
Settembre	21.3	29.9	36.5	9.7	6.3	16.4	13.3	1.1	46.5	7.6	21.1	6.8	60.0	41.0	21.9
Ottobre	31.4	34.6	32.4	4.8	19.5	15.6	29.2	1.2	48.2	4.1	11.1	9.2	149.8	63.9	29.8
Novembre	57.2	60.5	50.0	7.6	4.2	10.5	35.0	15.6	36.1	0.6	49.3	16.0	112.7	62.0	30.1
Dicembre	76.8	36.9	32.5	2.8	1.3	14.5	15.9	0.5	36.6	6.1	4.5	7.2	58.4	65.6	20.3
Totale 1990	31.0	24.2	28.8	6.0	4.0	9.9	16.0	4.8	40.2	6.2	12.8	5.8	70.9	62.8	19.0

Nota: Il controvalore degli scambi del SEAQ International è diviso per due.

**TITOLI ITALIANI TRATTATI AL SEAQ INTERNATIONAL**  
 CONTROVALORE DEGLI SCAMBI RISPETTO ALLA BORSA VALORI DI MILANO

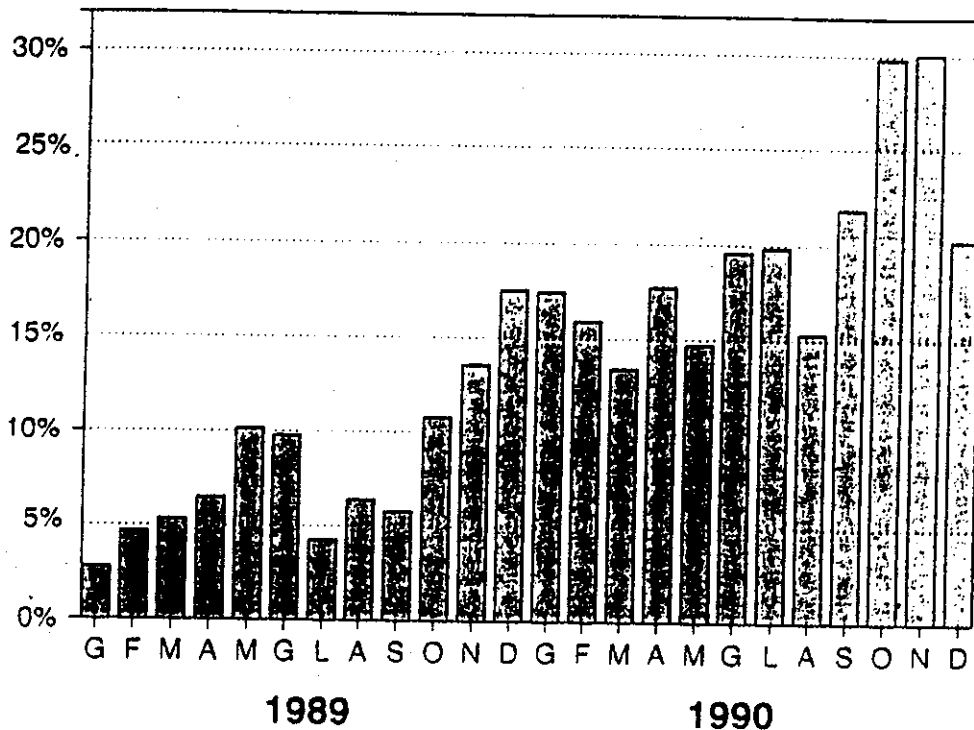


Grafico 8

**TITOLI ITALIANI AL SEAQ INTERNATIONAL**  
 CONTROVALORI GIORNALIERI SCAMBIATI

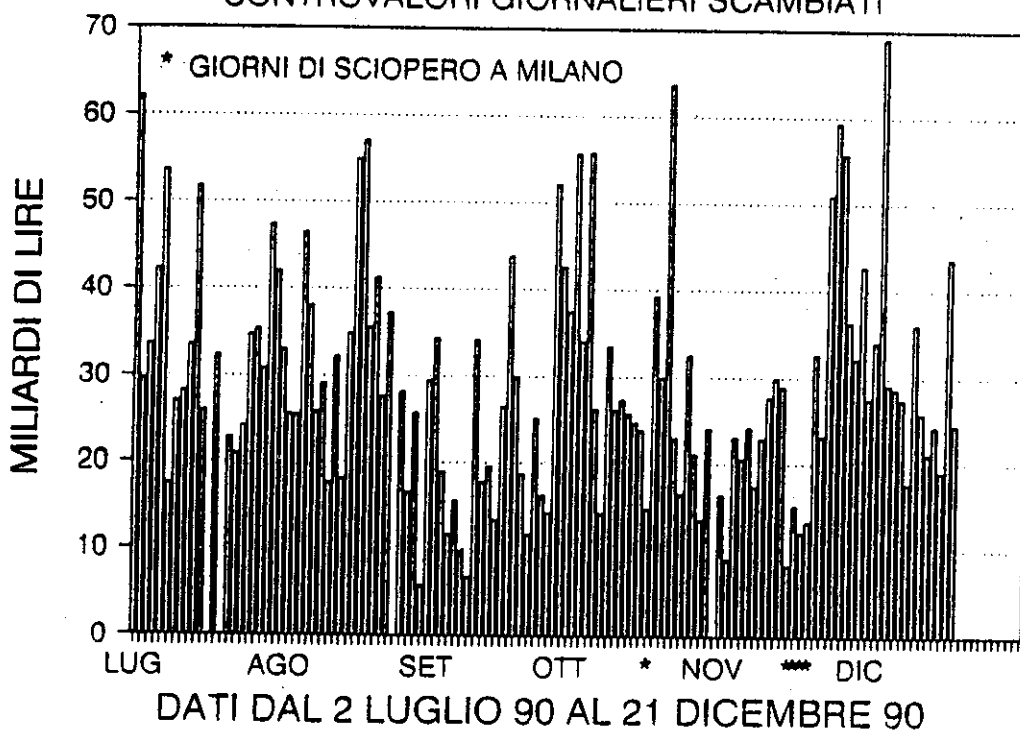


Grafico 9



dia. Il grafico 9 riporta per il periodo luglio-dicembre 1990 i controvalori giornalieri complessivamente trattati al SEAQ *International* sui 14 titoli italiani (poiché non si dispone dei prezzi ai quali sono avvenute le transazioni i quantitativi scambiati al SEAQ *International* sono stati valorizzati al prezzo di listino di Milano rilevato nella stessa giornata).

Il grafico, pur evidenziando una forte variabilità degli scambi, sembra mostrare un *trend* decrescente nel periodo luglio-settembre, in linea con la contrazione dei volumi verificatasi a seguito della crisi del Golfo su tutte le principali piazze, ed una maggiore vivacità agli inizi di ottobre e tra la fine di novembre e gli inizi di dicembre.

Nessun incremento si registra nei volumi scambiati nei giorni di borsa chiusa a Milano, anzi questi sono stati di entità ridottissima, pari a meno della metà del controvalore medio del periodo. Ciò sembrerebbe dimostrare come, sebbene alcuni titoli comincino ad avere una certa autonomia, Milano rimanga il punto di riferimento per gli operatori del SEAQ *International*. Quando la piazza milanese si arresta, infatti, anche l'attività sul mercato londinese subisce un rallentamento.

Infine, il grafico sembrerebbe smentire anche l'ipotesi di un aumento strutturale dei volumi trattati sul SEAQ *International* a seguito dell'introduzione, a partire dal 28 settembre, dell'imposizione sulle plusvalenze realizzate in borsa.

Per i titoli le cui negoziazioni sul SEAQ *International* sono iniziate dopo il gennaio 1989 sono stati esaminati i quantitativi mensili scambiati alla borsa valori di Milano nei mesi immediatamente precedenti l'avvio delle contrattazioni sul circuito telematico londinese. Tale analisi ha evidenziato che per tutti i titoli presi in esame i quantitativi scambiati a Milano nei due mesi precedenti l'inizio delle contrattazioni al SEAQ *International* hanno toccato i livelli massimi: tale aumento dei quantitativi scambiati a Milano potrebbe essere ricondotto agli acquisti effettuati dai *market makers* al fine di preconstituire gli *stocks* dei titoli sui quali poi faranno mercato.

Per quanto riguarda il comportamento dei prezzi sui due mercati e, in particolare, il problema su quale mercato si formi il prezzo di riferimento, allo stato attuale non sembrano esservi risposte definitive anche in considerazione della disomogeneità, da un punto di vista temporale, tra le serie dei prezzi rilevati sui due mercati. In prima approssimazione, comunque, e visto anche il rallentamento dell'attività sul SEAQ nei giorni in cui Milano è rimasta chiusa, sembrerebbe potersi affermare che la piazza italiana conservi ancora un ruolo guida.

In conclusione, vista anche l'esperienza delle altre piazze europee che hanno dovuto confrontarsi con la concorrenza del SEAQ prima del nostro mercato, sembrerebbe potersi affermare che la crescita della quota degli scambi intermediata sul SEAQ non sia legata ad eventi congiunturali ma piuttosto a carenze strutturali delle singole borse ed alla loro incapacità di rispondere adeguatamente alle esigenze dei grandi investitori istituzionali.

### **3. Il quadro macroeconomico e le attività finanziarie in Italia**

Il quadro macroeconomico del 1990 è stato caratterizzato, in Italia come in tutti i principali paesi, dagli avvenimenti del Golfo Persico, che hanno fortemente influenzato l'andamento economico e finanziario nel secondo semestre dell'anno. Le principali conseguenze di questi avvenimenti sono state il peggioramento delle aspettative di crescita e l'incremento dell'inflazione attesa, dovuti soprattutto all'aumento del livello e della variabilità del prezzo del petrolio e all'incertezza globale legata agli eventi politico-militari. Rispetto all'andamento tendenziale dei primi sei mesi del '90, in tutti i paesi si è avuta una riduzione del tasso di crescita del PIL. La riduzione è stata di circa mezzo punto percentuale nei paesi già in fase recessiva mentre è stata più marcata, intorno all'1%, negli altri paesi. Al tempo stesso si è avuto un aumento del tasso di crescita dei prezzi, mantenutosi però inferiore al punto percentuale, anche grazie alla successiva flessione del prezzo del petrolio dai livelli molto elevati raggiunti nei primi mesi successivi alla crisi del Golfo. I mutamenti delle aspettative hanno influenzato anche l'orientamento delle politiche economiche, restringendo gli spazi di manovra nella ricerca di un equilibrio tra la necessità di contrastare le tendenze recessive e quella di reprimere le tensioni inflazionistiche.

In questo quadro, i mercati finanziari hanno risentito in misura notevole sia delle peggiori aspettative sia delle politiche monetarie adottate in conseguenza. In particolare, nel secondo semestre dell'anno, i principali mercati azionari hanno registrato un forte calo delle quotazioni ed una riduzione dei quantitativi scambiati. Nell'ultima parte dell'anno c'è stata una diffusa ripresa dei corsi azionari che è stata più consistente nei paesi, come gli Stati Uniti e il Regno Unito, in cui il prevalere dei timori recessivi rispetto alle preoccupazioni dovute all'inflazione ha indotto le autorità a ridurre i tassi d'interesse. Al contrario, negli altri paesi europei ed in Giappone le borse si stanno riprendendo più lentamente anche a causa di politiche monetarie rimaste alquanto restrittive. All'interno dei paesi partecipanti al Sistema Monetario Europeo l'esigenza di mantenere le parità dei tassi di cambio ha imposto un orientamento molto prudente delle politiche monetarie a fronte dei rialzi dei tassi di interesse tedeschi.

In Italia, le conseguenze economiche della crisi del Golfo si sono inserite in un quadro macroeconomico caratterizzato da un rallentamento del tasso di crescita, da un aumento dell'inflazione e da persistenti squilibri della finanza pubblica e della bilancia commerciale. Come risultato del sommarsi degli effetti della crisi del Golfo con le tendenze preesistenti, nel 1990 si è avuto un marcato peggioramento della situazione congiunturale. Il tasso di crescita reale del PIL si è ridotto di oltre un punto percentuale rispetto al 3.2% del 1989, attestandosi attorno al 2%. Questo valore si colloca nella media dei principali paesi, in una posizione equidistante, insieme alla Francia, tra i paesi in chiara fase recessiva come gli Stati Uniti, il Regno Unito e il Canada, che sono cresciuti in media di circa l'1% e paesi ancora in

fase espansiva come il Giappone e la Germania, nei quali il tasso di crescita è stato rispettivamente di circa il 6% ed il 4%. Un tasso di sviluppo del 2% è per l'Italia il più basso dal 1984; negli ultimi tre anni il tasso medio di crescita del PIL era stato del 3.5%.

Già nei primi mesi del 1990 era proseguito il marcato rallentamento dell'espansione economica che aveva avuto inizio nella seconda parte dell'anno precedente. La crisi del Golfo, con il diffondersi di aspettative negative, ha rafforzato una tendenza che si sperava recuperabile nel corso del secondo semestre, accelerando così la fine della fase espansiva degli anni '80, soprattutto nel settore industriale. Di particolare rilievo è stato proprio il rallentamento della produzione industriale che nel 1990 è diminuita dello 0.1%, mentre nel 1989 era cresciuta di oltre il 3%. Il calo è stato particolarmente accentuato nell'ultimo trimestre in cui l'indice è diminuito dell'1.8%.

Il peggioramento delle aspettative delle imprese si è riflesso sulla dinamica degli investimenti fissi lordi la cui crescita è stata di circa il 2.5%, più che dimezzandosi rispetto al 1989 quando era stata pari al 5.1%. Il calo più consistente ha riguardato gli investimenti in attrezzature dove il tasso di crescita si è ridotto dal 6.3% del 1989 al 2.3% del 1990. Per quanto riguarda le altre componenti della domanda interna, il tasso di crescita dei consumi delle famiglie ha subito una riduzione di oltre un punto percentuale rispetto al 3.8% del 1989. I consumi collettivi, invece, rispetto al 1989 hanno avuto una crescita più sostenuta, cui ha contribuito soprattutto l'aumento delle retribuzioni nel settore pubblico. La domanda interna nel suo complesso è cresciuta di circa il 2.4%, con una riduzione di quasi un punto percentuale rispetto al tasso di crescita dell'anno precedente.

Ben più marcata è stata la decelerazione della domanda estera, che ha portato ad una riduzione del tasso di crescita delle esportazioni dal 15.9% del 1989 al 5.6% del 1990. Questo risultato dipende, oltre che dalla stagnazione di alcuni dei principali mercati di sbocco delle esportazioni italiane, anche dal peggioramento della competitività delle merci italiane sui mercati internazionali. Il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel settore industriale è cresciuto di circa il 7.5%, soprattutto in conseguenza della scarsa dinamica della produttività. L'aumento del CLUP è stato superiore di circa due punti percentuali rispetto a quello del 1989 che già appariva elevato rispetto agli anni precedenti. Accanto alla riduzione della crescita delle esportazioni si è avuta però una forte riduzione della crescita delle importazioni che è passata dal 16.6% del 1989 al 3.7% del 1990. Di conseguenza il saldo del commercio estero italiano è migliorato rispetto all'anno precedente, pur restando ancora fortemente negativo. Il deficit commerciale è passato da oltre 17 mila miliardi a 14 mila miliardi. Se si considera la bilancia valutaria dei pagamenti, nel 1990 si è avuto un saldo positivo di circa 15 mila miliardi, in linea con il dato del 1989. Questo è il risultato netto di un deficit delle partite correnti di circa 35 mila miliardi e di un surplus dei movimenti di capitale di quasi 50 mila miliardi.

Il surplus dei movimenti di capitale è aumentato di circa 10 mila miliardi rispetto al 1989, nonostante che il completamento della liberalizzazione dei movimenti di capitale abbia portato ad un raddoppio delle uscite di capitale per investimenti di portafoglio. I movimenti di capitale bancari hanno prodotto un saldo positivo di oltre 20 mila miliardi, di cui gran parte proviene dagli istituti di credito speciale la cui raccolta all'estero non è soggetta alla ritenuta obbligatoria. La posizione sull'estero degli intermediari abilitati ha registrato un incremento dell'indebitamento netto di altri 5 mila miliardi, raggiungendo in termini di consistenze i 110 mila miliardi. I movimenti di capitale non bancari hanno prodotto un saldo netto positivo di circa 30 mila miliardi. Tra essi gli investimenti italiani all'estero sono stati superiori di circa 3 mila miliardi a quelli esteri in Italia, mentre nel 1989 questi ultimi erano stati superiori di circa 6 mila miliardi; i prestiti, invece, hanno generato un saldo positivo di circa 33 mila miliardi con un netto aumento rispetto ai circa 19 mila miliardi del 1989. Nel complesso i capitali esteri non bancari hanno dato luogo a entrate nette per circa 69 mila miliardi, con un incremento di oltre il 70% rispetto al 1989, mentre i capitali italiani non bancari hanno registrato uscite nette per circa 39 mila miliardi, con un incremento del 160% rispetto al 1989.

Il permanere di elevati afflussi di capitale ha consentito di mantenere il tasso di cambio della lira sufficientemente stabile e di rispettare senza eccessivi problemi i margini della fascia di oscillazione nei confronti delle valute partecipanti allo SME, che dal 6 gennaio sono stati ristretti dal 6% al 2.25% (graf. 3). Anche la piena liberalizzazione dei movimenti di capitale a breve termine, realizzata ad aprile, non ha inciso sulla stabilità del cambio della lira che dopo un periodo di relativo apprezzamento proseguito fino a giugno, si è leggermente indebolito nel periodo autunnale per poi stabilizzarsi negli ultimi due mesi dell'anno. Più instabili sono stati invece i rapporti di cambio della lira con le principali valute esterne allo SME (tav. 4). Il tasso di cambio nei confronti del dollaro si è tendenzialmente apprezzato, mentre nei confronti dello yen, dopo un apprezzamento durato fino a maggio, c'è stato un relativo deprezzamento.

Nonostante la decelerazione della crescita, il reddito disponibile del settore privato non è diminuito sensibilmente rispetto al PIL, anche grazie al permanere di alti tassi di interesse sul debito pubblico che, soprattutto negli ultimi mesi dell'anno, hanno mantenuto elevate le entrate per interessi del settore privato. Alla progressiva discesa dei primi mesi dell'anno è seguito infatti un rialzo dei tassi di interesse, riguardante soprattutto quelli a breve termine. Alla determinazione di questo andamento ha contribuito l'esigenza di mantenere il tasso di cambio della lira all'interno dei margini ristretti dello SME, in presenza di aspettative di svalutazione che si erano rapidamente diffuse a partire dal mese di settembre.

Anche per quanto riguarda il mercato del lavoro, gli effetti del rallentamento della crescita economica non sono stati marcati. Nel 1990 si è avuta infatti una diminuzione del tasso

di disoccupazione che è passato all'11%, dopo che per tre anni consecutivi era rimasto attestato sul 12%.

L'inflazione nel 1990 si è mantenuta sui livelli dell'anno precedente con una lieve riduzione del valore medio dovuta soprattutto al rallentamento della crescita dei prezzi nel primo semestre. L'indice dei prezzi al consumo per famiglie di operai e impiegati ha registrato un aumento medio su base annua di circa il 6.1%, a fronte del 6.6% del 1989. L'indice tendenziale a dicembre era però risalito al 6.4%. Più contenuto l'andamento dei prezzi alla produzione, i quali sono aumentati del 4% anche in seguito al diffondersi nel secondo semestre di aspettative negative sul livello della domanda di prodotti. Sulla crescita dei prezzi al consumo sembrano aver inciso soprattutto le componenti interne, in quanto il costo delle importazioni è stato contenuto nonostante il rialzo del prezzo del petrolio.

Gli alti tassi di interesse e le incertezze relative alla soluzione della crisi del Golfo hanno portato ad una riduzione della propensione al consumo. In tal modo, non si è ridotta la crescita delle attività finanziarie del settore non statale che, secondo i preconsuntivi della Relazione Previsionale e Programmatica, ha avuto un tasso di incremento del 13.1%, di poco inferiore a quello del 1989.

Se si considerano le variazioni delle attività finanziarie del settore non statale nei primi 8 mesi dell'anno, le componenti maggiormente dinamiche sono risultate ancora una volta quelle meno liquide (tav. 10). Rispetto ad una crescita complessiva del 12.2%, la crescita dell'aggregato M3 è stata pari al 10.2%, mentre quella di M2 e M1 è stata pari rispettivamente all'8.6% e all'8.1%.

È continuata anche nel 1990 la rapida diffusione dei certificati di deposito (+33%), sebbene con un tasso di crescita leggermente meno tumultuoso di quelli degli ultimi tre anni. Meno pronunciata, ma sempre superiore alla crescita del totale delle attività finanziarie, è stata la crescita dei BOT (+15.4%) e dei titoli a medio-lungo termine (+15.7%), che includono i CCT, i BTP e le obbligazioni. Gli investimenti netti in quote di fondi comuni sono ancora diminuiti, anche se meno marcatamente degli anni precedenti.

Il grafico 10 mostra la composizione delle attività finanziarie del settore non statale al netto delle azioni: appare chiarissima la tendenza, affermata già negli anni scorsi, alla progressiva riduzione del peso dei depositi, sia in conto corrente che di risparmio, mentre continua ad aumentare il peso dei titoli di stato. Dal grafico 11 si vede che il peso dei BOT è ora pari al 16.2% del totale, con un incremento di un punto percentuale rispetto al 1989, mentre quello dei titoli a medio-lungo termine (costituiti soprattutto da CCT e BTP) è pari al 30.4%, con un incremento di oltre un punto e mezzo.

La crescita del peso dei titoli di stato deriva dal permanere dell'esigenza di finanziare il fabbisogno del settore statale che nel 1990 è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al PIL, superando di circa 5.000 miliardi il limite di 136.500 miliardi fissato come obiettivo dal

Tav. 10

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

	DICEMBRE 1988		DICEMBRE 1989		AGOSTO 1990	
	valore	% (1)	valore	% (1)	valore	% (1)
Biglietti e monete	55.401	8.3	65.954	18.4	61.674	11.6
Depositi c/c	332.823	7.5	366.818	11.0	340.692	7.6
Depositi a risparmio	275.123	1.5	285.968	1.5	282.214	2.0
Certificati di deposito	55.875	75.1	85.888	53.6	108.424	33.0
BOT	205.813	27.5	248.376	21.0	278.131	15.4
BTP, CCT e Obbl. (2)	396.771	25.6	468.153	18.0	518.713 (3)	15.7
Fondi comuni	51.565	-13.3	49.165	-4.7	50.561 (4)	-0.5
M1	388.224	7.6	432.772	12.1	402.306	8.1
M2	723.301	8.5	804.628	11.2	792.904	8.6
M3	929.887	12.2	1.053.004	13.4	1.071.035	10.3
TOTALE	1.425.139	15.2	1.624.175	14.3	1.706.949	12.2

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

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

(3) Dati relativi al mese di luglio 1990.

(4) Dati relativi al mese di novembre 1990.

Fonte: Banca d'Italia.

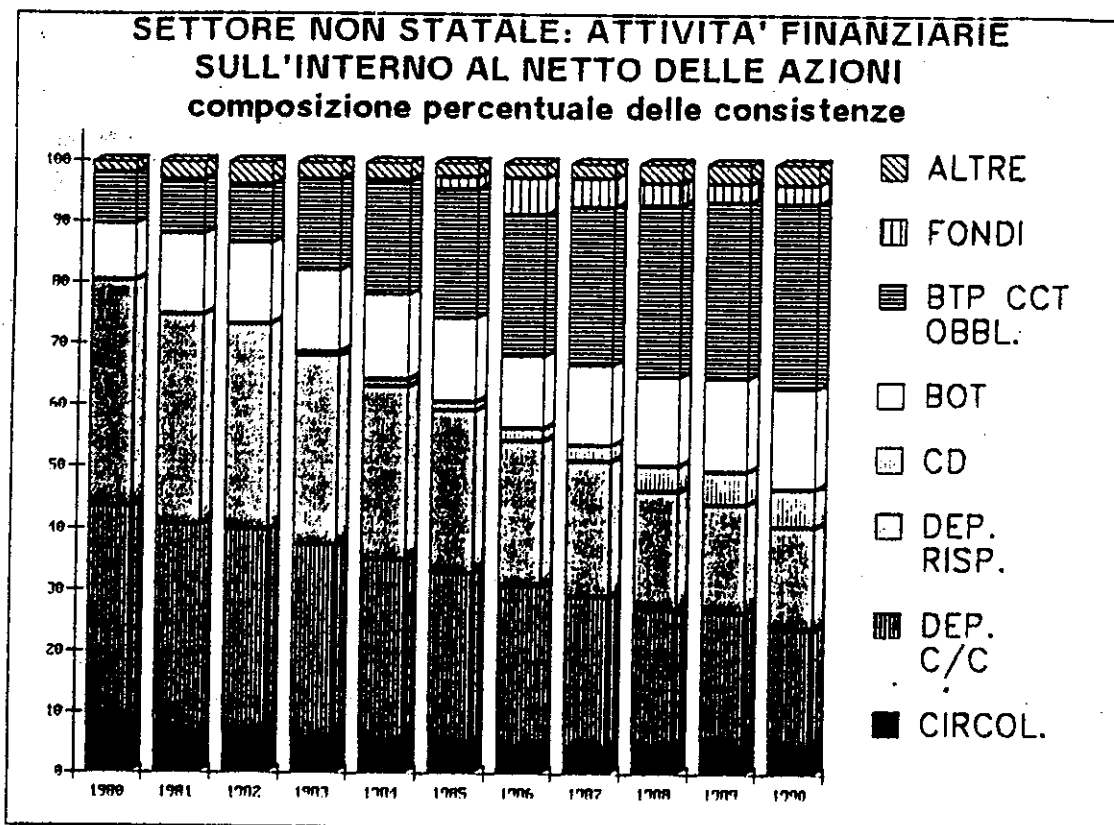


Grafico 10

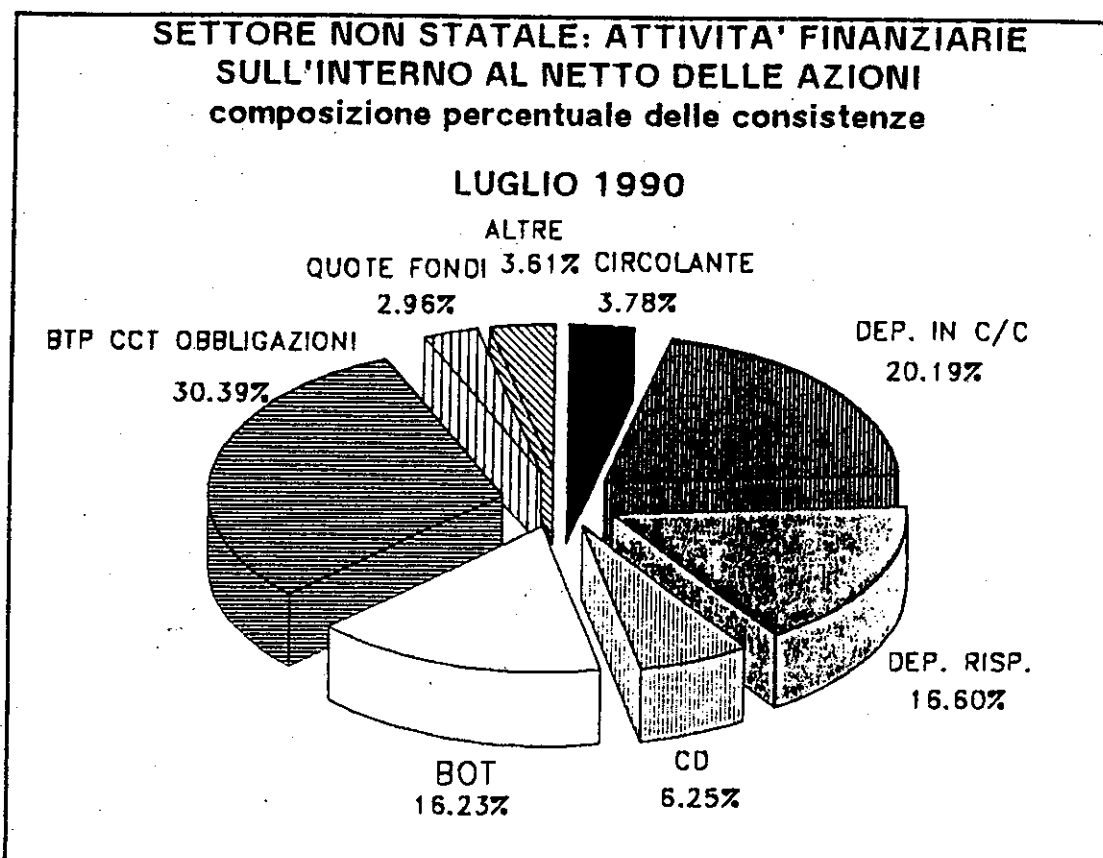


Grafico 11

Governo. Il peso delle spese per interessi ha continuato a crescere, sia rispetto al PIL che rispetto al fabbisogno totale, di cui rappresenta ormai circa il 90% (80% del 1989). Una nuova riduzione si è invece avuta nel fabbisogno primario, il cui peso sul PIL si è ridotto dal 2.2% del 1989 all'1.01% del 1990, valore non lontano dall'obiettivo del Governo che era stato fissato allo 0.8%.

Nel 1990, la copertura del fabbisogno è stata effettuata per il 76% attraverso il collocamento netto di titoli di stato, la stessa percentuale del 1989. È però variato il contributo delle diverse tipologie di titoli secondo la scadenza: il peso dei titoli a breve termine è sceso dal 32% al 28% mentre è aumentato dal 44% al 48% il peso dei titoli a medio e lungo termine. Non è variato in misura sostanziale il contributo delle altre forme di copertura: circa il 10% è venuto dalla raccolta postale, il 9% dall'estero e il 2% dal finanziamento della Banca d'Italia al Tesoro.

Le emissioni di titoli da parte del settore statale continuano a rappresentare la stragrande maggioranza delle emissioni nette di valori mobiliari. Nel 1990 la quota di queste emissioni sul totale è stata superiore all'85%, confermando la tendenza degli ultimi anni. Nel complesso, le emissioni nette di valori mobiliari sono aumentate di circa il 6% rispetto all'anno precedente. Appaiono in netto calo le emissioni obbligazionarie degli enti pubblici e delle imprese, che hanno registrato un saldo negativo di quasi 3.000 miliardi di lire. Si sono ridotte rispetto all'anno precedente anche le emissioni azionarie, il cui peso sul totale è passato dal 14% del 1989 all'11% del 1990.

Nella tavola 11 sono riportati i rendimenti *ex-ante* delle attività finanziarie al netto delle ritenute fiscali; emerge, almeno su base annua, una sostanziale stabilità rispetto al 1989. Una lieve riduzione si ha per i depositi bancari, i BOT e i CCT, mentre un leggero aumento è stato registrato dai BTP e dalle obbligazioni. Un discorso a parte meritano le azioni, per le quali la crescita del rapporto tra dividendo (distribuito o annunciato) e corso secco è dovuta soprattutto alla brusca riduzione dei prezzi determinatasi nel secondo semestre del 1990.

Per quanto riguarda il complesso delle attività finanziarie, la stabilità dei rendimenti su base annua è il frutto di due opposte tendenze che si sono affermate rispettivamente nel primo e nel secondo semestre. Nel primo periodo c'è stata una marcata riduzione dei rendimenti che ha raggiunto il suo massimo nel mese di luglio. Questa tendenza, che era resa possibile dalla solidità del tasso di cambio della lira e dalla contenuta dinamica dei prezzi, stava riducendo il differenziale dei tassi italiani rispetto a quelli internazionali. A partire dal mese di agosto, c'è stata invece un'inversione di tendenza su cui hanno influito, in primo luogo, gli eventi internazionali che hanno provocato una spinta al rialzo dei tassi in quasi tutti i paesi e in particolar modo in Germania, in secondo luogo il permanere dell'esigenza di finanziare un debito pubblico che non è stato contenuto nel corso del 1990 all'interno degli obiettivi dichiarati. Nella seconda metà dell'anno, inoltre, c'è stato un aumento del differenziale tra



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

	Depositi bancari	BOT (1)	BTP (2)	CCT (3)	Obbligazioni (2)	Azioni (4)
1988	4.68	11.12	10.54	11.25	10.38	2.57
1989	4.84	10.87	11.61	12.71	11.21	2.39
1990	4.75	10.69	11.87	12.30	11.80	2.98
Gennaio	4.94	11.19	12.28	13.14	11.93	2.34
Febbraio	4.89	10.99	12.40	12.93	11.90	2.70
Marzo	4.91	11.34	12.43	12.90	12.00	2.90
Aprile	4.95	11.18	12.20	12.86	11.88	2.80
Maggio	4.91	10.42	11.97	12.55	11.89	2.62
Giugno	4.58	9.84	11.32	11.69	11.68	2.43
Luglio	4.59	10.09	11.26	11.52	11.45	2.57
Agosto	4.61	10.41	11.79	11.87	11.82	3.13
Settembre	4.64	10.04	11.60	11.98	11.93	3.50
Ottobre	4.66	10.29	11.58	11.88	11.60	3.68
Novembre	4.66	10.93	11.69	11.96	11.69	4.14
Dicembre	4.71	11.70	11.96	12.40	11.91	4.00

(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.

Fonte: Banca d'Italia.

i rendimenti a lungo termine e quelli a breve. L'inclinazione positiva della curva dei rendimenti, che rappresenta una caratteristica permanente del mercato finanziario italiano, riflette presumibilmente la limitata fiducia da parte degli investitori nella capacità delle autorità di mantenere gli obiettivi di medio-lungo termine riguardanti la stabilità dei cambi e il controllo del debito pubblico. In tale situazione è difficile procedere ad un allungamento della vita media del debito senza aumentare in misura eccessiva le spese per interessi. Il grafico 12 permette di visualizzare l'andamento dei rendimenti *ex-ante*, al netto delle ritenute fiscali, delle attività finanziarie negli ultimi 3 anni.

Per valutare il risultato *ex-post* dei diversi valori mobiliari sono stati messi a confronto, nel grafico 13, i rendimenti conseguiti con operazioni di investimento in distinte attività finanziarie concluse nell'arco di dodici mesi. A fronte del leggero *trend* crescente dei rendimenti degli investimenti in titoli pubblici e in fondi obbligazionari, quelli collegati al mercato azionario hanno risentito notevolmente della forte flessione dei corsi nel secondo semestre dell'anno.

Infine, il grafico 14 offre un quadro complessivo del rendimento e della variabilità delle attività finanziarie negli ultimi anni: è facile distinguere una sorta di frontiera dell'efficienza in cui molte attività si allineano in accordo con la teoria finanziaria. La maggiore anomalia, peraltro già rilevata, appare costituita dal fatto che i CCT sembrano aver rappresentato un portafoglio con risultati più convenienti dei fondi comuni obbligazionari o di altri titoli di stato.

#### 4. Il mercato azionario e gli investitori istituzionali

Nel corso del 1990 il numero di società quotate presso la borsa valori di Milano è leggermente aumentato, passando da 217 a 220, così come il numero dei titoli azionari quotati, saliti da 328 a 334. Le operazioni sul capitale sono state 54, poco più che nel 1989; si è però registrato un apprezzabile aumento del denaro effettivamente affluito alle società (+20% in termini reali).

L'evoluzione degli scambi è stata pesantemente influenzata dal clima di tensione internazionale generato dalla crisi del Golfo. Il controvalore trattato, che a fine luglio faceva segnare un incremento reale del 13%, è risultato a fine anno inferiore a quello del 1989, attestandosi sul livello di 50.700 miliardi di lire contro i 53.410 dell'anno precedente (-5.1%). In particolare gli ultimi quattro mesi dell'anno hanno visto ridursi fortemente il controvalore degli scambi, che in termini reali ha fatto registrare i livelli mensili più bassi degli ultimi cinque anni. Nel corso del 1990 il *turnover*, calcolato come rapporto tra il controvalore e la capitalizzazione media, si è leggermente ridotto, indicando una riduzione del grado di liquidità del mercato. Nel corso degli ultimi quattro anni il *turnover* si è mantenuto intorno al 25%, lontano dai livelli raggiunti nel 1985-86 (tav. 12 e graf. 15).

### RENDIMENTI DELLE ATTIVITA' FINANZIARIE AL NETTO DELLE RITENUTE FISCALI

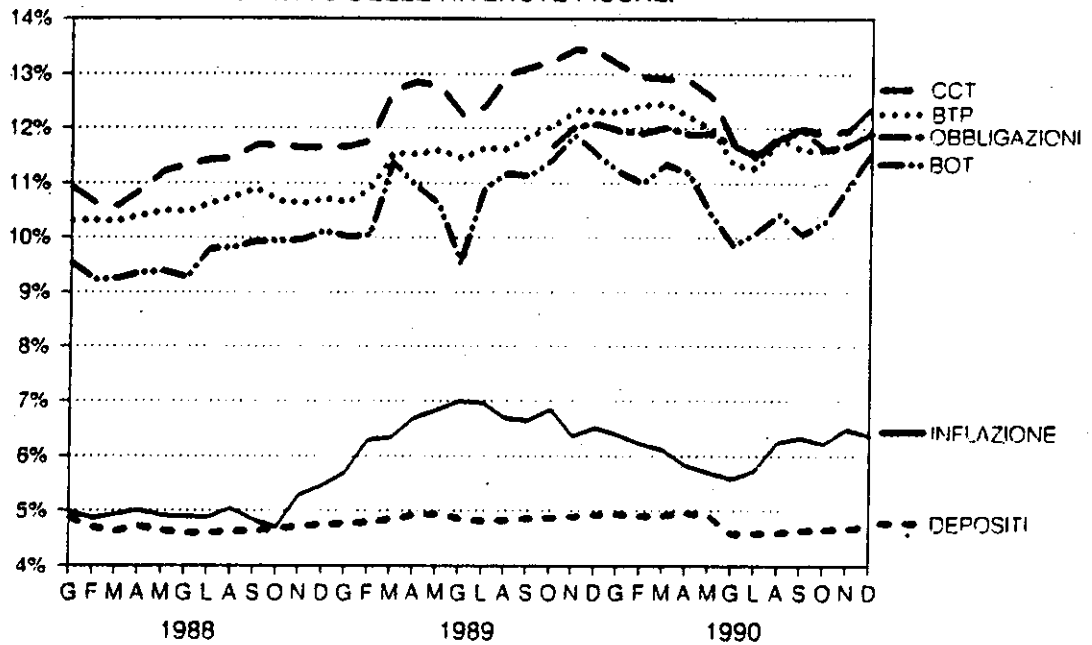


Grafico 12

### RENDIMENTI NOMINALI EX POST DEI VALORI MOBILIARI RISULTATI DI UN INVESTIMENTO ANNUALE CONCLUSO NEL MESE CORRENTE

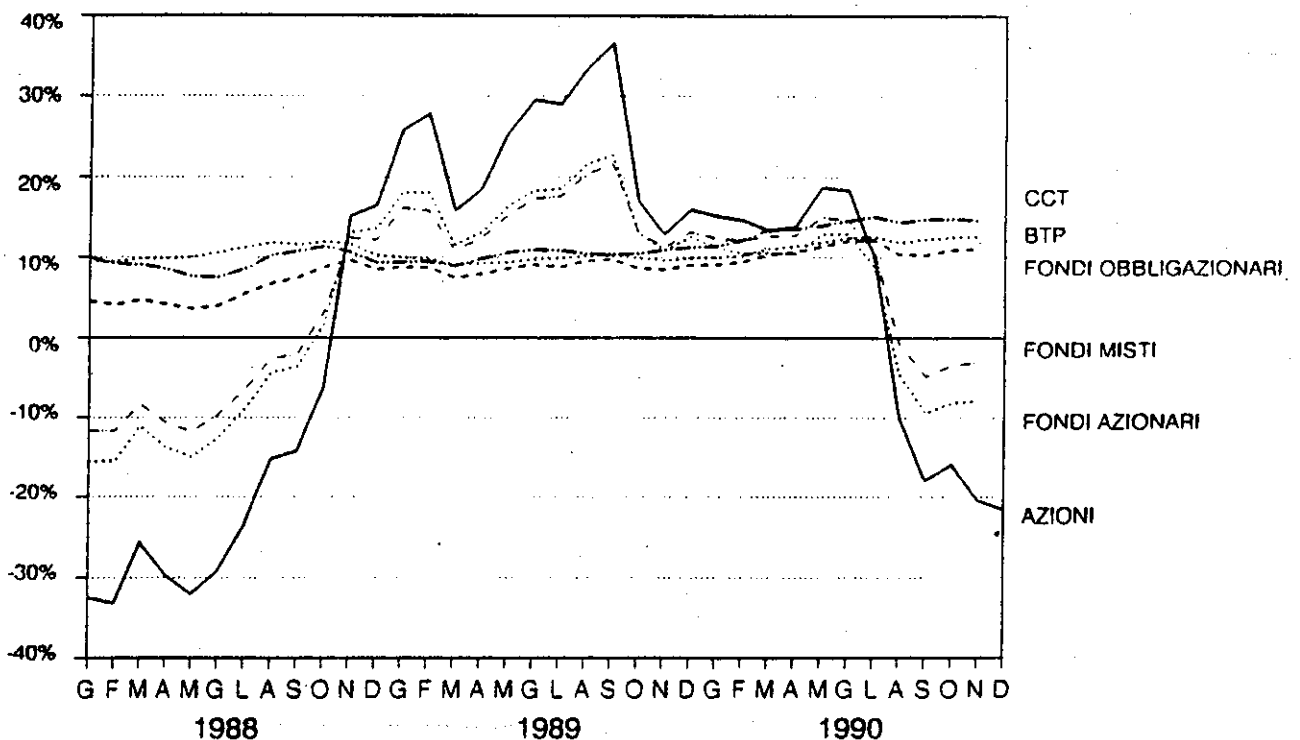


Grafico 13

### RENDIMENTO E VARIABILITA' DELLE ATTIVITA' FINANZIARIE - PERIODO 1985-1990

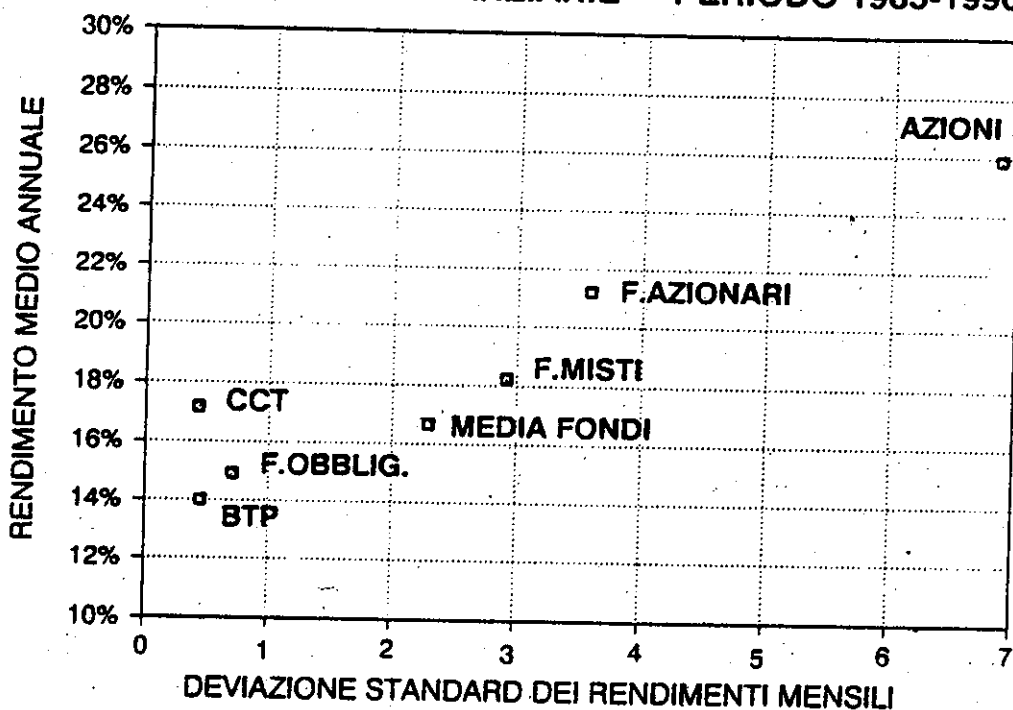
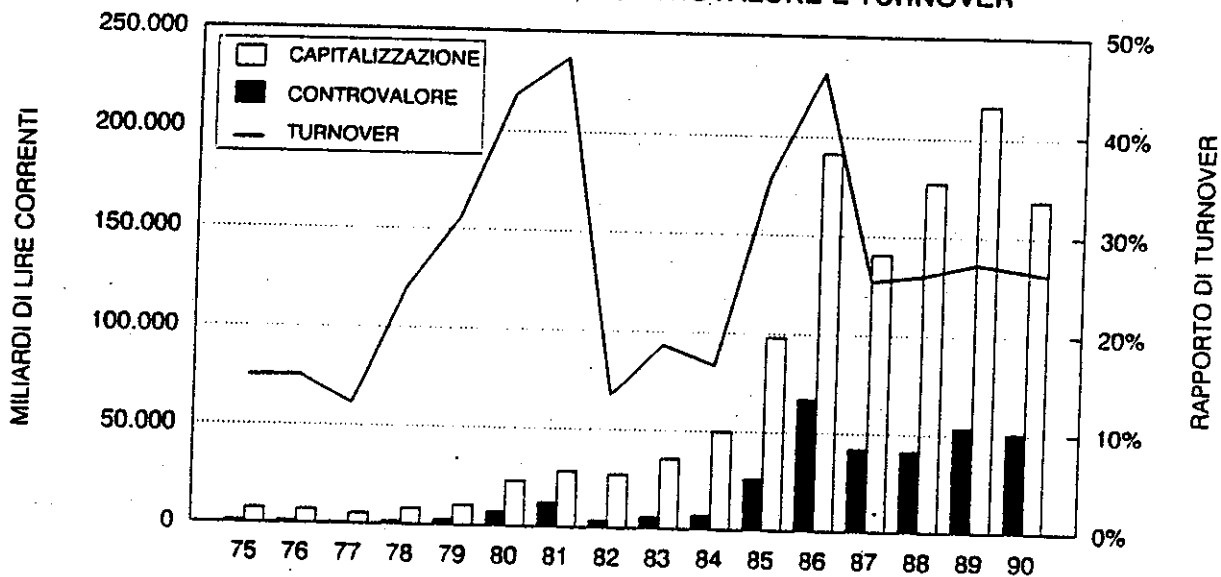


Grafico 14

### BORSA VALORI DI MILANO

#### CAPITALIZZAZIONE, CONTROVALORE E TURNOVER



SCALA DI SINISTRA: CAPITALIZZAZIONE A FINE ANNO E CONTROVALORE SCAMBIATO  
SCALA DI DESTRA: RAPPORTO DI TURNOVER (CONTROVALORE SU CAPITALIZZAZIONE MEDIA).

Grafico 15

**Andamento degli scambi azionari alla Borsa Valori di Milano**  
(dati riferiti ad anni solari)

	Società quotate (numero) (1)	Azioni quotate (numero) (1)	Capit. miliardi (1)	Volume scambi (numero)	Contro- valore (miliardi)	Turnover % (2)	Aumenti di capitale (miliardi) (3)
1975	153	169	7426	1369	1119	15.1	230
1976	151	173	6994	1432	1092	15.1	470
1977	145	178	5371	1077	754	12.2	495
1978	143	174	8147	2298	1620	24.0	3252
1979	139	171	10339	3724	2875	31.1	604
1980	133	163	23451	5313	7343	43.5	3004
1981	132	169	28749	5596	12334	47.3	5240
1982	138	168	27299	2798	3770	13.5	2358
1983	139	191	35698	5570	5880	18.7	3297
1984	143	199	49793	5195	7143	16.7	5341
1985	145	214	98195	9750	26315	35.6	4035
1986	186	286	190472	11673	66661	46.2	14488
1987	204	316	140721	8489	41967	25.3	5277
1988	211	317	176827	10911	41269	26.0	3011
1989	220	328	215244	13659	53410	27.2	7356
1990	223	334	168135	15683	50700	26.4	9408

(1) Con esclusione delle azioni sospese; situazione di fine anno.

(2) Rapporto percentuale tra il controvalore degli scambi e la capitalizzazione media (semisomma delle capitalizzazioni al 31 dicembre di due anni adiacenti).

(3) Dato relativo al volume di denaro fresco effettivamente affluito alle società per mezzo di aumenti di capitale a pagamento o misti.

La capitalizzazione della borsa valori di Milano, che a fine 1989 aveva raggiunto il massimo storico di 215.244 miliardi di lire, è stata drasticamente ridimensionata dalla netta flessione dei corsi, scendendo a 168.135 miliardi al termine del 1990, con una riduzione del 21.9%. La tavola 13 riporta l'andamento del controvalore e della capitalizzazione in termini reali evidenziando come il ridimensionamento subito nella seconda metà del 1990 appaia ancora più grave una volta depurati i valori dell'incremento dovuto all'inflazione. La capitalizzazione al netto dell'aumento dei prezzi è ritornata sui livelli di fine 1987. Una valutazione dell'incidenza del mercato azionario sull'economia nazionale, espressa dal rapporto tra capitalizzazione di borsa e prodotto interno lordo, rivela come la flessione della seconda parte del 1990 abbia riportato tale indicatore al 12.9%, un livello che non era più stato riscontrato dal 1985.

Nel 1990 è proseguito il processo di concentrazione degli scambi di titoli azionari sulla piazza milanese in atto da anni: la quota degli scambi effettuati presso la borsa di Milano rispetto al totale nazionale è passata dal 92% al 95% per i titoli quotati al listino ufficiale e dal 99.2% al 99.3% per quelli negoziati al mercato ristretto. Parallelamente è proseguito il processo che da oltre cinque anni vede ampliarsi sempre di più il ventaglio dei titoli azionari interessati da un elevato volume di contrattazioni. Come si può constatare dalla tavola 14, con l'allargamento del mercato e del flusso di risparmio che vi confluisce si è man mano ridotta la concentrazione degli scambi sui principali titoli. I primi cinque titoli in ordine di controvalore scambiato, che rappresentavano nel 1986 il 42% del totale, hanno raggiunto nel 1990 solamente il 24%, confermando il graduale processo di più attenta diversificazione degli investimenti operati da investitori istituzionali e risparmiatori.

L'indice MIB storico, che aveva chiuso il 1989 a quota 10.684, alla fine di luglio aveva raggiunto il valore di 11.392, con un incremento di quasi il 7%. Il 31 dicembre 1990 il valore dell'indice è risultato di 8.007, con una flessione annuale del 25.1%. Il calo è addirittura del 29.8% se la variazione è misurata in termini reali. In particolare, come risulta dal grafico 16, i mesi di agosto, settembre e novembre hanno fatto registrare tre delle sette più forti flessioni reali degli ultimi dieci anni. Nel periodo successivo allo scoppio della crisi del Golfo si è inoltre verificato un rilevante incremento della volatilità dei prezzi misurata come deviazione standard dei rendimenti giornalieri, che ha raggiunto livelli doppi rispetto a quelli medi degli ultimi anni.

Una analisi degli indici di borsa più specializzati permette di notare che nel 1990, come già verificatosi nell'anno precedente, i titoli minori hanno fatto registrare un andamento decisamente migliore di quello delle *blue chips*. L'osservazione dei dati relativi ai singoli titoli conferma che il calo dei corsi ha interessato prevalentemente le azioni più importanti per capitalizzazione. A fronte di una riduzione del 25.1% dell'indice MIB, nel 1990 i primi dieci titoli per capitalizzazione, che rappresentano oltre un terzo dell'intero mercato, hanno subito una flessione media dei prezzi pari al 33.6%. Al contrario il 20% delle azioni ha chiuso

**Borsa Valori di Milano**  
**Scambi e capitalizzazione in rapporto al PIL e in termini reali**

	In % del PIL		Indici reali	
	CTVL (1)	CAPIT (1)	CTVL (2)	CAPIT (3)
1975	0.9	6.1	100	100
1976	0.8	5.0	111	81
1977	0.4	3.1	93	52
1978	0.8	3.8	188	70
1979	1.1	4.1	261	77
1980	1.9	6.0	416	144
1981	2.7	6.2	355	148
1982	0.7	5.0	130	121
1983	0.9	5.6	187	137
1984	1.0	6.8	207	173
1985	3.2	12.1	486	315
1986	7.4	21.2	581	575
1987	4.3	14.4	385	406
1988	3.8	16.3	470	486
1989	4.5	18.1	492	556
1990	3.9	12.9	461	406

- (1) CTVL indica il controvalore degli scambi, CAPIT la capitalizzazione di borsa a fine anno.  
(2) L'indice reale del controvalore scambiato è calcolato deflazionando il controvalore effettivo con il valore medio dell'indice MIB storico e ponendo il dato 1975 = 100, ottenendo così un indicatore del valore degli scambi che prescinde dall'andamento dei prezzi dei titoli scambiati.  
(3) L'indice reale della capitalizzazione è calcolato deflazionando il valore assoluto con gli indici ISTAT dei prezzi al consumo per famiglie di operai ed impiegati (IPCOI), e ponendo il valore del 1975 = 100.

Tav. 14

**Borsa Valori di Milano**  
**Grado di diversificazione del volume degli scambi**  
 (incidenza dei primi n titoli azionari sul totale del controvalore scambiato)

*Titoli ordinati per controvalore scambiato*

	5	10	20	30
1984	36.5%	53.8%	69.2%	76.9%
1985	30.3%	43.0%	58.8%	67.8%
1986	41.9%	53.2%	65.6%	72.4%
1987	37.0%	51.4%	62.6%	69.7%
1988	36.5%	48.3%	62.5%	71.4%
1989	25.1%	36.3%	49.6%	58.5%
1990	24.1%	35.3%	47.6%	56.3%

**BORSA VALORI DI MILANO**

**ANDAMENTO MENSILE IN TERMINI REALI**

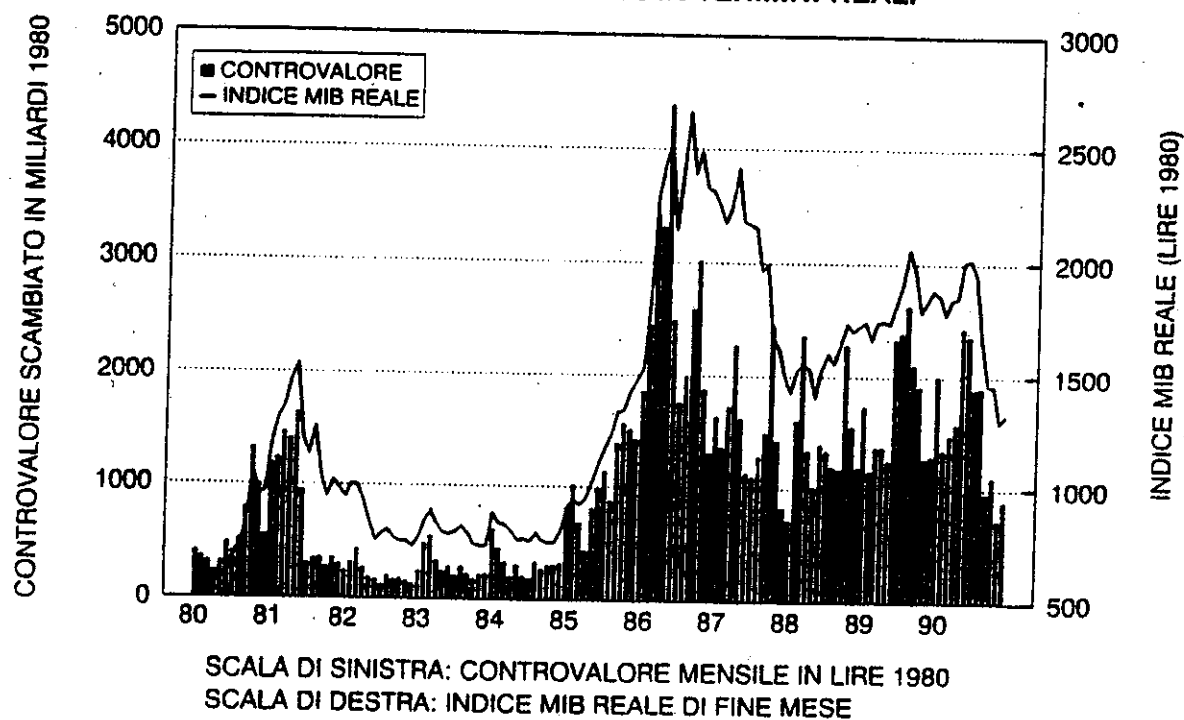


Grafico 17.



l'anno con una variazione positiva, e quasi il 60% ha fatto registrare una flessione più contenuta di quella dell'indice MIB.

Il grafico 17 presenta l'evoluzione in termini reali dell'indice MIB e del controvalore degli scambi a partire dal 1980. L'analisi dell'andamento di questi due indicatori nell'ultimo decennio permette di constatare la gravità dello *shock* che ha investito la borsa di Milano a partire dall'agosto 1990. L'esame congiunto del rischio e rendimento reale dell'intero mercato, riportato nel grafico 18, evidenzia come il 1990 sia stato in assoluto uno degli anni più negativi mai sperimentati dalla borsa di Milano nell'ultimo decennio.

I titoli quotati al mercato ristretto hanno avuto un andamento nettamente differente da quello dei titoli del listino ufficiale. Il mercato ristretto ha infatti risentito in misura molto parziale degli effetti della crisi del Golfo. Al termine del 1990 l'indice IBI ha segnalato un incremento del 3%, conseguendo, come già nel 1989, un risultato migliore di quello dell'indice del listino ufficiale (graf. 19). La capitalizzazione del mercato ristretto, al cui interno continua ad avere un peso predominante (95%) il settore bancario, è cresciuta del 9% raggiungendo la cifra di 14.829 miliardi (13.599 nel 1989) e risultando pari all'8.8% del listino ufficiale, a fronte del 6.3% del 1989 (tav. 15).

Il difficile andamento della borsa ha avuto pesanti riflessi sulla composizione dei portafogli degli investitori istituzionali, soprattutto con riferimento alle consistenze di titoli azionari. Le stime elaborate sui dati disponibili indicano un rallentamento del *trend* di crescita del totale dei mezzi amministrati da fondi comuni, gestioni fiduciarie e assicurazioni. In particolare, confermando la tendenza degli ultimi anni, si è ridotta la quota di risparmio affidata ai fondi comuni mentre sono cresciute le attività finanziarie amministrare dalle compagnie di assicurazione.

Nei portafogli degli investitori istituzionali sono diminuite in misura rilevante le consistenze di titoli azionari italiani, interessate in maniera diretta dal forte calo dei corsi (tav. 16). Il complesso dei titoli esteri è sceso leggermente, mentre è significativamente cresciuto l'ammontare complessivo dei titoli a reddito fisso, costituito in gran parte da titoli di stato.

Nel corso del 1990 il numero dei fondi comuni di investimento di diritto italiano è cresciuto da 149 a 183. I fondi hanno realizzato una raccolta lorda di 15.129 miliardi, con una forte crescita (+52.1%) rispetto all'anno precedente. Nel 1990 si è verificata l'attesa riduzione del flusso dei riscatti, sceso a 14.280 miliardi (-14%); conseguentemente la raccolta netta è risultata di 849 miliardi, ritornando a valori positivi dopo due anni di consistenti saldi negativi. L'analisi secondo le tipologie operative rivela come i migliori risultati in termini di raccolta netta siano stati conseguiti dai fondi obbligazionari, ed in particolar modo dai nuovi fondi collegati a conti correnti bancari, a fronte di un sostanziale pareggio dei fondi azionari e di un saldo negativo dei fondi bilanciati.

**BORSA VALORI DI MILANO**  
**RENDIMENTO E VARIABILITA' IN TERMINI REALI**

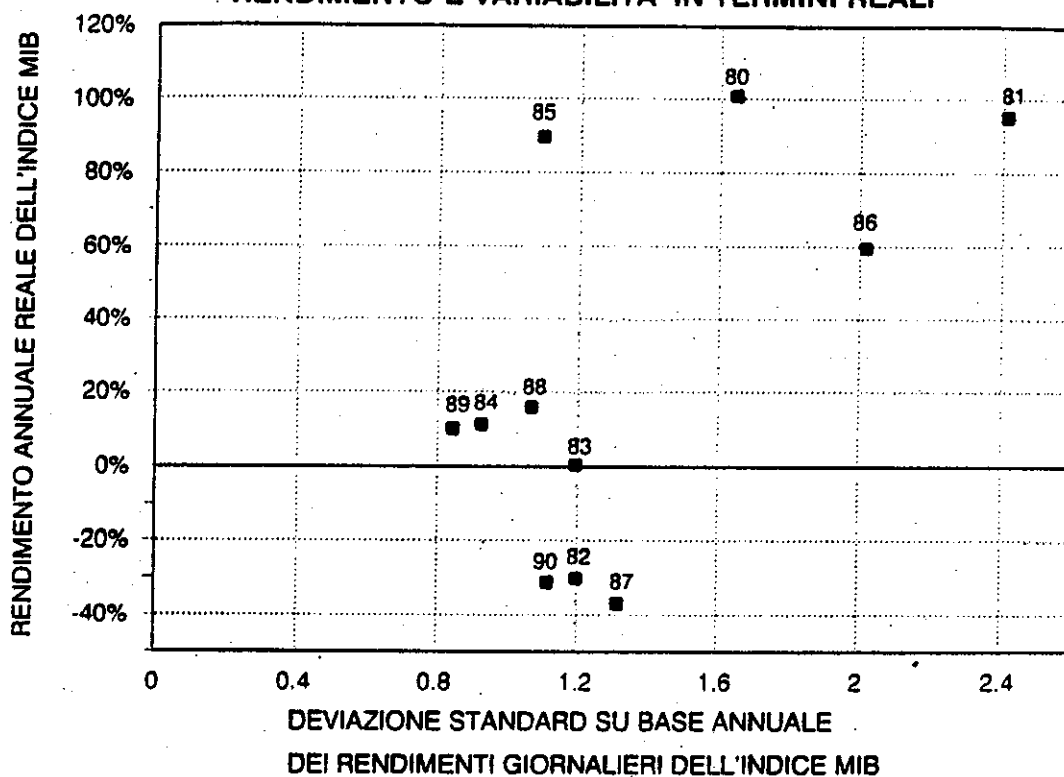


Grafico 18

**BORSA VALORI DI MILANO**  
**INDICI DEL LISTINO UFFICIALE (MIB) E DEL MERCATO RISTRETTO (IBI)**

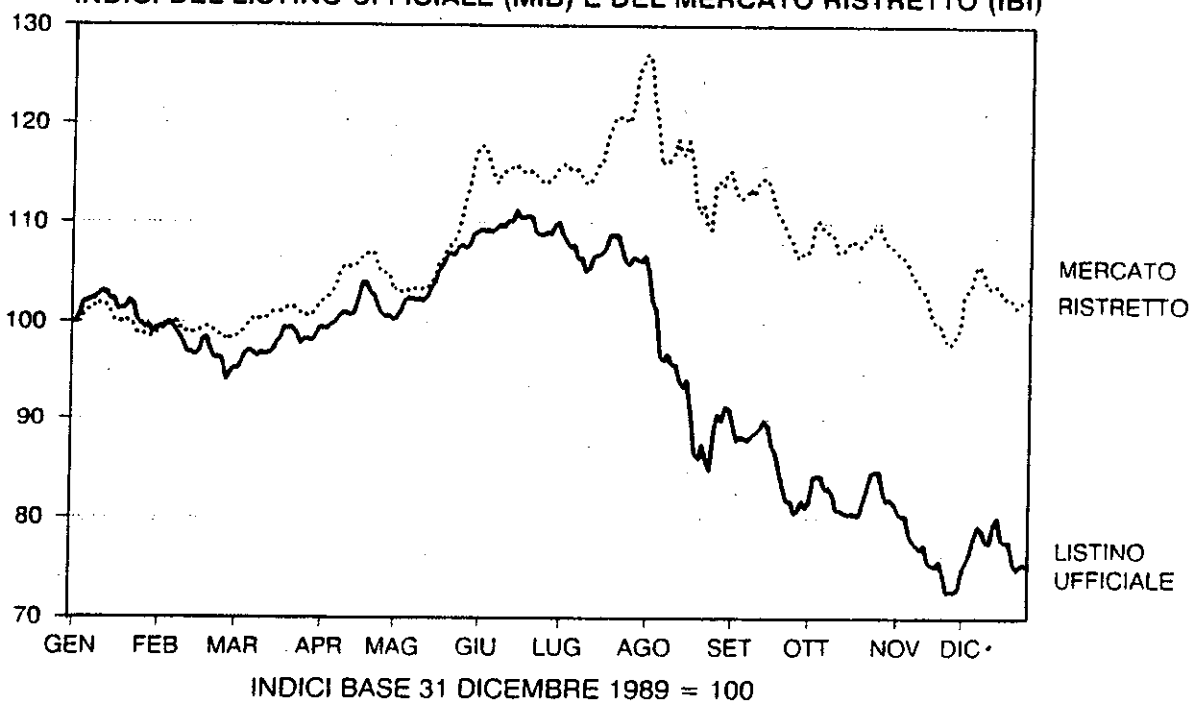


Grafico 19

### Andamento degli scambi azionari al Mercato Ristretto di Milano

	Titoli quotati				Capitalizzazione		Controvalore		Aumenti di capitale Miliardi	
	Azioni		Altri		Totale	Banche	Totale	Banche		
	Banche	Altri	Obbl.	Warr.	Miliardi	%	Miliardi	%		
1978	19	4			23	3613	99,4	13	98,4	84
1979	20	9			29	5672	97,5	55	94,5	65
1980	20	9			29	11843	98,7	204	96,6	177
1981	27	10			37	16873	98,6	245	94,5	735
1982	26	11			37	8753	97,9	138	96,7	354
1983	25	11			36	8046	97,5	89	94,4	164
1984	26	12	1		39	6292	97,2	75	93,7	507
1985	26	10	1		37	7885	95,0	155	85,7	73
1986	24	9	1		34	9753	92,3	305	80,5	313
1987	28	9	1		38	10211	95,1	356	81,7	311
1988	29	8			37	10331	96,3	332	94,8	180
1989	28	9		1	38	13599	96,4	840	94,7	596
1990	26	12			38	14829	94,7	1202	96,7	600

Tav. 16

**Investitori istituzionali: portafoglio azioni italiane**  
(dati di fine anno)

*Valori assoluti in miliardi di lire correnti*

	Fondi comuni di investimento			Gestioni fiduciarie			Assicuraz.	TOTALE
	Italiani	Lussemb.	Totale	Bancarie	Altre	Totale		
1984	176	1685	1861	...	...	...	2564	...
1985	5095	3756	8851	2475	711	3186	3313	15350
1986	17887	5767	23654	5709	1008	6717	4545	34916
1987	13561	3922	17483	3701	754	4455	5782	27720
1988	13958	3368	17326	3336	1231	4567	6793	28686
1989	14879	3479	18358	4074	1320	5394	8385	32137
1990 (1)	10748	2178	12926	3133	1388	4521	7304	24751

*Dati in percentuale della capitalizzazione di Borsa*

	Fondi comuni di investimento			Gestioni fiduciarie			Assicuraz.	TOTALE
	Italiani	Lussemb.	Totale	Bancarie	Altre	Totale		
1984	0.4	3.4	3.7	...	...	...	5.1	...
1985	5.2	3.8	9.0	0.7	2.5	3.2	3.4	15.6
1986	9.4	3.0	12.4	0.5	3.0	3.5	2.4	18.3
1987	9.6	2.8	12.4	0.5	2.6	3.2	4.1	19.7
1988	7.9	1.9	9.8	0.7	1.9	2.6	3.8	16.2
1989	6.9	1.6	8.5	0.6	1.9	2.5	3.9	14.9
1990 (1)	6.4	1.3	7.7	0.8	1.9	2.7	4.3	14.7

(1) I dati relativi a gestione fiduciarie e assicurazioni sono stimati.  
 Fonti: Consob, Banca d'Italia, Studi Finanziari.

Il dato positivo della raccolta netta non è stato tuttavia sufficiente a contrastare l'effetto del calo dei corsi azionari e quello, più limitato, della distribuzione di dividendi: il patrimonio netto a fine anno dei fondi comuni è diminuito, in linea con il *trend* discendente in atto dal 1986, attestandosi a 47.382 miliardi (-3.6%). La quota delle azioni è passata dal 30% al 22.7%, mentre i titoli di stato sono saliti dal 38.1% al 49.2% del patrimonio netto.

La differente struttura della raccolta e il calo dei corsi azionari hanno influenzato la composizione del patrimonio netto per tipologia dei fondi, modificando la situazione di sostanziale omogeneità di fine 1989, quando i fondi azionari, obbligazionari e bilanciati si dividevano in parti uguali il patrimonio complessivo. Nel dicembre 1990 la quota sul totale dei fondi obbligazionari, i soli ad aumentare il patrimonio netto (+22.3%), è risultata pari al 41.7%, mentre i fondi azionari e quelli bilanciati hanno raggiunto rispettivamente il 30.5% e il 27.8% del totale.

L'analisi della struttura distributiva non presenta alcuna modifica significativa rispetto al quadro del 1989: a livello di consistenze amministrative continuano a prevalere le reti di vendita (43% del patrimonio netto complessivo), su sistemi misti (30.6%), banche (24.4%) e sistemi di raccolta diretta (2%). La situazione è invece più diversificata sotto il profilo della raccolta al netto dei riscatti: reti di vendita e sistemi di raccolta diretta si sono dimostrati, come in passato, più dinamici e capaci di rispondere alle esigenze del mercato, riportando saldi positivi rispettivamente di 559 e 341 miliardi, a fronte dei saldi negativi di banche (-67 miliardi) e sistemi misti (-14 miliardi).

Con riferimento all'intero anno gli acquisti netti di azioni italiane sono risultati per la terza volta consecutiva di segno negativo (-174 miliardi), e il portafoglio azionario dei fondi in rapporto alla capitalizzazione di borsa di fine anno ha ancora segnato una leggera flessione, passando dal 6.9% al 6.4%. La seconda metà del 1990 ha visto però delinearci un'inversione di tendenza del comportamento dei fondi sul mercato azionario. Il dato annuale degli acquisti netti di titoli azionari deriva infatti da un saldo negativo nel primo trimestre, in corrispondenza di persistenti difficoltà nella raccolta, cui sono seguiti nel resto dell'anno saldi positivi, particolarmente evidenti per quanto riguarda gli acquisti di azioni da parte dei fondi azionari negli ultimi cinque mesi.

Nonostante le difficoltà connesse al calo della borsa, nel 1990 l'attività dei fondi comuni sembra pertanto aver riassorbito la tendenza negativa del periodo 1987-88, e lascia intravedere nuove possibilità di sviluppo per strumenti sempre più specializzati, adatti a soddisfare la domanda di diversificazione degli investimenti da parte dei risparmiatori.

##### **5. La situazione finanziaria delle imprese italiane**

Nell'analisi delle caratteristiche strutturali e dell'evoluzione congiunturale del mercato mobiliare e del quadro macroeconomico in cui esso è inserito assume un particolare rilievo la

situazione finanziaria del settore delle imprese. Questo settore esercita un ruolo di fondamentale importanza nella domanda e nell'offerta di risorse finanziarie sul mercato. L'assetto finanziario delle imprese, sia sotto l'aspetto della struttura patrimoniale che del ricorso alle varie forme di finanziamento, è strettamente connesso con la struttura dei mercati finanziari e con la loro possibile evoluzione.

Per avere informazioni sulla situazione finanziaria delle imprese italiane negli ultimi anni si può far riferimento all'indagine Mediobanca che analizza un campione di 1.743 imprese. Non essendo ancora disponibili i risultati di bilancio per il 1990, l'analisi più recente è relativa ai dati del 1989. Gli aspetti più importanti ai fini della nostra analisi riguardano la composizione delle risorse e degli impieghi e la struttura patrimoniale delle imprese nel periodo compreso tra il 1984 ed il 1989.

In primo luogo è utile osservare la composizione del finanziamento delle imprese facenti parte del campione. Il rapporto tra componente esterna e componente interna di finanziamento evidenzia una costante crescita del peso della componente interna, rappresentata dal *cash-flow*, che è passata dal 42% del 1984 al 74% del 1988, con una brusca riduzione nel 1989 in cui il *cash-flow* ha rappresentato soltanto il 51% del totale delle risorse del campione (tav. 17). Negli anni considerati, la costante crescita economica ha consentito alle imprese di riequilibrare il rapporto tra autofinanziamento e fonti esterne, sul quale avevano inciso negativamente i tassi di interesse reali negativi o molto bassi degli anni ad alta inflazione e la crisi del settore industriale degli anni '70 e dei primi anni '80. La riduzione dell'autofinanziamento nel 1989, più che ad una riduzione di redditività, è da addebitarsi al forte aumento degli impieghi che ha spinto le imprese a ricorrere alle fonti esterne di finanziamento.

Tra le risorse esterne di finanziamento, l'apporto degli azionisti, calcolato considerando gli aumenti di capitale a pagamento al netto dei dividendi distribuiti, è stato elevato negli anni 1985 e 1986, stabilendosi su valori intorno al 20% del totale delle risorse raccolte, per poi ridursi negli anni successivi quando è risultato addirittura negativo. La riduzione è da attribuirsi soprattutto al calo degli aumenti di capitale a pagamento, mentre i dividendi distribuiti sono cresciuti molto lentamente. Nel 1989 c'è stata una leggera ripresa dell'apporto degli azionisti dovuta ad una crescita degli aumenti di capitale del 70%, a fronte della sostanziale stabilità dei dividendi distribuiti. Nonostante questa ripresa, il peso dell'apporto di capitale da parte degli azionisti sul totale delle risorse finanziarie raccolte dalle imprese è stato pari ad appena un quarto di quello degli anni del boom borsistico. Un andamento speculare a quello degli apporti degli azionisti ha avuto la variazione dei debiti finanziari, il cui peso si è ridotto nei primi anni considerati per aumentare a partire dal 1987. Nel 1989, nonostante la ripresa della richiesta di finanziamenti rivolta agli azionisti, il peso dei debiti è aumentato notevolmente a causa dell'esplosione degli impieghi. La raccolta di capitale di rischio si presenta quindi ancora difficile per il complesso delle imprese, in particolare per quelle di pic-

**Impieghi e risorse del campione Mediobanca**  
(valori percentuali)

	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Investimenti tecnici	49.55	64.81	61.83	70.96	70.27	55.58
Investimenti finanziari	10.04	17.25	23.36	23.05	22.80	29.36
Variazioni disponibilità	17.45	5.45	15.91	2.20	-4.97	3.56
Variazioni circolante netto	22.97	12.50	-1.09	3.79	11.90	11.49
Totale impieghi	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
Cash-Flow	41.89	69.44	67.37	72.77	74.13	51.17
Apporti degli azionisti	25.90	17.60	21.25	-0.71	-1.37	5.78
Contributi incassati	5.86	6.53	5.77	5.67	6.07	4.11
Variazioni debiti finanziari	20.98	1.85	2.54	18.49	12.36	33.57
Variazioni passività diverse	5.38	4.57	3.07	3.77	8.81	5.37
Totale risorse	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

Fonte: Mediobanca.

cole e medie dimensioni. I valori positivi degli aumenti di capitale degli anni '85 ed '86 sono infatti dovuti in gran parte alle favorevoli condizioni in borsa di quegli anni, che hanno spinto alcune grandi imprese a finanziarsi in maniera intensiva sul mercato. In media, nel periodo tra il 1985 e il 1990, oltre il 40% delle emissioni lorde di azioni è stato rappresentato dalle emissioni effettuate da società quotate in borsa.

Dall'analisi della struttura delle passività delle imprese si traggono ulteriori indicazioni che confermano la limitata importanza del finanziamento attraverso capitale di rischio. Trattandosi di valori rappresentativi di *stock*, i dati della struttura patrimoniale presentano una maggiore stabilità in tutto il periodo considerato rispetto ai dati relativi ai flussi di finanziamento (tav. 18). Il rapporto tra capitale netto e totale delle passività è aumentato lievemente dal 21% al 23% nel periodo tra il 1984 ed il 1989. Tale valore rimane inferiore a quelli registrati nella maggior parte degli altri paesi industrializzati, sebbene i confronti internazionali siano resi difficili dalla non completa omogeneità dei dati. La sottocapitalizzazione delle imprese italiane appare evidente soprattutto nei confronti dei paesi i cui sistemi finanziari sono fortemente orientati al mercato, come gli Stati Uniti ed il Regno Unito. In questi paesi il rapporto tra capitale netto e totale delle attività è superiore al 40%, benché negli ultimi anni, soprattutto negli Stati Uniti, ci sia stato un diffuso fenomeno di riacquisto di titoli da parte delle imprese finalizzato alla prevenzione o alla difesa da operazioni ostili di acquisizione. Il livello di capitalizzazione delle imprese italiane è inferiore anche a quello delle imprese di paesi in cui il sistema finanziario è tradizionalmente dominato dagli intermediari bancari come la Germania, in cui il rapporto tra capitale netto e totale delle attività è pari a circa il 30%. Solo in Giappone sembra esserci una situazione della struttura finanziaria delle imprese simile a quella italiana, con valori del rapporto di capitalizzazione inferiori al 20%. L'analisi evidenzia quindi la presenza di una certa debolezza strutturale degli stati patrimoniali delle imprese italiane, soprattutto se si considera che la componente più rilevante dell'indebitamento finanziario è costituita dai debiti a breve termine. A fronte di una riduzione della quota del totale dei debiti finanziari sulle passività, passata dal 52% del 1984 al 47% del 1989, il peso dei debiti a breve termine è aumentato: nel 1984 essi rappresentavano il 65% dei debiti complessivi mentre nel 1989 la percentuale è salita al 68%.

Per quanto riguarda la destinazione delle risorse delle imprese, il peso degli investimenti tecnici sul totale degli impieghi è cresciuto a partire dal 1985, assestandosi su circa il 70% del totale. Nel 1989 c'è stata però una netta riduzione che ha portato la percentuale al 55%. Il peso degli investimenti finanziari è cresciuto costantemente. La sua quota sul totale degli impieghi è passata dal 10% del 1984 al 23% del 1987, al 30% del 1989. Il forte aumento degli impieghi complessivi registrato nel 1989 è stato causato soprattutto dalla crescita delle componenti finanziarie rispetto a quelle reali. La crescita dell'interesse delle imprese per gli investimenti finanziari è quindi una tendenza oramai consolidata. Dal tradizionale rapporto di



**Composizione delle passività degli stati patrimoniali  
del campione Mediobanca  
(valori percentuali)**

	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Mezzi propri	21	21	22	22	22	22
Fondi ammortamento	19	20	20	21	22	22
Fondi di quiescenza	5	5	5	4	4	4
Debiti finanziari	52	50	50	47	47	47
— a medio/lungo termine	18	17	17	16	15	15
— a breve termine	34	32	32	32	32	32
Altre passività	4	4	4	4	4	4
Risultato di esercizio	0	1	1	1	1	2
Totale passività	100	100	100	100	100	100

Fonte: Mediobanca.

dipendenza delle imprese rispetto agli intermediari finanziari, soprattutto bancari, si è passati ad una presenza più diretta delle imprese sui mercati finanziari, in veste tanto di prenditori di fondi quanto di finanziatori. Nel quadro dei profondi mutamenti che hanno caratterizzato l'evoluzione dei mercati finanziari degli anni '80, le imprese hanno assunto quindi un ruolo di intermediazione finanziaria che si è presentata se non competitiva almeno complementare nei confronti di quella esercitata dai tradizionali intermediari. Su questa tendenza hanno influito due diversi fattori: da un lato il livello elevato dei tassi di interesse che ha reso gli investimenti finanziari molto competitivi rispetto a quelli reali; dall'altro la necessità per le imprese di una crescita dimensionale al fine di mantenere la competitività di fronte all'allargamento dei mercati, che ha spinto a privilegiare la crescita per vie esterne, cioè con accordi o acquisizioni, rispetto alla crescita interna attraverso investimenti produttivi.

Può essere interessante notare come i fondi interni abbiano coperto fino al 1988 gli impieghi di investimenti tecnici. Solo nel 1989 il rapporto tra i due aggregati è sceso seppure di poco al di sotto dell'unità. Più marcata è la riduzione del rapporto tra il *cash-flow* e gli investimenti totali, proprio a causa della accentuata dinamica degli investimenti finanziari.

Un campione più ristretto ma certamente più rappresentativo della situazione finanziaria delle grandi imprese, è quello delle società quotate in borsa. Riguardo a questo campione sono stati esaminati alcuni indicatori relativi agli aumenti di capitale e alla distribuzione di dividendi.

Per quanto riguarda gli aumenti di capitale realizzati dalle società quotate in borsa, nel 1990 la raccolta di denaro fresco è stata pari a 9.408 miliardi di lire con un aumento del 28% rispetto ai 7.356 miliardi del 1989. Va tenuto però presente che una sola operazione di aumento di capitale, quella relativa alla GAIC, ha coperto circa un terzo dell'ammontare complessivo. Va ricordato peraltro che il dato del 1989 rappresentava un aumento del 144% rispetto al 1988. Negli ultimi due anni c'è stata quindi una notevole ripresa del ricorso delle imprese quotate al finanziamento azionario, dopo la stasi del 1987 e 1988. Tale ripresa non sembra aver risentito molto della crisi del secondo semestre del 1990. Il rapporto tra raccolta di denaro fresco e capitalizzazione media di borsa è aumentato negli ultimi due anni, passando dall'1.9% del 1988 al 3.8% del 1989, al 4.9% del 1990 (tav. 19). Se si considera il rapporto tra raccolta di denaro fresco e volume complessivo degli scambi, il 1990 è stato un anno proficuo per la raccolta in quanto tale rapporto è stato pari al 19% a fronte del 14% del 1989.

Quando si confronta il mercato primario italiano con quello degli altri principali paesi, emerge che la capacità di raccolta di capitale delle imprese quotate italiane non è inferiore a quella delle imprese estere. Nel periodo 1980-1989 la raccolta di capitale fresco sulla borsa di Milano è risultata proporzionalmente superiore a quella delle borse di Parigi, Londra, New York e delle borse tedesche. Il rapporto tra raccolta e capitalizzazione è stato pari al 4.7%

**Raccolta di denaro fresco da parte di società quotate**  
(valori in miliardi di lire correnti)

	Denaro fresco	Variazione %	Denaro fresco Capit. media (%)	Denaro fresco Scambi (%)
1984	5.341	62,0	2,5	75
1985	4.035	-24,5	5,5	15
1986	14.488	259,1	10,0	22
1987	5.277	-63,6	3,2	13
1988	3.011	-42,9	1,9	7
1989	7.355	144,3	3,8	14
1990	9.408	27,9	4,9	19

Fonte: Mediobanca.

nella borsa di Milano a fronte del 4% della borsa di Parigi, del 2.5% di Londra, del 2.4% delle borse tedesche e di New York. Il rapporto tra raccolta e scambi è stato pari al 14.9% nella borsa di Milano a fronte del 9.1% della borsa di Parigi, 6.1% delle borse tedesche, 5.6% della borsa di Londra e 4.4% della borsa di New York. Ciò che continua a caratterizzare la borsa di Milano è la maggiore concentrazione delle operazioni di raccolta, che sono effettuate in gran parte dai maggiori gruppi industriali. Questa caratteristica è condivisa dalle altre borse dell'Europa continentale, mentre nei paesi anglosassoni prevale un più aperto mercato primario sul quale operano anche società di minore dimensione e di più recente quotazione.

Tornando al mercato italiano è interessante rilevare come oltre la metà della raccolta di denaro fresco dipenda dall'applicazione di sovrapprezzi. La politica di applicare sovrapprezzi consistenti è relativamente recente (tav. 20). Se si considera il peso del sovrapprezzo sul totale delle richieste di nuovi finanziamenti, emerge che tale valore era mediamente inferiore al 10% fino al 1984, mentre a partire dal 1985 si è attestato su valori prossimi al 50%. La politica di raccolta di capitale ha consentito alle imprese di finanziarsi sul mercato, ma la situazione di corsi calanti e di aspettative di scarsa profittabilità, come è l'attuale, può d'altra parte scoraggiare gli investitori e ridurre l'effettiva capacità del mercato primario di rappresentare una concreta alternativa per il finanziamento dell'attività produttiva delle imprese italiane.

I dividendi distribuiti nel 1990 dalle società quotate in borsa, relativi agli utili conseguiti nell'esercizio 1989, sono stati pari a 5.819 miliardi, con un aumento dell'11% rispetto ai 5.220 miliardi dell'esercizio precedente (tav. 21). Questo dato, positivo anche in termini reali, conferma però la tendenza che a partire dal 1987 ha visto una riduzione del tasso di crescita dei dividendi distribuiti. Negli anni corrispondenti al boom di borsa i dividendi crescevano infatti a tassi superiori al 35%.

Una spiegazione della tendenza degli ultimi tre anni risiede nella scelta compiuta dalla maggior parte delle grandi imprese di privilegiare il loro rafforzamento patrimoniale a scapito della distribuzione di dividendi, anche in considerazione delle maggiori difficoltà incontrate a finanziarsi sul mercato azionario.

Si tratta di una tendenza che rischia di rafforzarsi ulteriormente per quanto riguarda i dividendi relativi agli utili del 1990. I primi bilanci preconsuntivi, resi pubblici alla fine dell'anno, indicano un calo generalizzato dei profitti in particolar modo per quanto riguarda le grandi imprese del settore privato. Appare quindi difficile che il monte dividendi complessivo che sarà distribuito nel 1991 possa essere superiore in termini reali a quello dell'anno precedente. Si stima infatti che il monte dividendi relativo all'esercizio 1990 difficilmente potrà essere superiore a 6.000 miliardi. La tendenza recessiva che ha caratterizzato il quadro congiunturale ha infatti rafforzato l'orientamento prudentiale riguardo alla destinazione dell'utile, portando le società a privilegiare l'autofinanziamento a scapito della distribuzione di

Tav. 20

**Sovrapprezzo pagato sugli aumenti di capitale**  
(valori in miliardi di lire correnti)

	Sovrapprezzo	In percentuale della raccolta di denaro fresco
1984	288	5
1985	1.983	49
1986	8.212	57
1987	2.830	54
1988	1.868	62
1989	4.270	58
1990	5.260	56

Fonte: Mediobanca.

Tav. 21

**Dividendi lordi distribuiti dalle società quotate in Borsa**  
(valori in miliardi di lire correnti)

	Dividendi	Variazioni in % sull'anno precedente
1984	2.071	37
1985	2.815	36
1986	4.036	43
1987	4.649	15
1988	5.220	12
1989	5.819	11

Fonte: Mediobanca.

dividendi agli azionisti.

È da tener presente che sul risultato complessivo influiranno molto le scelte adottate da alcune grandi imprese il cui peso nella distribuzione totale dei dividendi è molto elevato (tav. 22). I dividendi distribuiti dalla FIAT, per esempio, hanno rappresentato oltre il 15% del monte dividendi relativo al 1989 complessivamente distribuito dalle società quotate in borsa. Tra le grandi imprese prevalgono orientamenti diversi rispetto alle strategie di destinazione dell'utile. Se all'interno delle principali società si opera un confronto tra l'incidenza sul totale del monte dividendi distribuito e il peso relativo della capitalizzazione di borsa, emergono infatti differenze profonde. Per la FIAT, ad esempio, la quota dei dividendi sul totale dei dividendi distribuiti è oltre il 15%, mentre la sua quota della capitalizzazione totale della borsa valori è solo del 6.5%; per quanto riguarda le Assicurazioni Generali invece, a fronte di un peso di dividendi del 3.7%, il peso della capitalizzazione è invece di ben il 9.7%.

## **6. La tassazione dei guadagni di capitale sui titoli azionari**

### *6.1 La tassazione dei guadagni di capitale nella CEE*

Il nuovo trattamento fiscale dei guadagni di capitale deve essere esaminato nel quadro dei regimi adottati dagli altri paesi della Comunità europea. Da un lato, con la piena liberalizzazione dei movimenti di capitale, i diversi regimi fiscali rappresentano un elemento importante nella concorrenza tra le piazze finanziarie; dall'altro, con il proseguire dell'unificazione economica europea, la progressiva ma inevitabile convergenza dei regimi impositivi non potrà non condizionare l'evoluzione legislativa in campo fiscale all'interno dei singoli paesi. Appare quindi importante che, nei principi di fondo e nelle modalità di applicazione, la tassazione italiana dei guadagni di capitale dei titoli azionari detenuti dalle famiglie rappresenti una misura-ponte efficace verso la convergenza delle politiche di tassazione dei redditi finanziari che si dovrà attuare in vista del 1993.

Nel quadro legislativo comunitario, non esiste attualmente una proposta definita riguardante l'armonizzazione del trattamento fiscale dei guadagni di capitale, in quanto tale questione dovrà essere affrontata nel quadro del più complesso disegno di armonizzazione dell'imposizione diretta. Con la progressiva realizzazione dell'integrazione economica e finanziaria della CEE, l'accento sulle questioni fiscali è stato posto soprattutto sull'eliminazione di misure distorsive della concorrenza o che potevano favorire frodi fiscali.

In tale quadro è stata presentata una proposta di direttiva, modificata nell'aprile 1987, concernente le imposte indirette sulle transazioni in titoli. La proposta di direttiva prevede l'eliminazione delle imposte indirette sulle transazioni su titoli, al fine di evitare distorsioni

**Borsa Valori di Milano - 1990**  
**Confronto tra la quota del monte dividendi**  
**e la quota della capitalizzazione totale**  
(valori in miliardi di lire e in percentuale sul totale)

	Dividendi (totale)	Dividendi (%)	Capitalizzazione (%)
Fiat	519.480	9,4	4,3
Fiat priv.	225.438	4,1	1,4
Generali	204.050	3,7	9,7
Banca Commerciale	168.000	3,0	2,0
Olivetti ord.	135.583	2,4	0,9
Fiat risp. n.c.	130.683	2,4	0,8
Stet	126.124	2,3	3,3
Benetton	112.032	2,0	0,9
Credito Italiano	111.350	2,0	1,7
Montedison	108.846	2,0	1,7

dei movimenti di capitale all'interno della Comunità, dovute alle possibili divergenze nei livelli delle aliquote e nelle modalità di applicazione, e anche al fine di aumentare la competitività internazionale delle piazze finanziarie europee. Attualmente, i lavori del Consiglio su questa proposta di direttiva sono bloccati a causa dell'opposizione di diversi stati. È da tener presente che qualsiasi disposizione fiscale di carattere comunitario deve essere adottata all'unanimità.

In assenza di una chiara iniziativa comunitaria nel campo della tassazione dei guadagni di capitale, i singoli paesi mantengono regimi fiscali notevolmente differenziati anche se sembra prevalere una progressiva convergenza verso una semplificazione del sistema tributario dei redditi finanziari e una riduzione dell'onere fiscale, in particolar modo delle imposte indirette, gravante su tali redditi.

Nella tavola 23 vengono riassunte le principali caratteristiche dei regimi fiscali riguardanti i guadagni di capitale attualmente in vigore nei paesi europei e, come riferimento, anche i regimi in vigore negli Stati Uniti ed in Giappone. Una forma di tassazione dei guadagni di capitale è prevista in tutti i paesi considerati, con l'eccezione della Grecia. Nella maggior parte dei casi, non è stabilita l'imponibilità generalizzata dei guadagni di capitale ma vengono individuati alcuni casi specifici per i quali si prevede la tassazione.

Per quanto riguarda i paesi europei in cui l'imponibilità è generalizzata, cioè Regno Unito, Irlanda, Spagna e Francia, esistono alcune importanti eccezioni alla tassazione: nel Regno Unito e in Irlanda vengono stabilite delle franchigie (pari rispettivamente a oltre 10 milioni di lire e a circa 4 milioni di lire); in Francia la tassazione considera solo le grandi transazioni, cioè quelle superiori a 70 milioni di lire; in Spagna vi sono agevolazioni sulle aliquote proporzionate alla durata del possesso. In questi paesi, i guadagni di capitale sono inseriti nella tassazione ordinaria del reddito, con l'eccezione della Francia dove vige una tassazione separata, con un'aliquota modesta (16%).

Nei paesi in cui l'imponibilità non è generalizzata, le condizioni per la tassazione richiedono l'esistenza di un intento speculativo e/o la cessione di partecipazioni qualificate. L'intento speculativo è verificato dalla brevità del possesso minimo che viene fissato in un periodo che va dai 6 mesi (Lussemburgo e Germania) ai 36 mesi (Danimarca). Sono considerate partecipazioni qualificate ai fini impositivi quelle superiori al 25% o più del capitale di una società. La tassazione avviene nella maggior parte dei casi in forma separata, con aliquota differenziata a seconda della durata del possesso quando nell'imponibile rientrano anche i guadagni non speculativi. È diffusa l'esistenza di franchigie anche laddove l'imponibilità dei guadagni di capitale non è generalizzata.

Le minusvalenze sono deducibili dall'imponibile in tutti i paesi, con l'eccezione della Danimarca, ma in molti casi la deducibilità viene applicata nella forma di percentuale forfettaria di abbattimento delle plusvalenze. Nei casi in cui è concessa una deducibilità analitica



Paese	Imponibilità generalizzata	Condizioni per tassazione	Tipo tassazione	Aliquote	Franchigie	Deducibilità minusvalenze	Definizione imponibile	Imposta di bollo
Belgio	NO	Cessioni qualif. (25%) e acquisto straniero Intento speculativo	Separata Separata Progressiva Separata	16,5% 33% + imposta comunale Ordinarie sul reddito 50%	SI SI	SI NO	Nominale Nominale Nominale	SI (*) 0,17-0,35% SI 1%
Danimarca	NO	Intento speculativo (36 mesi) Oltre 36 mesi solo le cessioni qualif. (25%)	Separata	16%	SI 307000 FF	SI	Nominale	NO Solo su titoli non quotati 0,15 - 0,30%
Francia	SI	Grandi transazioni	Separata					NO
Grecia	NO							
Irlanda	SI		Separata	30-60% a seconda della durata del possesso	SI 2000 ST IRL	SI	Reale	SI 1%
Italia	SI		Separata Opzione per ritenuta alla fonte su profitto presunto tra 2% e 7%	25%	Da definirsi	SI	Reale	SI 0,05%
Lussemburgo	NO	Intento speculativo (6 mesi) Cessioni qualif. (25%)	Progressiva Separata	15% Ordinarie sul reddito Metà di quella ordinaria	SI - 10000 FL SI - 1250000 FL	SI SI	Nominale Nominale	NO
Olanda	NO	Cessioni qualif. (33%)	Progressiva	Ordinarie sul reddito	SI	SI	Nominale	SI (*) 0,12%
Portogallo	NO	Intento speculativo	Separata (opzione per progressiva)	10% Ordinarie sul reddito				NO
Regno Unito	SI		Progressiva	Ordinarie sul reddito	SI - 5000 ST.	SI	Reale	SI 0,5%
Germania	NO	Intento speculativo (6 mesi) Cessioni qualif.	Progressiva Separata	Ordinarie sul reddito Metà di quella ordinaria	SI - 30 milioni DM dimezzamento aliquote SI	SI SI	Nominale Nominale	SI 0,25%
Spagna	SI		Progressiva	Ordinarie (agevolazioni proporzionali alla durata del possesso)	NO	SI	Reale	NO
USA	SI		Progressiva	Ordinarie sul reddito	NO	SI	Nominale	NO
Giappone	SI	Attività continuativa di compravendita	Separata Opzione per ritenuta alla fonte su profitto pres. del 3%	20% 20%				SI 0,3%

(\*) Il Governo intende abolire l'imposta.

delle minusvalenze, vengono spesso stabiliti tetti in valore assoluto o in percentuale delle plusvalenze realizzate.

La definizione dell'imponibile è in termini nominali in tutti i paesi tranne il Regno Unito, l'Irlanda e la Spagna, in cui vengono stabilite procedure di indicizzazione. Nei paesi in cui non c'è indicizzazione, per tener conto degli effetti dell'inflazione sui guadagni di capitale si esentano quelli conseguiti in periodi medio-lunghi o, in alternativa, si stabiliscono per essi aliquote inferiori.

Un'imposta fissa sulle transazioni, del tipo dell'imposta di bollo in Italia, esiste in Danimarca, Irlanda e Germania, mentre in Belgio, Olanda e Regno Unito i governi si sono impegnati ad eliminarla nei prossimi mesi.

Per quanto riguarda il regime fiscale nei principali paesi extra-CEE, Stati Uniti e Giappone, in entrambi i casi l'imponibilità dei guadagni di capitale è generalizzata. Negli Stati Uniti, i guadagni e le perdite di capitale in termini nominali concorrono alla definizione dell'imponibile dell'imposta ordinaria sui redditi. In Giappone, il principio della tassazione dei guadagni di capitale è stato stabilito nel 1989 e prevede la possibilità di optare tra una tassazione separata con aliquota del 20% dei guadagni effettivamente realizzati e una ritenuta alla fonte su un profitto presunto del 5% del volume della transazione sul quale si applica l'aliquota del 20%. Accanto a questa tassazione esiste un'imposta fissa, la *Securities Transfer Tax*, che si applica nella misura dello 0.3% al valore delle transazioni di azioni.

## *6.2 La nuova tassazione dei guadagni di capitale in Italia*

Il decreto legge n. 27/1991 che introduce il principio della tassazione dei guadagni di capitale realizzati dalle famiglie e dagli enti commerciali è rivolto al raggiungimento dei seguenti obiettivi:

- garantire una maggiore equità fiscale e ridurre la difformità di trattamento fiscale tra i redditi finanziari;
- realizzare un adeguamento alla situazione degli altri paesi CEE, nei quali, con l'eccezione della Grecia, i guadagni di capitale sono tassati;
- consentire un aumento del gettito allargando la base imponibile;
- rendere più difficile l'elusione dell'imposizione sul reddito (IRPEF e IRPEG) e dell'INVIM, che veniva realizzata attraverso la trasformazione di redditi e plusvalenze su attività produttive e valori immobiliari in guadagni di capitale esenti.

Le caratteristiche fondamentali del regime introdotto dal decreto sono le seguenti. Le persone fisiche e gli enti non commerciali saranno sottoposti alla tassazione dei guadagni di capitale realizzati mediante cessione a titolo oneroso di azioni, quote rappresentative del capitale o del patrimonio e di altre partecipazioni analoghe, dei certificati rappresentativi di partecipazione in società, associazioni, enti e altri organismi nazionali e esteri, di obbligazio-

ni convertibili, diritti di opzione e di ogni altro diritto che non abbia la natura di interesse, connesso ai predetti rapporti. Sono assoggettati all'imposta anche i *warrants* e le operazioni a premio.

La tassazione dei guadagni di capitale sarà configurata come un'imposta sostitutiva dell'imposta ordinaria sul reddito. Sono previsti due diversi regimi. Nel regime ordinario l'imposta si applicherà in ragione del 25% delle plusvalenze realizzate nel periodo di detenzione dei titoli al netto delle minusvalenze. Le plusvalenze e le minusvalenze saranno determinate dalla differenza tra prezzo di acquisto e prezzo di vendita dei titoli. Al fine di depurare le plusvalenze dagli effetti dell'inflazione, il costo di acquisto fiscalmente riconosciuto viene incrementato per ciascun periodo di dodici mesi, o frazione superiore ai sei mesi, decorsi dalla data di acquisto, di un ammontare commisurato al tasso composto di variazione del deflatore del PIL dall'anno anteriore all'acquisto all'anno anteriore alla cessione. L'imposta sarà versata in occasione della presentazione della dichiarazione dei redditi, e sarà calcolata in una sezione separata di quest'ultima. Nel caso delle società di persone, al costo di acquisto delle partecipazioni si aggiungono i redditi imputati al socio, per evitare che su di essi sia applicata una doppia imposizione.

Il decreto legge prevede che il contribuente possa optare per un regime di tipo forfettario, nel quale l'imposta viene pagata nella misura del 15% della plusvalenza realizzata su ogni singola operazione realizzata per il tramite di intermediari autorizzati. L'opzione di scelta tra il regime ordinario o forfettario va esercitata in occasione della prima transazione messa in atto nell'anno ed è valida per un anno.

Nel regime forfettario le plusvalenze vengono determinate nel modo seguente:

— per i titoli quotati in borsa o negoziati al mercato ristretto si tiene conto del rendimento del titolo oggetto dello scambio nei nove mesi precedenti la vendita. Per il primo anno viene stabilito un regime transitorio che limita i calcoli del rendimento ai trimestri successivi all'entrata in vigore del decreto. Viene stabilito un limite minimo ed uno massimo per il rendimento tassabile che in ogni caso non potrà risultare inferiore al 2% o superiore al 7%;

— per i titoli non quotati, la plusvalenza viene determinata per il 1991 nella misura del 3% del valore della transazione e per il 1992 sulla base dell'andamento del PIL in termini nominali nel periodo compreso tra la data di entrata in vigore del decreto e la data di vendita del titolo. In ogni caso la percentuale complessiva non può essere superiore al 7%.

Per i contribuenti che optano per il regime ordinario, gli intermediari e le società emittenti che intervengono nelle cessioni devono rilasciare una apposita certificazione, comprendente le generalità ed il codice fiscale del venditore, la data e l'oggetto della cessione, l'imposta eventualmente pagata, il prezzo di vendita e l'importo delle spese. Inoltre, entro il 30 aprile di ogni anno devono comunicare all'amministrazione finanziaria tutti i dati riguardanti le cessioni effettuate nell'anno precedente.

Nel caso del regime forfettario, gli intermediari provvedono al versamento dell'imposta rilasciando apposita attestazione al contribuente. Se vi è una richiesta in tal senso della controparte, gli intermediari devono rilasciare una completa certificazione della transazione analoga a quella prevista per il regime analitico.

Se il contribuente opta per il regime ordinario, è istituito un meccanismo transitorio per la determinazione del prezzo di acquisto delle azioni o quote possedute prima dell'entrata in vigore del decreto. Il prezzo di acquisto sarà dato dal valore indicato in documentazione di data certa o anche risultante dalle scritture contabili dell'intermediario che avesse partecipato alla transazione. Su richiesta del contribuente il prezzo di acquisto può essere determinato nel seguente modo:

— per i titoli quotati in borsa si utilizzerà la media dei prezzi di compenso realizzati nel 1990 alla borsa di Milano e per quelli negoziati al ristretto la media dei prezzi fatti nello stesso periodo sempre alla borsa di Milano;

— per i titoli non quotati o non negoziati, il prezzo di acquisto sarà stabilito da un'apposita valutazione peritale alla data di entrata in vigore del decreto.

Con il decreto vengono anche introdotte misure di incentivazione all'acquisto di alcune tipologie di titoli da parte di determinate categorie di azionisti. In particolare viene stabilita l'esenzione delle plusvalenze conseguite da lavoratori dipendenti o assimilati derivanti da cessioni di azioni ammesse alla borsa o al mercato ristretto di società industriali emesse a fronte di aumenti di capitale a pagamento eseguiti nel 1991 e nel 1992, a condizione che le azioni siano state detenute per almeno cinque anni. L'esenzione si applica anche alle plusvalenze realizzate su cessioni di azioni che vengono ammesse alla borsa o al mercato ristretto dopo la data di entrata in vigore della legge. Inoltre, viene prevista la possibilità di introdurre ulteriori forme di agevolazione per i sottoscrittori di azioni di società pubbliche in via di privatizzazione e per i lavoratori dipendenti che sottoscrivono azioni della propria società.

In sintesi, il terzo decreto sulla tassazione dei guadagni di capitale lascia al contribuente la facoltà di optare per il metodo analitico o per quello forfettario di determinazione delle plusvalenze. Si tratta di due regimi completamente diversi non solo per quanto riguarda il metodo dell'imposizione ma anche per la sostanza, cioè l'oggetto della tassazione.

Il regime analitico comporta l'effettiva inclusione delle plusvalenze, calcolate al netto delle minusvalenze e depurate dall'inflazione, tra i redditi sottoposti a tassazione sebbene applichi loro un'aliquota proporzionale e non progressiva.

Il regime forfettario comporta invece una tassazione delle plusvalenze presunte che, traducendosi in un'imposta sulle transazioni, penalizza la frequenza degli scambi di titoli. Infatti, poiché ad ogni vendita viene fatta pagare un'imposta sulla presunta valorizzazione del titolo in un periodo di nove mesi, se la giacenza del titolo è inferiore al periodo di calcolo del rendimento presuntivo si ha una evidente penalizzazione, che risulterà tanto maggiore quanto

più frequenti sono gli scambi. Infine, la predeterminazione di una fascia compresa tra il 2% ed il 7% per il calcolo del rendimento trasforma il regime forfettario in un regime di tassazione delle transazioni con aliquota parzialmente indicizzata all'andamento dei prezzi di borsa.

Un altro provvedimento in stretta connessione con la tassazione dei guadagni di capitale riguarda il cambiamento delle imposte di bollo gravanti sui contratti di borsa. Secondo questo provvedimento, l'imposta relativa ai contratti azionari tra clienti e intermediari finanziari verrebbe abbassata dallo 0.1% allo 0.05%, e verrebbe equiparata a quella gravante sulle obbligazioni non garantite dallo stato. Resterebbe privilegiato, invece, il trattamento delle transazioni di titoli di stato, la cui imposta verrebbe elevata ma solo allo 0.016%. Inoltre, a partire dal 1° gennaio 1993, verrebbero abolite le tasse sulle transazioni concluse con non residenti.

### 6.3 Stime sul gettito

Per quanto riguarda il possibile gettito che potrebbe provenire dall'introduzione della tassazione dei guadagni di capitale, il Governo, nel presentare il terzo decreto legge nel gennaio 1991, ha stimato che per il 1991 tale gettito dovrebbe essere non inferiore a 500 miliardi. Le modifiche apportate in sede parlamentare all'originaria impostazione del decreto sono però di notevole importanza e richiedono una nuova formulazione delle stime precedenti. Ai fini della definizione delle stime sul gettito derivante dall'imposta in esame, sono state adottate alcune ipotesi, la cui validità poggia su valutazioni qualitative del funzionamento del mercato mobiliare e del comportamento delle famiglie.

Come base di partenza per la stima del gettito sui titoli quotati è stata presa la capitalizzazione di borsa alla fine del mese di dicembre 1990, che risultava pari a circa 170 mila miliardi. Per calcolare la quota di pertinenza delle famiglie è stato considerato il valore stimato dalla Banca d'Italia sulla percentuale del totale delle azioni (quotate e non) e delle partecipazioni detenute dalle famiglie. Questo dato, negli ultimi anni, è stato stabile su un valore pari a circa il 15%. Si è adottata l'ipotesi che le azioni quotate detenute dalle famiglie siano inferiori a questa percentuale, poiché è probabile un maggior peso dei titoli non quotati e di altre forme di partecipazione nei loro portafogli. Seguendo questa ipotesi, le famiglie detterebbero il 10% della capitalizzazione di borsa.

Per arrivare alla quantificazione di una base realistica per il calcolo dei guadagni di capitale è stato necessario aggiustare ulteriormente questa percentuale. A tal fine, si è supposto che essa vada ridotta di circa il 20%, per tener conto di vari fenomeni di elusione. Si è poi supposto che la quota di azioni detenute per meno di 12 mesi sia pari al 65%, con una giacenza media di circa 6 mesi. Il restante 35%, movimentato in un periodo superiore all'anno, avrebbe una giacenza media di circa 24 mesi. Infine, si è distribuito il volume di scambi dell'anno, ottenuto sulla base delle ipotesi precedenti, nei diversi mesi, applicando la distribu-

zione media degli scambi calcolata sui dati effettivi della borsa di Milano relativi agli anni dal 1986 al 1989.

Per valutare il gettito dell'imposta nel 1991 è stato necessario effettuare una stima del possibile andamento del MIB. La stima è stata effettuata sulla base dell'andamento degli ultimi 11 anni (gennaio '80-gennaio '91) e corrisponde ad un tasso di crescita annuo del MIB di circa il 19%.

È stato poi calcolato il rendimento degli scambi effettuati nei vari mesi del 1991, supponendo che tali scambi rappresentino un portafoglio costituito con gli stessi pesi del MIB. Il rendimento delle azioni scambiate nei diversi mesi è stato calcolato sulla base del rendimento dell'indice MIB nei periodi medi di giacenza (sei mesi e 24 mesi per le due categorie di azioni). Per quanto riguarda la seconda categoria, è stata considerata la media mobile del MIB, calcolata su sette mesi, al fine di ridurre gli effetti delle oscillazioni congiunturali del MIB sul calcolo del rendimento. Sulla base di tali rendimenti è stato calcolato l'imponibile, cioè il guadagno di capitale realizzato nei diversi mesi. Inoltre, il rendimento delle azioni detenute per più di un anno è stato depurato dagli effetti dell'inflazione.

Un'ultima supposizione necessaria riguarda la distribuzione delle operazioni tra regime analitico e forfettario. Si è ipotizzato che il 75% dei contribuenti sceglierà il regime forfettario, che presenta una maggiore semplicità e consente una maggiore riservatezza nei confronti del fisco, mentre il 25% sceglierà il regime analitico.

Sulla base di queste ipotesi, nel 1991, le plusvalenze su operazioni riguardanti titoli quotati che saranno sottoposte a tassazione secondo il regime analitico sarebbero pari a circa 200 miliardi. L'applicazione dell'aliquota del 25% su questo valore produrrebbe un gettito di circa 50 miliardi. È però necessario tener conto che, sempre nel 1991, si determinerebbero anche minusvalenze per circa 300 miliardi, che essendo detraibili per i singoli contribuenti dalle plusvalenze ridurrebbero notevolmente il gettito previsto.

Le plusvalenze sottoposte al regime forfettario risulterebbero essere pari a circa 400 miliardi con un gettito di circa 50 miliardi di lire.

Per i titoli non quotati la base di partenza per la determinazione delle plusvalenze è costituita dal volume complessivo di azioni e partecipazioni detenute dalle famiglie, al quale si è sottratta la quota stimata di titoli quotati. Per tener conto dei diversi fenomeni di elusione e di evasione è sembrato opportuno ridurre la cifra stimata del 50%. Si è infine supposto che la giacenza media dei titoli non quotati nel portafoglio delle famiglie sia di otto anni.

Sulla base di tutte le ipotesi formulate, le plusvalenze realizzate su transazioni di titoli non quotati sottoposte al regime analitico sarebbero pari a circa 350 miliardi, sempre calcolando un rendimento dei titoli equivalente a quello stimato per il MIB, cioè il 19% annuo. Il gettito che deriverebbe da queste plusvalenze sarebbe quindi pari a circa 100 miliardi. Le plusvalenze sottoposte al regime forfettario dovrebbero risultare pari a circa 200 mi-

liardi, con un gettito previsto di poco inferiore a 50 miliardi. La tavola 24 presenta il quadro riassuntivo delle stime effettuate.

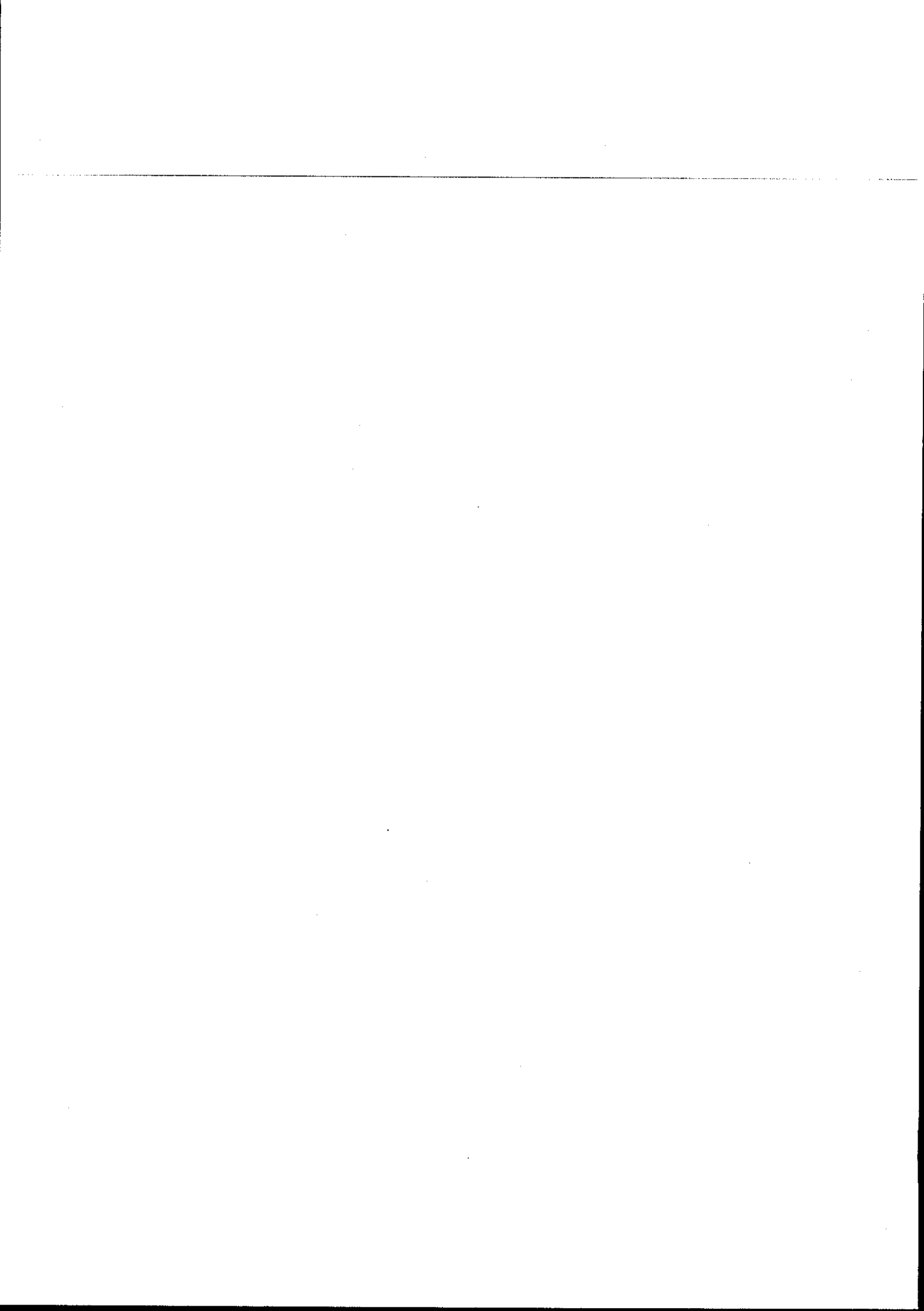
In conclusione, il gettito totale dell'imposta sui guadagni di capitale sui titoli azionari detenuti dalle famiglie per il 1991 appare anche più contenuto di quanto risultava dalle stime precedenti. Le plusvalenze realizzate su transazioni riguardanti i titoli quotati e non quotati dovrebbero essere pari a circa 1.000 miliardi di lire e il gettito complessivo dovrebbe risultare nell'ordine di 200-250 miliardi di lire.

**Stime di getto dell'imposta sui guadagni di capitale per il 1991**  
(miliardi di lire)

<b>Titoli quotati in Borsa</b>	
<i>La tassazione nel regime analitico</i>	
Guadagni di capitale	196
Perdite di capitale	296
Aliquota	25%
Gettito (1)	50
<i>La tassazione nel regime forfettario</i>	
Guadagni di capitale	424
Aliquota	15%
Gettito	64
<b>Titoli non quotati</b>	
<i>La tassazione nel regime analitico</i>	
Guadagni di capitale	342
Aliquota	25%
Gettito	86
<i>La tassazione nel regime forfettario</i>	
Guadagni di capitale	190
Aliquota	15%
Gettito	38
<b>Totale titoli</b>	
Guadagni di capitale	1152
Perdite di capitale	290
Gettito regime analitico (1)	136
Gettito regime forfettario	102
Gettito complessivo	238

(1) Calcolato sui guadagni di capitale senza tenere conto delle perdite.





**L'ATTIVITÀ ISTITUZIONALE  
DELLA CONSOB**



## Capitolo I

### LE BORSE VALORI E I MERCATI RISTRETTI

#### 1. Le borse valori

##### 1.1 Il quadro generale

Nel 1990 la borsa italiana ha fatto registrare una flessione delle quotazioni del 25%; solo la borsa di Tokio, fra le principali borse mondiali, ha subito una perdita maggiore.

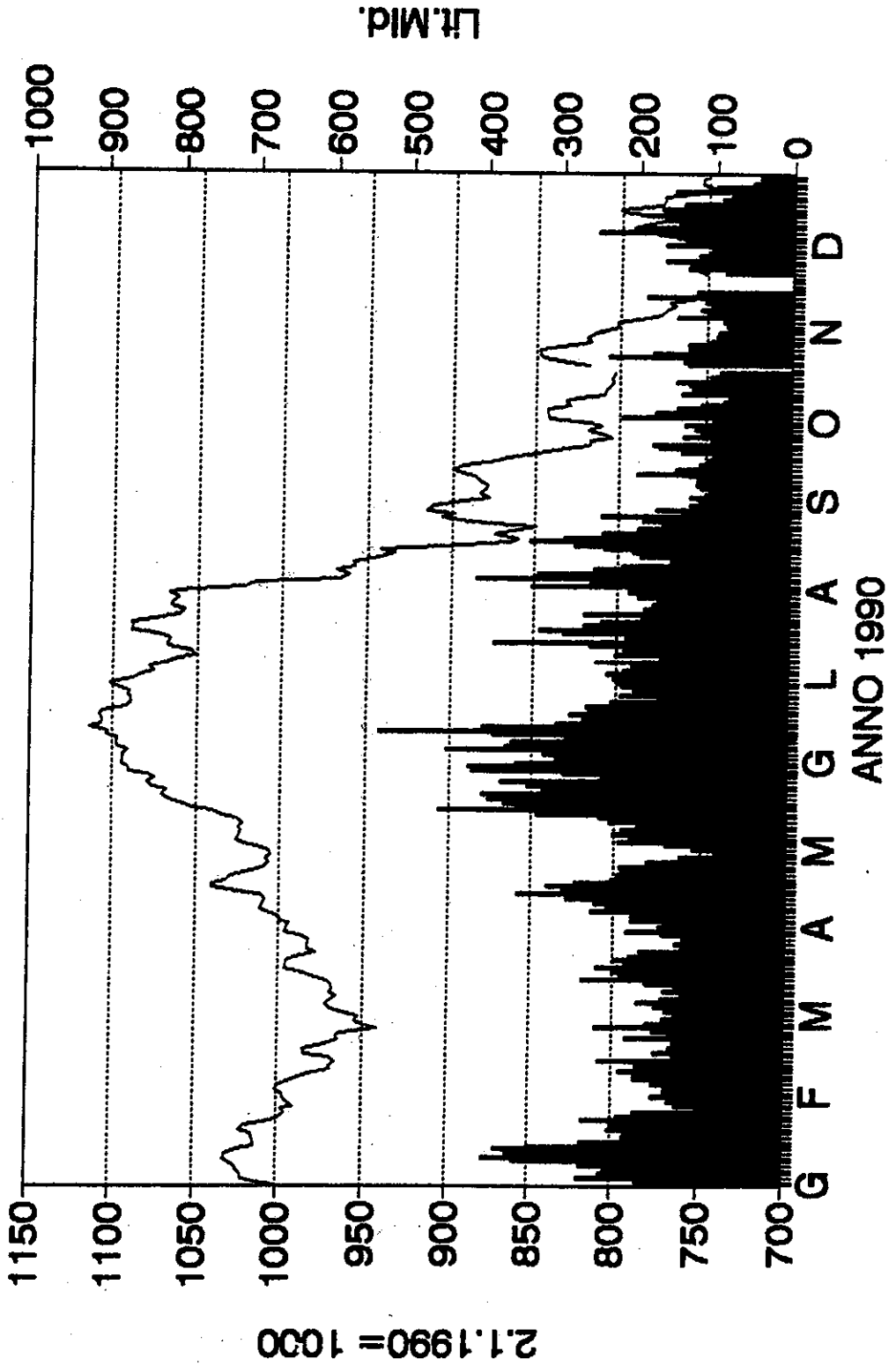
L'andamento della borsa è stato caratterizzato da due fasi nettamente distinte. Nella prima fase (sino al 31 luglio 1990) è proseguita la fase di recupero delle quotazioni in atto dal marzo 1988 con una variazione positiva dell'indice MIB del 6,7%, *performance* superiore a quelle delle altre principali borse mondiali. Nella seconda fase, invece, lo scoppio della crisi del Golfo ha determinato una decisa inversione di tendenza ed il valore medio delle quotazioni ha subito una flessione, rispetto al 31 luglio, del 30%. Il grafico che segue riporta l'andamento dell'indice MIB corrente e i controvalori scambiati alla borsa valori di Milano nel 1990.

La flessione delle quotazioni, susseguente la crisi del Golfo, ha riportato, a fine anno, il livello medio dei prezzi a quello di fine ottobre 1987.

Lo scostamento rispetto ai massimi assoluti che, peraltro, risalgono al maggio 1986, è pari ad oltre il 40%. Tale aspetto differenzia la borsa italiana dalle altre maggiori piazze internazionali che, nella prima parte del 1990, pur con modeste variazioni dei corsi, hanno fatto segnare nuovi massimi assoluti.

L'andamento complessivamente positivo della nostra borsa nella prima fase è stato ac-

# INDICE MIB CORRENTE E CONTROVALORE DEGLI SCAMBI B.V.MILANO



compagnato da una volatilità delle quotazioni in linea con quella dell'anno precedente; alla forte flessione susseguente lo scoppio della crisi del Golfo ha corrisposto un incremento delle variazioni giornaliere dell'indice nonostante alcuni interventi della Consob volti a contenere questo fenomeno (riduzione dello scarto sui riporti, monitoraggio delle vendite allo scoperto, divieto di vendere allo scoperto).

Tale incremento assume maggiore rilevanza in quanto associato ad una sensibile riduzione dei volumi scambiati. Per ritrovare una tale variabilità dei corsi associati a volumi giornalieri scambiati così bassi, è necessario risalire al dopo *crack* 1987.

La crisi del Golfo ha in effetti avuto anche un impatto di rilievo sul controvalore degli scambi. Cioè all'incremento, seppur contenuto, dei controvalori scambiati verificatosi nella prima parte dell'anno rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente, ha fatto seguito, a partire dalla fine di luglio, una sensibile riduzione degli stessi, sebbene attribuibile parzialmente alla flessione delle quotazioni.

Complessivamente nel 1990 il controvalore dei titoli scambiati presso la borsa valori di Milano passa da 53.066 miliardi a 51.403 miliardi con una diminuzione del 3.1%. Se si deflaziona il controvalore degli scambi dell'andamento dell'indice MIB (al fine di rendere più omogeneo il confronto sui due periodi) la flessione degli scambi risulta ancora maggiore. Le quantità scambiate fanno invece registrare un incremento di circa il 15%; tale raffronto tuttavia è poco significativo sia a seguito delle numerose operazioni sul capitale, che riducono il valore unitario dei titoli, sia a seguito della riammissione di alcuni titoli con valore nominale estremamente contenuto.

Ne 1990 si è confermato l'interesse sui titoli di società medio piccole e sui titoli di risparmio. Tutte le principali *blue chips*, come evidenziato dall'andamento di alcuni indici, hanno avuto *performances* peggiori di quelle medie del mercato: a fronte di una perdita media degli indici generali (MIB e Comit) di circa il 25%, l'indice Aletti 25, che misura l'andamento di 25 titoli guida, e l'indice Mediobanca, che raggruppa poco più di 40 titoli fra i più rappresentativi del listino, hanno subito una flessione rispettivamente del 28% e del 30%. Inferiore al 20% invece la perdita media delle azioni di risparmio e dei titoli di società medio piccole. Particolarmente brillante l'andamento delle azioni di risparmio nella prima parte dell'anno (+18%); la crisi del Golfo ha poi determinato un arretramento generale delle quotazioni senza che vi siano stati sensibili scostamenti fra le varie categorie di azioni.

Nella prima fase dell'anno, si sono alternati momenti con scambi attivi e quotazioni in rialzo (maggio/giugno) ad altri (febbraio/aprile) dove ha prevalso un andamento senza sensibili oscillazioni dei corsi e con scambi più contenuti. La campagna dividendi e la riduzione del tasso di sconto sono stati, tra gli altri, gli elementi che, nei due mesi di maggiore vivacità del mercato, hanno contribuito alla crescita dell'indice MIB fino al massimo di metà giugno (+11.3%). L'inizio della vicenda Lombardfin e le dichiarazioni di Agnelli sulle prospettive FIAT

non hanno poi consentito alla nostra borsa il consolidamento di tali *performances*, a differenza delle altre piazze internazionali che, a metà luglio, facevano registrare i massimi di periodo.

A partire dal 2 agosto la crisi del Golfo ha provocato una serie di ribassi su tutte le borse internazionali che hanno portato gli indici ben al di sotto dei valori di inizio anno. Fino a fine settembre l'andamento della borsa italiana — su cui hanno influito la vicenda Lombardfin ed il divieto di vendere allo scoperto — si è allineato, come perdita complessiva, alla borsa francese; Londra e New York sono riuscite a contenere in misura maggiore le perdite, peggiori sono invece risultate le *performances* di Francoforte e Tokio.

Successivamente il mercato azionario italiano inizia a divergere dal contesto internazionale con un andamento sensibilmente peggiore.

È difficile identificare le cause principali di tale movimento; si possono tuttavia evidenziare alcuni fattori sia sul piano generale che su quello più specifico del mercato azionario. Sul piano più generale sono da segnalare le prospettive di rallentamento dell'economia italiana, la debolezza della lira nei confronti del marco tedesco, la restrizione della liquidità da parte della Banca d'Italia e l'innalzamento dei tassi di interesse, su quello specifico il decreto legge sui *capital gains*, il ripristino della possibilità di vendere allo scoperto, notizie non positive sulle principali *blue chips*.

In tale contesto si sono poi inseriti gli scioperi dei procuratori degli agenti di cambio che hanno bloccato le transazioni per cinque giorni di borsa aperta.

Un peso minore — rispetto agli anni precedenti — sembrano aver avuto le operazioni di carattere straordinario sulle singole società quotate; gli effetti sulle quotazioni sono infatti rimasti limitati ai singoli titoli senza nessun effetto di trascinamento sul listino. Fra le principali operazioni vanno comunque ricordate il caso Enimont, la fusione fra Montedison e Ferruzzi Agricola, la ristrutturazione del gruppo Fondiaria, la vicenda Pirelli Continental, l'operazione Banco di Roma-Cassa di Risparmio.

Anche l'attività dei singoli investitori ha ovviamente risentito della crisi del Golfo.

Le comunicazioni pervenute ai sensi della delibera Consob n. 2681 del 28 gennaio 1987 (relative ad operazioni aventi ad oggetto azioni quotate in borsa od ammesse alle negoziazioni al mercato ristretto effettuate dalla stessa società emittente o da società del gruppo) sono indicative del comportamento dei gruppi a fronte del repentino mutamento delle condizioni del mercato tra il primo ed il secondo semestre del 1990.

Nel primo semestre, a fronte di un mercato sostanzialmente stabile o in ascesa (ad eccezione del mese di febbraio), il rapporto tra controvalore degli acquisti e delle vendite segnalate è pari ad 1; nel secondo semestre, invece, a fronte di una brusca caduta dei corsi, il valore del rapporto acquisti/vendite passa a 2.4.

Pur con le dovute cautele, questo dato sintetico consentirebbe di affermare che nel 1990,

in media, i gruppi sono stati presenti sul mercato svolgendo un'attività di stabilizzazione dei corsi, offrendo titoli nei momenti di ascesa dei corsi (il segno dei saldi tra acquisti e vendite è infatti negativo per i mesi solari di aprile, maggio e giugno) e assorbendo l'offerta nei momenti di discesa (i maggiori saldi positivi si registrano nei mesi di agosto e settembre).

L'attività degli investitori esteri — sulla base dei dati fornitici da alcuni importanti intermediari — si è mantenuta su livelli mediamente contenuti ed è sempre stata orientata verso settori del listino ben determinati. Una maggiore presenza dell'attività degli operatori esteri, in qualità di acquirenti, ha coinciso con le fasi di maggior vivacità del nostro mercato (inizio gennaio e maggio-giugno). Durante la crisi del Golfo, invece, seppur con una prevalenza di vendite, l'operatività degli investitori esteri è stata alquanto modesta. Complessivamente per l'intero '90, sulla base dei dati parziali disponibili, gli acquisti degli investitori esteri hanno superato le vendite nel rapporto di 11 a 10.

Nel 1990 il saldo fra raccolta e riscatti dei fondi comuni di investimento è tornato nuovamente positivo. Nonostante ciò i fondi hanno continuato a disinvestire nel settore azionario per una cifra stimabile in circa 350 miliardi. Tale disinvestimento è stato motivato sia da una maggiore preferenza degli investitori verso i fondi monetari ed obbligazionari sia dalla necessità di ribilanciare la quota detenuta in azioni dopo che, nei due anni precedenti, si era continuamente incrementata.

Tale deflusso di fondi si è tuttavia verificato nei primi mesi dell'anno in presenza di un mercato stabile. Nella seconda parte dell'anno, con l'indice in continua flessione, i fondi hanno effettuato acquisti netti di azioni per 450 mld., concorrendo al sostegno dei corsi in un momento particolarmente difficile.

La quota detenuta in azioni, rispetto al patrimonio netto, è così scesa da un 30%, a fine 1989, ad un 23% di fine 1990, minimo assoluto di questi ultimi anni. Nonostante questa flessione, risulta contenuta la variazione della quota di azioni detenuta dai fondi comuni di investimento rispetto alla capitalizzazione di borsa (dal 6.7% di fine '89 al 6.1% di fine '90).

I confronti non mutano, nella sostanza, se oltre ai fondi comuni di investimento italiani si prendono in considerazione i 10 fondi comuni lussemburghesi che operano in Italia; in questo caso la quota detenuta dai fondi sul totale della capitalizzazione sale al 7.4% (a fine 1986 ed a fine 1987 tale rapporto era tuttavia superiore al 12%).

Nessun dato è invece disponibile per questi investitori nell'attività di *trading*.

Nella ricerca per l'acquisizione degli elementi valutativi delle componenti della domanda e dell'offerta del mercato, visto il ruolo ricoperto dai fondi comuni, gli sforzi si stanno concentrando verso un accordo con l'Associazione di categoria (Assofondi) per l'acquisizione di informazioni specifiche su questo aspetto della loro attività. La disponibilità di dati puntuali consentirà, tra l'altro, un confronto con altre fonti (dichiarazioni dei gruppi, dichiarazioni dello scoperto, riporti, premi) al fine di una più puntuale comprensione dell'andamento del mercato stesso.



Dal lato dell'offerta il numero delle società quotate alla borsa di Milano è passato, a fine 1990, da 220 a 223; hanno infatti chiesto l'ammissione a quotazione 4 società (di cui una già quotata a Torino) e sono state riammesse a quotazione 4 società precedentemente sospese; sono invece state revocate dalla quotazione 5 società a fronte di operazioni di fusione.

Un andamento di borsa che vede le fasi di rialzo interrotte frequentemente da forti cadute degli indici e che non mostra più la vivacità degli anni passati, non riesce ad attrarre un numero di aziende sufficientemente ampio per avvicinarci alle altre maggiori piazze internazionali. Così, dopo il boom del 1986, con titoli di 42 nuove società ammessi a quotazione, il numero delle società quotate ristagna poco al di sopra delle 200 unità.

Sotto il profilo della raccolta di denaro fresco, attraverso gli aumenti di capitale, è proseguita la tendenza iniziata nel 1989. Le società quotate hanno raccolto nuovi mezzi per una cifra vicina ai 10 mila miliardi con un incremento di circa un quarto rispetto all'anno precedente e di circa tre volte rispetto ai dati 1988. Solo nel 1986 erano state portate a termine operazioni sul capitale per un importo maggiore.

Il dato complessivo è stato fortemente influenzato dall'aumento di capitale della GAIC (oltre 3.200 miliardi fra aumento di capitale e sovrapprezzo), che però è stato destinato al mercato solo in minima parte.

Al netto dei dividendi distribuiti nel 1990 le società quotate in borsa hanno raccolto complessivamente sul mercato circa 4.000 miliardi rispetto a poco più di 3.000 miliardi nel 1989 e a fronte di una raccolta netta negativa di 1.500 miliardi nel 1988.

Anche nel 1990, analogamente al 1989, vi è stata una forte concentrazione delle operazioni nei primi sei mesi dell'anno; la crisi del Golfo ha infatti consigliato diverse società a rimandare l'esecuzione di alcune operazioni sul capitale all'anno successivo.

Da alcuni anni le società quotate pongono una maggiore attenzione alle modalità di esecuzione degli aumenti di capitale (determinazione dei sovrapprezzi, quota riservata alle azioni di risparmio). L'emissione di azioni di risparmio, infine, ha confermato la ripresa, seppur contenuta, evidenziata già nell'anno precedente.

La diminuzione della capitalizzazione di borsa del 21%, a fronte di un calo medio delle quotazioni del 25%, sta ad evidenziare che l'aumento del numero di società quotate e le operazioni sul capitale hanno portato un contributo ben modesto alla crescita della borsa di Milano.

Sulle altre borse, peraltro, non vi è alcuna novità da segnalare se non la riammissione alla borsa di Torino delle Ferrovie Torino Nord.

Le previsioni per il 1990 di un calo complessivo degli utili rispetto al 1989 sono già state ampiamente scontate dalla discesa delle quotazioni registrata nella seconda parte dell'anno.

L'indicatore prezzo/utili — pur con tutte le riserve con cui vanno analizzati questi dati

— è sceso da un valore di circa 14 a fine 1989 a 10.4 a fine 1990 (valore più basso di questi ultimi anni).

### *1.2 L'andamento delle quotazioni*

Nel 1990 l'andamento medio delle quotazioni, misurato dalle variazioni degli indici MIB e Comit, ha registrato una diminuzione del 25%, risultato rafforzato dall'andamento degli indici calcolati da Mediobanca, BNL e Sole 24 Ore che hanno avuto un decremento più elevato (circa il 30%).

Il verificarsi di accadimenti interni e/o esterni al mercato borsistico, permette di separare l'analisi dell'andamento delle quotazioni in due fasi distinte, ciascuna delle quali può poi essere divisa in ulteriori due sottoperiodi.

La prima fase copre il periodo che va dall'inizio dell'anno fino al 31 luglio, la seconda dal 2 agosto alla fine dell'anno. All'interno della prima fase, poi, possiamo individuare un primo sottoperiodo che va dall'inizio dell'anno al giorno dei riporti di giugno, ed è caratterizzata, dopo un primo momento di temporanea discesa delle quotazioni, da una costante crescita dei corsi dei titoli che raggiungono il 14 giugno, primo giorno del ciclo operativo di luglio, il massimo dell'anno (+11,3% rispetto al 2 gennaio 1990).

In questo lasso di tempo gli avvenimenti che hanno avuto maggiori riflessi sul mercato sono stati, dal lato internazionale, la brusca discesa dei corsi azionari sul mercato giapponese ed i primi dubbi sull'evoluzione dell'economia statunitense, mentre, dal lato interno, la favorevole accoglienza all'entrata della lira nella banda stretta dello SME è stata in un primo momento offuscata da una fase di incertezza legata anche alle ipotesi sulla tassazione delle plusvalenze di borsa. Successivamente, la fiducia sulla evoluzione della fase di liberalizzazione valutaria, riflessa anche dalla diminuzione dei tassi d'interesse, e la ripresa delle maggiori piazze internazionali hanno determinato il nuovo movimento al rialzo.

L'andamento delle quotazioni nella seconda parte della prima fase è, invece, determinato esclusivamente da fattori interni al mercato italiano. Il 20 giugno la Confindustria disdetta la scala mobile e pochi giorni dopo il presidente della FIAT Agnelli esprime considerazioni negative sulle prospettive del settore automobilistico e più in generale sull'evoluzione dell'economia italiana. Le difficoltà sempre più evidenti della commissionaria Lombardfin ed i conseguenti timori per il buon esito delle liquidazioni contribuiscono infine in maniera decisiva ad arrestare la crescita delle quotazioni. Tutto ciò mentre le altre principali borse internazionali raggiungono in questo periodo i massimi dell'anno.

La seconda fase inizia con l'aggressione irachena al Kuwait il 2 agosto. Da tale data e fino all'inizio del mese solare di ottobre l'andamento di tutte le borse è condizionato dalle notizie provenienti dal Golfo e dalla profonda incertezza che queste riflettono nelle previsioni di tutti i mercati. Il mercato italiano risente inoltre del protrarsi della vicenda Lombardfin

che si conclude, con il ricorso alla coattiva, solo alla liquidazione di settembre che, per tale ragione, deve essere rinviata. Il 22 agosto il Presidente della Consob, con il provvedimento urgente n. 35/90, dispone il divieto di effettuare vendite allo scoperto, divieto che verrà revocato solo all'inizio di ottobre.

Infine, sempre all'interno della seconda fase, il periodo che va da ottobre fino alla fine dell'anno, pur rimanendo dominato dalle vicende internazionali, è caratterizzato anche dagli accesi contrasti aperti dal decreto governativo sui *capital gains* a cui si aggiungono gli scioperi dei procuratori di borsa e le forti tensioni di novembre sulla lira sui mercati valutari europei con le conseguenti azioni di difesa del cambio, da parte della Banca d'Italia, che portano a una temporanea restrizione della liquidità e ad un innalzamento dei tassi d'interesse.

Analizzando l'andamento del mercato più in dettaglio, prendendo cioè a riferimento il comportamento degli indici costruiti su singole categorie di azioni, si osserva una uniformità tra questi ultimi solo nella seconda parte dell'anno. Fino alla fine di luglio, a fronte di una crescita media del mercato del 6,7%, la quotazione media dei titoli di risparmio risultava al di sopra dei livelli di inizio anno del 18,2%, quella dei titoli ordinari presentava una variazione positiva del 5,3%, mentre la *performance* dei titoli privilegiati era addirittura negativa (-3,4%).

Un'analogia difformità si riscontra, nello stesso periodo, se si fa riferimento ad indici costruiti su specifici sottoinsiemi dimensionali. Così, mentre i titoli a bassa capitalizzazione facevano registrare una variazione positiva nettamente superiore a quella del mercato, +13%, le cosiddette *blue chips* aumentavano solo del 4,2%.

Quindi nella prima fase dell'anno è proseguita la tendenza, già caratteristica del 1989, a privilegiare i titoli di risparmio rispetto ai titoli ordinari e i titoli medio-piccoli rispetto a quelli di maggiore capitalizzazione.

Nella seconda parte, invece, gli avvenimenti interni ed internazionali hanno avuto un impatto parimenti negativo su tutte le tipologie di azioni. Il risultato complessivo a fine 1990 mostra quindi perdite più contenute per le azioni di risparmio e per i titoli a bassa capitalizzazione mentre la categoria delle azioni privilegiate è quella che accusa le perdite maggiori.

La miglior tenuta delle azioni di risparmio è testimoniata, nel 1990, anche dalla crescita percentuale del numero di queste azioni che ha avuto una *performance* migliore dei rispettivi titoli ordinari; più in particolare i titoli di risparmio hanno avuto risultati migliori in presenza di variazioni negative del corrispondente titolo ordinario come già verificato negli anni precedenti.

Passando ad esaminare i singoli settori, risalta innanzitutto l'andamento negativo (-44,8%) delle società meccaniche ed automobilistiche. Naturalmente l'andamento di questo settore è stato fortemente condizionato dal comportamento dei titoli FIAT (-51,7% il titolo ordina-

rio); per questi ultimi, la crisi del settore automobilistico, preannunciata dalle vicende dei principali gruppi americani ed europei, ha fatto passare in secondo piano nelle valutazioni del mercato avvenimenti di tutto rilievo che pure hanno positivamente interessato il gruppo in tutto l'arco dell'anno (accordo con la francese Alcatel, fusione FIAT-SAES, acquisizione della spagnola Enasa, accordi nel settore macchine movimento terra con la Ford, prolungamento dell'operazione di *buy back*). Ad appesantire le perdite del settore meccanico ha contribuito poi la forte flessione dei titoli Olivetti ( $-57,5\%$  l'ordinaria), anche questa colpita dalle difficoltà, di dimensione internazionale, del settore elettronico-informatico. Pesanti perdite ( $-52,2\%$ ) anche per l'Aeritalia (ora Alenia) che pure nel corso del 1990 ha portato a compimento la fusione con la Selenia.

L'incertezza sull'esito della vicenda Mondadori, riflessasi anche sullo svolgimento dell'OPAS Cartiera di Ascoli-Editoriale l'Espresso, operazione che ha avuto compimento alla metà di maggio, ha condizionato l'andamento del settore cartario-editoriale il cui indice chiude l'anno con una perdita del 34,4%.

Anche per il settore chimico ( $-30,6\%$ ) la peggiore *performance*, rispetto a quella media del mercato, è legata al cattivo andamento congiunturale della chimica come settore produttivo su cui si sono riflessi, da ultimo, gli incrementi dei prezzi dei prodotti petroliferi. Tutte le principali società hanno fatto registrare forti cadute dei corsi: dalla SNIA BPD ( $-49,7\%$ ) alla Montedison ( $-33,4\%$ ). Il settore non è stato risollevato nemmeno dalla OPS lanciata dall'ENI sui titoli quotati dell'Enimont che, grazie alle condizioni fissate per lo scambio, ha consentito il contenimento delle perdite di quest'ultima. Enimont ha infatti chiuso il 1990 con una diminuzione di solo il 4,7%. Di rilievo sempre all'interno del settore chimico il passaggio della società Auschem dall'Enimont alla famiglia Maffei, che seppure avvenuto a prezzi pressoché doppi rispetto alle quotazioni di mercato non ha impedito una flessione complessiva dei titoli della società nell'anno del 41,2%. Nel corso del 1990 è stata revocata dalla quotazione la Mira Lanza, a seguito dell'OPA lanciata dalla controllante Benckiser.

Non particolarmente brillante si è rivelato l'andamento del settore assicurativo ( $-23,4\%$ ), interessato comunque da importanti operazioni nel corso del 1990. In primo luogo il passaggio della Fondiaria dalla Ferruzzi Finanziaria alla GAIC ed il successivo riassetto del gruppo Fondiaria.

Nel corso dell'anno si sono rinnovate poi le voci sulle Assicurazioni Generali di manovre volte ad acquisire il controllo della società.

Ancora, tra i comparti di maggior peso sulla capitalizzazione del listino occorre segnalare le perdite più contenute ( $-14,5\%$ ) del settore bancario. Anche in questo caso numerosi sono stati gli spunti offerti alla valutazione degli investitori, primo fra tutti l'emanazione della legge 30 luglio 1990, n. 218 contenente «Disposizioni in materia di ristrutturazione e integrazione patrimoniale degli istituti di credito di diritto pubblico» (cosiddetta «Legge Amato»),

che ha aperto la strada ad ipotesi e progetti di riorganizzazione dell'intero sistema bancario italiano. Ipotesi e progetti che hanno già coinvolto in prima battuta le tre BIN. Innanzitutto l'accordo tra l'IRI e la Cassa di Risparmio di Roma che prevede il passaggio del Banco di Roma ad una *holding* di nuova costituzione controllata dalla Cassa di Risparmio, poi i progetti di integrazione delle attività della Banca Commerciale Italiana e del Credito Italiano, le ipotesi sui futuri assetti della Banca Nazionale del Lavoro e sui suoi possibili *partners*. Tali ipotesi su quest'ultimo istituto di credito hanno consentito di ridurre gli effetti negativi derivanti dalla conclusione delle vicende Atlanta/Iraq con la contabilizzazione delle perdite e la conseguente decisione di non distribuire dividendi a valere sul risultato 1989. L'acquisizione del Banco di Perugia da parte della Banca Toscana, la situazione di stallo nella vicenda BNA-Credito Italiano, l'evoluzione dei rapporti tra BNA e Gruppo Finarte sul controllo della società Interbanca, le voci di tentativi di scalata su Mediobanca che peraltro non hanno trovato conferma negli accertamenti effettuati dalla Consob, hanno contribuito a caratterizzare ulteriormente l'andamento del settore bancario.

Negativa, seppur di poco migliore rispetto a quella media del mercato, la *performance* del comparto finanziario (-23.3%). Tutte le finanziarie dei principali gruppi hanno registrato pesanti perdite; dalla CIR (-49.8%) e Cofide (-43.2%) del gruppo De Benedetti alla IFI Priv. (-43,8%) e IFIL Fraz. (-22,8%) del gruppo Agnelli alla Ferruzzi Finanziaria (-33,2%). Quest'ultima non ha tratto vantaggio dalla riorganizzazione decisa all'interno del gruppo Ferruzzi che ha portato alla fusione per incorporazione della Montedison nella Ferruzzi Agricola Finanziaria e, successivamente, al cambio di denominazione di quest'ultima società in Montedison.

La vicenda Lombardfin ha poi contribuito in maniera determinante al risultato negativo della Partecipazioni Finanziarie (-47,8%); le quotazioni dell'Acqua Pia Antica Marcia hanno invece risentito positivamente nell'ultima parte dell'anno della cessione della Bastogi al gruppo Cabassi; ciononostante il titolo ha chiuso l'anno con una perdita del 43%.

Infine da ricordare il progetto del gruppo Pirelli di dar vita ad un gruppo di dimensioni europee attraverso la fusione della Pirelli Tyre Holding con la società tedesca Continental di cui la Pirelli, insieme ad altri *partners*, detterebbe il 51% del capitale.

Il comparto immobiliare è l'unico a presentare una variazione positiva a fine anno (+1,2%).

Infine le intese tra la Falck e l'ILVA (Finmeccanica), tra la SME ed alcuni gruppi privati, gli accordi per il passaggio del pacchetto di controllo della FIAR dalla Setemer alla Finmeccanica, l'OPA lanciata sulla FISAC sono stati nel corso del 1990 ulteriori elementi di animazione del mercato.

### *1.3 Il volume degli scambi*

Nel 1990 sono stati scambiati sui mercati azionari italiani 16.185 milioni di titoli per un controvalore complessivo di 52.869 miliardi di lire; rispetto all'anno precedente (\*) si è registrato un incremento del 15,7% in termini di quantità ma una contemporanea diminuzione del controvalore del 3,1%.

Il diverso andamento delle quantità e dei controvalori è da attribuire in primo luogo alla forte diminuzione dei corsi nell'anno, ed in misura minore, ma comunque significativa, alle diverse operazioni sul capitale, con frazionamento dei titoli, e alla riammissione di alcuni titoli con valore nominale estremamente contenuto (NAI, Centenari e Zinelli).

La media giornaliera degli scambi è scesa nel 1990 a 200 miliardi rispetto ai 230 dell'anno precedente; le punte più elevate sono state raggiunte nel ciclo borsistico di giugno dove è stato registrato anche il massimo dell'anno (537 miliardi il 13 giugno, giorno dei riporti), mentre i livelli più bassi coincidono con i cicli di ottobre e novembre (occorre ricordare che in questi ultimi cadono i giorni di astensione dalle contrattazioni dei procuratori degli agenti di cambio). Il minimo giornaliero è stato toccato il 31 dicembre con 44 miliardi scambiati complessivamente.

Rispetto al 1989 è aumentato il controvalore negoziato sulla piazza di Milano che concentra il 97% delle transazioni anche grazie al fatto, sottolineato da tempo, che su questa piazza vengono eseguiti scambi che hanno avuto origine sulle altre borse.

La tavola A.4 fornisce una dimensione del fenomeno appena descritto. Secondo la distribuzione del volume complessivo degli scambi, realizzati su piazza presso le borse italiane nel 1990, solo quella di Torino, dopo Milano, presenta una quota significativa (circa il 2%); le altre otto borse non coprono neppure l'1%, anzi per Bologna, Napoli e Palermo non è stato registrato nessuno scambio; di questo 3% di scambi non realizzati presso la borsa di Milano, solo il 10% si riferisce ai cosiddetti titoli «locali» (titoli cioè che non sono quotati presso la borsa valori di Milano).

Il nuovo sistema di rilevazione posto in essere nell'ottobre 1989 consente di individuare l'importanza delle nove borse valori come centro di raccolta ordini che poi vengono principalmente eseguiti sulla piazza di Milano e, in minor misura, su Torino.

Nel 1990 gli ordini eseguiti fuori piazza (acquisti e vendite) provenienti dalle nove borse sono stati pari a circa 10.100 miliardi, pari al 20% degli scambi complessivi.

---

(\*) Il confronto con il 1989 si riferisce alla sola borsa valori di Milano, in quanto, dato il nuovo sistema di rilevazione degli scambi presso le borse valori italiane in vigore dall'ottobre '89, non è possibile disporre di dati omogenei, per le piazze diverse da Milano, nei due anni successivi.

In questo ambito ha avuto un ruolo preminente la borsa di Roma (47% del totale), seguita dalle borse di Torino e di Genova. Complessivamente queste tre borse hanno coperto circa l'87% degli ordini eseguiti fuori piazza; inferiore all'1% il peso delle borse di Bologna, Palermo e Trieste.

Con il provvedimento urgente n. 41/90 del 2 ottobre 1990 è stato disposto l'obbligo a carico degli agenti di cambio di comunicare giornalmente ai Comitati direttivi i quantitativi venduti allo scoperto.

Sulla base di queste dichiarazioni è stato possibile disporre, in maniera sistematica, di informazioni dettagliate circa l'entità dell'operatività allo scoperto.

Tenendo presente che il periodo di osservazione rimane comunque ristretto a soli tre mesi, si è potuto osservare che le vendite allo scoperto hanno avuto mediamente un'incidenza del 6% circa sul controvalore complessivo degli scambi. L'attività di norma si è concentrata su una settantina di titoli. La punta massima è stata toccata il 27 novembre in concomitanza di due sedute caratterizzate da pesanti ribassi quando sono state effettuate operazioni allo scoperto su 134 titoli per un controvalore di circa 28 miliardi, pari al 13% del controvalore complessivamente scambiato nella giornata.

Tuttavia, in alcune sedute, pure caratterizzate da un basso volume di vendite allo scoperto, l'incidenza di queste ultime sul totale degli scambi ha raggiunto una quota del 16-17%. In base ai dati disponibili, il controvalore delle operazioni allo scoperto in essere al 31 dicembre 1990 è valutabile in circa 76 miliardi di lire.

Nel corso del 1990, come già evidenziato in altra parte della Relazione, ha assunto importanza crescente il fenomeno della trattazione dei titoli italiani al *SEAQ International* di Londra. I volumi negoziati sul circuito telematico londinese sono infatti via via aumentati nel corso dell'anno e soprattutto rispetto al 1989; allo stesso tempo, è aumentato il numero delle *blue chips* italiane trattate.

In questo contesto preme solo sottolineare che attualmente non esistono evidenze empiriche che dimostrino come l'aumento dei volumi trattati sui titoli italiani al *SEAQ International* sia avvenuto a scapito del volume trattato sugli stessi titoli a Milano. Si è osservato invece come i volumi trattati presso la borsa italiana sui titoli in procinto di essere negoziati sul circuito londinese mutano nei due/tre mesi precedenti l'avvio delle contrattazioni a Londra.

Tale fenomeno potrebbe essere spiegato dall'attività dei *market makers* londinesi che effettuano sulla piazza italiana gli acquisti necessari per preconstituire un'adeguata scorta di titoli.

Come dimostrato nel commento sull'andamento delle quotazioni, è proseguita, per quanto riguarda l'andamento dei singoli titoli, la tendenza all'aumento della dispersione degli scambi. Per quanto esposto sopra, prendendo a riferimento il volume degli scambi effettuati com-

più complessivamente presso la borsa valori di Milano, i 20 titoli più trattati coprono attualmente meno del 45% degli scambi mentre nel 1989 questa percentuale raggiungeva il 50% e nel 1988 oltre il 60%.

Il titolo più trattato rimane sempre FIAT ord., che comunque vede un'ulteriore contrazione dell'1% della sua quota che nell'anno trascorso è risultata pari all'8,2% rispetto al 9,2% del 1989.

La contrazione degli scambi sembra aver interrotto, o comunque fortemente rallentato, il fenomeno riscontrato nel 1989 relativo al miglioramento degli scambi per i titoli medio-piccoli: infatti, è di nuovo aumentato il peso delle classi cui appartengono questi titoli (quelli con un controvalore medio giornaliero scambiato fino a 100 milioni di lire) a scapito delle classi superiori (oltre i 100 milioni di lire) che comunque comprendono ancora circa il 70% dei titoli.

Passando ad esaminare un indicatore della velocità di circolazione dei titoli (rapporto di *turnover*), si può notare che complessivamente questi si distribuiscono in modo omogeneo tra le tre classi di *turnover* individuate. Incrociando il dato per classi di controvalore medio giornaliero scambiato si osserva, inoltre, che i titoli medio-piccoli tendono a collocarsi, in maggior parte, su livelli di velocità molto contenuti. Questo sta probabilmente ad indicare che, nel 1990, quest'ultima categoria di titoli non solo risulta essere stata meno trattata in valore assoluto, ma anche in rapporto alla capitalizzazione degli stessi.

Un'ulteriore considerazione sulla qualità degli scambi viene dalla tavola A.12 che evidenzia come solo il 55% circa dei titoli quotati alla borsa valori di Milano sono stati trattati in tutte le sedute del 1990. Il restante 45% dei titoli non è stato trattato almeno per una seduta; in particolare, tra questi ultimi, circa un 8% non ha fatto registrare scambi in più di 50 sedute, vale a dire che tali titoli non vengono trattati un giorno a settimana. Quest'ultimo fatto vale soprattutto per i titoli di risparmio.

#### 1.4 Il mercato dei premi

Nel 1990 il volume complessivo del mercato dei premi, misurato dal controvalore delle basi, è stato pari a 9.701 mld. con una diminuzione del 21,2% rispetto al dato dell'anno precedente; di pari entità risulta la riduzione del volume se come parametro di riferimento si prende il numero dei contratti stipulati. Nello stesso periodo la contrazione del controvalore degli scambi sul mercato a termine fermo alla borsa valori di Milano è stata pari al 3,1%. Tra il 1989 ed il 1990 si è pertanto continuato a ridurre il peso del mercato dei premi rispetto al mercato a termine fermo raggiungendo ora una quota del 18,8%.

Il peso dei premi sul mercato a termine nei singoli mesi dell'anno ha toccato la sua punta massima nel ciclo premi di marzo (27,4%), è poi andato diminuendo progressivamente fino a toccare il minimo nel ciclo premi di ottobre (11%) per risollevarsi in chiusura di anno



al 19,4% nel ciclo di dicembre. La riduzione del valore del rapporto sembra essere stata determinata in un primo momento, cioè per i cicli di maggio-giugno e luglio, dall'accelerazione più che proporzionale del volume degli scambi sul mercato a termine fermo; infatti, se si prendono in esame i valori assoluti, la punta massima del controvalore delle basi dei contratti è stata raggiunta nel ciclo di giugno. In un secondo momento, il valore del rapporto cade a causa di una maggiore contrazione degli scambi a premio rispetto a quelli sul mercato del fisso, toccando quindi la punta minima in valore assoluto nel ciclo di novembre.

Di fatto, la maggiore incertezza scaturita dagli avvenimenti interni (dichiarazioni del Presidente della FIAT e vicenda Lombardfin) ma, poi, soprattutto internazionali (crisi irachena) ha impedito che l'operatività a premio beneficiasse delle nuove disposizioni dettate dalla Consob in materia di deposito a garanzia. Infatti la Delibera Consob n. 4764 del 10 luglio 1990 era stata adottata con l'obiettivo di rendere più fluida l'operatività del mercato dei premi e, al tempo stesso, attenuarne per quanto possibile l'impatto sul mercato a termine fermo. A decorrere dal 17 agosto 1990 veniva innanzitutto ripristinata la possibilità, per il venditore della facoltà di ritirare (venditore del *dont*), di operare allo scoperto sottoponendolo agli stessi obblighi previsti per le vendite sul mercato a termine fermo; veniva inoltre eliminato l'obbligo di dare la risposta premi anticipata per le operazioni a termine fermo effettuate a fronte di operazioni a premio (purché concluse per la medesima liquidazione e fino a concorrenza della quantità oggetto del premio) ed infine venivano riconosciute operazioni «chiuse» l'acquisto del premio, semplice o composto, e la successiva vendita dello stesso premio (purché conclusa con la stessa liquidazione, per quantità di titoli pari o inferiore e con la stessa base). Nella stessa delibera, poi, veniva ritoccata la griglia delle basi negoziabili.

Successivamente all'entrata in vigore della disciplina sopra descritta, l'attività sul mercato dei premi è stata tuttavia condizionata da alcuni fattori esterni quali il temporaneo divieto di vendere allo scoperto, la caduta dei volumi trattati, la tassazione dei *capital gains* la cui applicazione ha suscitato difficoltà interpretative.

A fine 1990, pertanto, non si sono potuti ancora valutare pienamente gli effetti dell'introduzione della nuova normativa in materia di premi.

La riduzione dell'attività sul mercato dei premi è sottolineata poi dal dato relativo al loro costo medio misurato, seppur in maniera approssimativa, dal rapporto tra il controvalore dei premi ed il controvalore delle basi. Questo è stato pari per l'intero 1990 al 2,6%, ancora notevolmente inferiore rispetto agli anni precedenti.

Gli elementi sopradescritti possono essere riscontrati con maggior dettaglio facendo riferimento al mercato dei contratti *dont* presso la borsa valori di Milano, che rappresenta circa l'80% del totale del mercato dei premi. Innanzitutto occorre precisare che questo mercato nel 1990 ha interessato un numero di titoli pari all'83% della capitalizzazione di borsa.

La concentrazione è risultata particolarmente elevata in quanto due soli titoli (Generali

e FIAT Ordinarie) hanno rappresentato il 43,4% del totale delle contrattazioni a premio *dont* a fronte di un loro peso, in termini di capitalizzazione, del 18%. In generale i primi 20 titoli sempre in termini di capitalizzazione hanno coperto l'82,5% delle contrattazioni sui *dont*.

Anche l'andamento mensile delle contrattazioni sui *dont* rispecchia le due fasi in cui può essere suddiviso l'anno borsistico 1990 come già visto nel paragrafo precedente.

L'andamento del rapporto tra il controvalore delle basi dei *dont* trattati «per fine corrente» e quelle «per fine prossimo» mette bene in luce come nei momenti di crescita complessiva del mercato l'orizzonte temporale degli investitori si allunghi nel tentativo di anticipare i movimenti al rialzo. Da qui i minimi toccati dal rapporto nei cicli di gennaio e giugno; al contrario le fasi di maggiore incertezza, oltre a provocare una contrazione degli scambi, come già detto, determinano anche un addensarsi delle contrattazioni a premio sulla scadenza breve.

Le aspettative contenute nei contratti a premio non vengono però poi confermate dall'andamento del mercato, come si può rilevare dalle percentuali di contratti ritirati alla fine dei vari cicli. Infatti il numero dei contratti ritirati supera gli abbandoni solo nei mesi di gennaio, aprile, giugno e dicembre in coincidenza con rialzi delle quotazioni.

I dati relativi ai contratti *dont* trattati alla borsa valori di Milano offrono lo spunto per un'ulteriore osservazione in merito ai costi dei premi. Come noto il costo complessivo per chi acquista un premio *dont* è rappresentato attualmente, oltre che dall'importo del premio, anche dalla differenza tra la base del premio stesso e il prezzo al quale si può alternativamente acquistare il titolo sul mercato a termine fermo. Precedentemente, prima dell'introduzione delle cosiddette «basi negoziali» (Delibera Consob n. 2265 del 24 giugno 1986), i premi *dont* venivano negoziati con «base listino» per cui il premio pagato rappresentava di fatto il costo complessivo del *dont*.

Si è osservato che, nel 1990, gli investitori hanno operato sul mercato a premio acquistando *dont* con basi maggiori rispetto ai prezzi correnti sul mercato a termine fisso. Tale scarto è generalmente intorno all'1% e risulta sistematicamente più elevato per i premi conclusi per fine prossimo.

Nel 1990 è tuttavia confermata la tendenza dell'anno precedente. Prima dell'entrata in vigore della Delibera, il problema del condizionamento si è posto solo in occasione della risposta di giugno. A gennaio ed aprile, nonostante la prevalenza dei ritiri, il buon grado di liquidità del mercato aveva consentito di superare lo scoglio della scadenza premi senza vistose ripercussioni sulle quotazioni.

Dopo l'entrata in vigore della delibera la percentuale dei ritiri è sempre stata inferiore al 10% ad eccezione di dicembre; in questa occasione, tuttavia, i quantitativi in scadenza erano tali da non creare problemi di assorbimento.

Il peso dei contratti a premio in rapporto ai contratti a termine fermo nei mesi in

cui la percentuale dei ritiri è elevata condiziona, di norma, l'andamento dei prezzi e delle quantità scambiate negli immediati dintorni della risposta premi. Il problema delle interrelazioni fra i due mercati è stato particolarmente sentito negli anni precedenti.

La riduzione del peso percentuale del mercato dei premi e la prevalenza di abbandoni già nel 1989 avevano fatto sentire in modo minore l'influenza sulle quotazioni. Questo minor impatto non aveva tuttavia fatto venir meno la necessità di una revisione della normativa in materia di premi, revisione attuata con la citata Delibera del luglio 1990.

### *1.5 I riporti e le anticipazioni*

La crisi del Golfo si è riflessa anche sull'andamento dei riporti e delle anticipazioni. L'accentuata flessione dei corsi della seconda parte dell'anno ha determinato una riduzione del controvalore dei titoli oggetto di riporto o costituiti in garanzia. Il valore complessivo di tali titoli è così passato dai quasi 21.000 miliardi di gennaio 1990, con una punta di circa 22.000 miliardi a giugno (in coincidenza con il massimo dell'indice MIB), a poco meno di 16.000 miliardi a fine 1990. In rapporto alla capitalizzazione di borsa tali valori si collocano intorno al 9% (percentuale leggermente inferiore all'anno precedente).

La valorizzazione ai prezzi di compenso dei titoli oggetto di contratti di riporto si situa tra un massimo di circa 9.500 mld. di giugno ed un minimo di 5.500 mld. (novembre e dicembre); di tale importo è stato erogato mediamente il 16% con una punta di 1.611 miliardi a giugno ed un minimo di 896 miliardi a ottobre.

La Consob ha stabilito, come noto, uno scarto minimo per i contratti di riporto pari al 50%; tale percentuale è stata ridotta al 40% a partire dal mese borsistico di agosto 1990. L'entità di uno scarto medio complessivo pari a circa l'84%, ben superiore alle percentuali minime obbligatorie, starebbe ad evidenziare un utilizzo del contratto di riporto solo parzialmente destinato a finanziare la proroga di posizioni speculative. Sembrerebbe infatti confermata l'ipotesi di un utilizzo del riporto come sostituto di un deposito a custodia, come deposito a garanzia di operazioni sul mercato azionario (secondo quanto disposto dalla Delibera 929) e come schermo fiscale.

L'entità media degli scarti sembra leggermete ridursi (poco meno dell'83%) nei mesi in cui si registra l'ammontare massimo dei riporti. Da questo dato potrebbe dedursi che mentre esiste uno *stock* di contratti di riporto stipulati con fini diversi dal finanziamento di borsa, automaticamente rinnovato di mese in mese, le variazioni su tale *stock* vengono invece utilizzate per la proroga di posizioni speculative.

Mentre l'entità media dello scarto è ancora superiore per la proroga di posizioni al rialzo (circa l'85%), per la proroga di posizioni al ribasso viene mediamente richiesto uno scarto inferiore al 50%; come noto quest'ultimo tipo di contratti non è specificatamente regolato dalla Consob.

La flessione dei corsi verificatasi a partire dal mese di agosto ha determinato una riduzione più che proporzionale dell'ammontare dei riporti attivi; il livello dei riporti passivi, invece, dopo un'iniziale caduta, causata presumibilmente anche dal divieto di vendere allo scoperto, è tornato successivamente sui valori di inizio anno.

La riduzione dell'ammontare dei riporti attivi è interpretabile come una caduta delle aspettative rialziste degli operatori, che preferiscono chiudere le posizioni, sia pure in perdita, piuttosto che prorogarle. Allo stesso tempo, una costanza del livello dei riporti passivi è una conferma delle aspettative ribassiste che si erano venute a creare sul mercato.

Nel 1990 le categorie di intermediari soggetti all'obbligo delle dichiarazioni hanno preso a riporto titoli contro un'erogazione di fondi di poco superiore ai 21.000 miliardi. Al netto dei contratti conclusi fra gli stessi intermediari, sono stati erogati ai soggetti non tenuti all'obbligo della dichiarazione circa 10.000 mld. (poco più di 800 miliardi al mese).

Gli agenti di cambio (esclusivamente) e le commissionarie (in netta prevalenza) hanno operato in qualità di puri intermediari. Vale a dire hanno preso da terzi (di norma soggetti non tenuti all'obbligo) titoli a riporto che successivamente sono stati ceduti a privati (per consentire loro di chiudere le posizioni al ribasso) oppure, ed è la maggioranza dei casi, a banche.

Gli istituti di credito sono così risultati i finanziatori finali di tutte le operazioni di riporto.

Al contrario, il sistema bancario ha svolto un ruolo del tutto marginale nel finanziare in titoli i soggetti non tenuti all'obbligo della dichiarazione.

Infatti i contratti di riporto finalizzati alla sistemazione di operazioni di vendita sono stati nella maggioranza dei casi di pertinenza della categoria degli agenti di cambio che nel 5-6% dei casi ha applicato a tali operazioni un *deport*.

Non si è detto delle società fiduciarie in quanto queste hanno svolto un'attività del tutto marginale.

A fine dicembre 1990 i cinque titoli oggetto di contratti di riporto più trattati coprivano circa il 30% dell'ammontare complessivo dei riporti. Il titolo più riportato risultava infatti essere le Ass. Generali (12.7% pari ad un controvalore di circa 109 miliardi), seguito da FIAT Ord. (7.8%), Risanamento Napoli (3.4%), Montedison (3.4%) e FIAT Priv. (3.3%).

Le operazioni sui titoli costituiti in garanzia hanno mostrato un andamento in linea con quello dei contratti di riporto. L'unica sostanziale differenza è un aumento del valore dei titoli costituiti in garanzia negli ultimi due mesi pur in presenza di una flessione delle quotazioni. Tale aumento è tuttavia da attribuire ad alcune operazioni specifiche: la costituzione in garanzia del pacchetto di maggioranza di alcune società (Fondiarria Ass., La Previdente) in aggiunta ad un forte incremento del numero di Ass. Generali.

Quest'ultimo titolo (con una quota dell'11.7%, per un controvalore di 1.247 miliardi),

del 3%; sia il settore bancario che il settore «diversi» hanno avuto una variazione positiva dell'indice rispettivamente del 3% e del 2%.

L'indice IMR si è mantenuto, salvo brevi periodi, a livelli superiori a quelli di inizio anno: il minimo si è infatti registrato il 26 febbraio (—1.8% sulle quotazioni di inizio anno) ed il massimo il 31 luglio (+27%), immediatamente prima dello scoppio della crisi del Golfo.

L'andamento delle quotazioni si è conformato, per gran parte dell'anno, all'andamento del mercato principale distinguendosi, però, per le variazioni più contenute dell'indice e per le *performances* migliori.

Così nei primi sei mesi ambedue gli indici fanno segnare i loro minimi a fine febbraio/inizio marzo (—4.7% il MIB il 1° marzo, —1.8% l'IMR il 26 febbraio) ed i loro massimi nella prima metà di giugno (+11.3% il 14 giugno il MIB e +17.2% l'IMR il 4 giugno).

I risultati positivi del ristretto possono spiegarsi con una campagna dividendi migliore e con il progetto, in seguito venuto meno, di costituzione, a Londra, di un fondo chiuso, che avrebbe dovuto prevalentemente investire in titoli di società bancarie italiane medio-piccole.

L'andamento dei due mercati diverge nel mese di luglio quando, a fronte di un mercato principale che comincia a mostrare segni di indebolimento, il mercato ristretto fa segnare una serie continua di nuovi massimi relativi. Tale rialzo coincide con un forte interesse per i titoli delle banche popolari. Nello stesso periodo la Consob emanava nuove disposizioni sulle società quotate al ristretto e modificava il listino suddividendolo in più comparti.

L'inizio della crisi del Golfo, nel periodo successivo, riallinea l'andamento del mercato ristretto a quello del mercato principale. Solo a fine anno, dopo che le quotazioni erano nuovamente scese sotto i livelli di inizio anno, il mercato ristretto mostra segni di una leggera ripresa delle quotazioni.

Fra i singoli comparti quello che registra i migliori risultati è quello delle aziende bancarie i cui titoli sono liberamente trasferibili; su livelli vicini alle quotazioni di inizio anno gli altri.

Per quanto riguarda i singoli titoli, di assoluto rilievo le *performances* fatte registrare da Finance Priv. e Ord. (+261% e +73% rispettivamente), dal Banco di Perugia (+83%, passaggio del pacchetto di controllo alla Banca Toscana) e dalla Banca Popolare Siracusana (+76%). Risultato positivo è poi stato ottenuto dalla Banca Subalpina prima della revoca grazie all'OPA lanciata dalla Cassa di Risparmio di Torino. Oltre il 40% dei titoli, invece, ha avuto una *performance* negativa; perdite superiori al 20% sono state subite solo da due titoli non bancari: Cibiemme Plast (—29.9%) e Subalpina Ass. (—27.1%).

Fra i titoli non quotati a Milano, infine, solo l'Istituto per la Cessione del Quinto a Roma e le Autostrade Meridionali a Napoli hanno fatto registrare una variazione positiva delle quotazioni.

### *2.3 Gli scambi azionari*

Nel 1990 presso i sei mercati ristretti sono state scambiate 118 milioni di azioni pari ad un controvalore di 1.211 miliardi con un incremento, nei confronti dell'anno precedente, rispettivamente del 15% e del 43%. La sensibile differenza fra i due dati è dovuta all'aumento medio delle quotazioni 1990 su 1989 ed alla forte riduzione dei quantitativi scambiati sul titolo Terme di Bognanco, che ha un valore unitario modesto.

Anche se la piazza di Milano concentra la quasi totalità degli scambi, sia Roma che Firenze mostrano un aumento del controvalore negoziato sia a livello assoluto che come quota del totale. Tale incremento è dovuto ai controvalori trattati sui titoli di due società non quotate a Milano. I titoli Nuova Edificatrice (società quotata al ristretto dal 30 luglio) sono gli unici effettivamente scambiati a Firenze, mentre gli scambi sull'Istituto Cessione del Quinto incidono per oltre il 60% sul totale trattato a Roma.

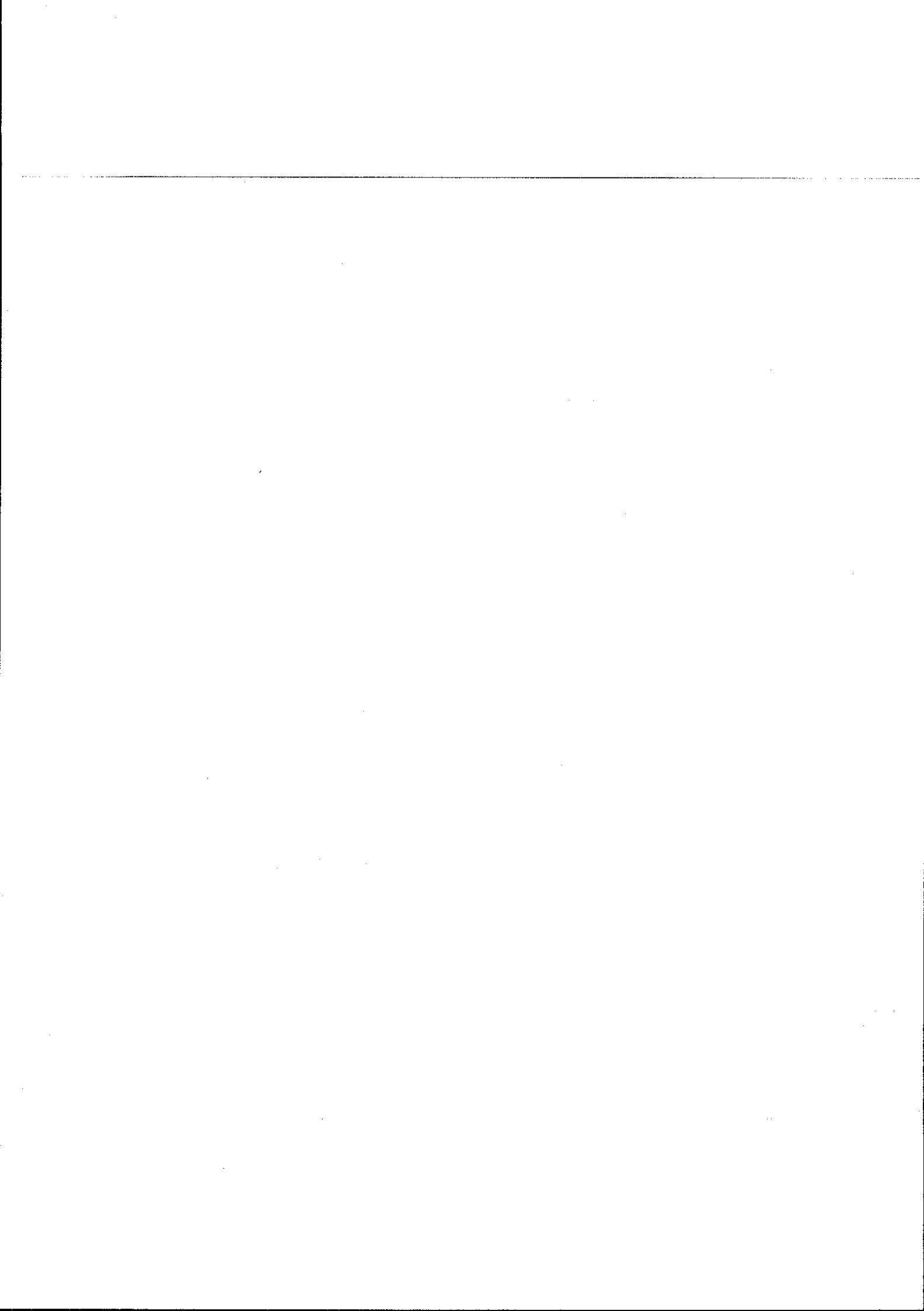
Più in generale gli scambi sui titoli «caratteristici» (vale a dire non quotati a Milano) coprono oltre i due terzi del totale scambiato nelle altre cinque borse (poco più di 8 miliardi per l'intero '90). In pratica l'unico titolo quotato a Milano e con un volume di affari di una certa consistenza anche sulle altre piazze è la Banca Popolare di Bergamo.

Come nel 1989 gli scambi si sono concentrati soprattutto nei mesi centrali. Nei quattro mesi da maggio ad agosto in coincidenza con la forte ripresa dell'indice e con l'inizio della crisi del Golfo il controvalore degli scambi è stato pari a circa il 60% del totale annuo. Il 30 luglio si è anche registrato il massimo degli scambi per singola seduta: oltre 18 miliardi.

La Banca Popolare di Novara è il titolo più trattato (oltre 800 milioni per seduta e scambi quasi triplicati rispetto all'anno precedente) seguito dalla Popolare di Milano (521 milioni per seduta rispetto ai 389 dell'anno precedente). Dimezzati invece gli scambi sul Credito Bergamasco (da 364 milioni a 164 milioni), che nel 1989 avevano beneficiato dell'effetto dell'OPA lanciata dal Crédit Lyonnais.

I titoli con un controvalore superiore a 100 milioni per seduta sono 15 (16 nel 1989). Su oltre il 50% dei titoli il controvalore medio per seduta degli scambi è inferiore ai 50 milioni.

Se si esclude la piazza di Milano solo il titolo Nuova Edificatrice Ord. registra una media per seduta superiore a 10 milioni.



## Capitolo II

### LA DISCIPLINA E IL CONTROLLO DEL MERCATO

#### 1. Il quadro d'insieme

L'anno trascorso è stato caratterizzato dall'attesa dei necessari provvedimenti di riforma dei mercati e degli intermediari mobiliari. La legge 2 gennaio 1991, n. 1 — a cui è dedicato un apposito capitolo della Relazione — ha costituito una tappa fondamentale nel processo di adeguamento della nostra legislazione ai sistemi più evoluti: con essa infatti si è realizzata una compiuta disciplina delle attività di intermediazione mobiliare e dei soggetti abilitati al loro svolgimento, si sono dettate nuove disposizioni per l'organizzazione ed il funzionamento dei mercati mobiliari e si sono dotate le Autorità di controllo dei poteri necessari per la disciplina e la vigilanza dei mercati e degli intermediari.

Nel mutato quadro normativo, gli interventi di disciplina — a cui la Consob sta ora attendendo nel rispetto dei termini fissati dalla stessa legge — saranno quanto mai ampi ed incisivi e soprattutto consentiranno di colmare alcune fondamentali carenze del sistema, alle quali non è stato finora possibile porre rimedio per la mancanza dei poteri necessari.

Nonostante tale situazione di transizione, nel corso del 1990 l'attività della Consob riguardo al mercato di borsa ed alla disciplina e controllo degli intermediari è risultata particolarmente intensa.

Nella materia dell'ammissione dei titoli alla quotazione (in borsa ed al mercato ristretto), oltre allo svolgimento delle ordinarie attività istruttorie finalizzate all'ammissione dei titoli (cfr. par. 2.2), la Commissione ha dato corso ad un ampio programma di verifica della



situazione dei titoli sospesi dalla quotazione ufficiale di borsa. Con ciò si è inteso dare attuazione ai criteri direttivi fissati dalla Commissione con la Delibera n. 4174 del 18 luglio 1989, che oltre a regolare in via generale il procedimento di sospensione e revoca dei titoli dalla quotazione, ha anche previsto una disciplina transitoria per le società sospese da un periodo superiore ad un anno. La relativa procedura — svolta con l'attiva partecipazione dei responsabili della società interessate — ha quindi consentito di dare definitiva certezza in ordine allo *status* dei titoli interessati, attraverso l'adozione dei provvedimenti di volta in volta più opportuni (riammissione alla quotazione ufficiale, ammissione alle negoziazioni del mercato ristretto o revoca definitiva delle quotazioni) (v. al riguardo par. 2.3.1).

Altri tipi di interventi sulla quotazione dei titoli, tutti di carattere transitorio, si sono poi resi necessari in vista dell'esigenza di disporre, a tutela dei risparmiatori, di maggiori informazioni su eventi o operazioni riguardanti talune società (per essi, cfr. par. 2.3.2).

Sempre in materia di ammissione dei titoli alla quotazione ufficiale, nel corso del 1990 si è dato avvio alla revisione del vigente Regolamento approvato con Delibera n. 4088 del 24 maggio 1989. I primi interventi di modifica (cfr. par. 2.1) — a cui seguiranno altri ancora più incisivi — sono intesi soprattutto ad una razionalizzazione del sistema a seguito della prima esperienza di applicazione della normativa.

Per connessione con la materia, vanno anche segnalate le iniziative avviate per consentire la quotazione in Italia di titoli esteri, attraverso la definizione delle procedure tecniche di accentramento di tali titoli presso la Monte Titoli s.p.a. (cfr., sul punto, par. 4).

Assai rilevante appare anche il complesso delle disposizioni emanate in materia di negoziazione dei titoli non ammessi alla quotazione ufficiale nelle borse valori (c.d. mercati ristretti).

Attraverso la modifica del vigente Regolamento sono stati ulteriormente precisati i requisiti di ammissione dei titoli alle negoziazioni, gli obblighi informativi delle società ammesse e gli adempimenti procedurali da osservare (cfr. al riguardo par. 2.1.2). La finalità prevalente della nuova disciplina è di potenziare questo comparto del mercato anche attraverso snellimenti delle procedure che vedono ora un coinvolgimento diretto degli organi locali di controllo (Comitati del mercato ristretto); a compensazione dei più ridotti requisiti richiesti ed a maggior tutela degli investitori, sono stati tuttavia potenziati gli obblighi di informazione, anche attraverso l'estensione a tali società della certificazione dei bilanci.

Un altro importante settore di attività della Commissione ha riguardato il miglioramento delle condizioni tecniche di funzionamento dei mercati. È questo un ambito in cui, come già accennato, più evidenti saranno gli effetti della riforma attuata con la legge n. 1/1991. In certo modo anticipando tale legge, la Consob ha quindi avviato nell'anno 1990 lo studio della revisione dei sistemi di liquidazione delle operazioni in valori mobiliari su cui aveva già fatto conoscere i propri orientamenti con la Delibera n. 4176 del 25 luglio 1989. I lavori

svolti, in stretta collaborazione con la Banca d'Italia e con l'attiva presenza degli operatori interessati, hanno consentito di approfondire i temi-chiave della disciplina così da rendere più agevole l'attuazione dei principi sanciti dalla legge n. 1/1991 (sulla materia, cfr. par. 3).

Nel frattempo si sono anche sviluppati, sotto il coordinamento della Commissione, i lavori per la realizzazione del sistema telematico delle borse valori. Questa fondamentale realizzazione, anch'essa presupposta dalla legge n. 1/1991, affidata dal Consorzio camerale per il coordinamento delle borse valori alla Società Generale Telematica di Borsa (G.T.B.), è in fase di avanzata attuazione sulla base del complesso normativo già definito nelle linee essenziali dalla Commissione con apposita bozza di regolamento: si prevede pertanto che nel corso del 1991 potranno aversi le prime applicazioni del nuovo sistema di contrattazione continua a suo tempo deliberato dalla Commissione (cfr., in proposito, par. 5).

Sul piano degli interventi normativi relativi al funzionamento ed al controllo dei mercati va soprattutto segnalata la revisione sostanziale degli obblighi di garanzia previsti per le operazioni a premio dalla Delibera n. 929/1981 (cfr. par. 6.1). L'obiettivo è stato di snellire l'operatività del mercato dei premi e di limitare il condizionamento che lo stesso esercita sul mercato a fermo, in attesa che si realizzino le strutture per l'attivazione in Italia di un vero e proprio mercato delle *options*. Altri interventi, indotti anche dal negativo andamento dei mercati borsistici a seguito della crisi del Golfo, hanno riguardato le vendite allo scoperto, oggetto dapprima di un temporaneo divieto e successivamente di un sistema di rilevazione sistematica finalizzata alla pubblicazione di dati giornalieri sulle posizioni di scoperto relative a tutti i titoli quotati (cfr., in proposito, par. 6.2).

Per quanto attiene all'attività di controllo sugli intermediari, va segnalato che dal 1° gennaio 1990 il Regolamento adottato con Delibera n. 3267 del 23 febbraio 1988 è divenuto pienamente operante per tutte le società commissionarie di borsa. Ciò, oltre a consentire di disporre di un insieme di dati omogenei relativi all'intero settore, ha comportato l'applicazione a regime di un sistema di controlli conforme alla migliore prassi internazionale, i cui criteri sono stati ribaditi dalla recente legge di riforma dell'intermediazione mobiliare in Italia. Nel paragrafo 7 viene fornito un ampio quadro dell'attività svolta da tali intermediari quale risulta dai dati sistematicamente acquisiti nonché dagli interventi disposti dalla Commissione.

Nei confronti delle altre categorie di intermediari, in attesa dell'attuazione della riforma e quindi del perfezionamento dei sistemi di vigilanza, gli interventi di controllo si sono per lo più avvalsi dei tradizionali poteri ispettivi, attivati sia in relazione a situazioni specifiche che per verificare il rispetto delle disposizioni di portata generale emanate dalla Commissione.

Sullo svolgimento delle attività ispettive si riferisce in apposito capitolo della Relazione, mentre nel par. 8 si fornisce un quadro d'insieme dei controlli svolti e delle attività conseguenti.

Particolarmente intenso è risultato, infine, l'impegno della Commissione nell'approfondimento di temi generali connessi con la disciplina dei mercati e degli intermediari mobiliari. Nel par. 9 si esaminano in dettaglio le questioni di maggiore interesse trattate in tale ambito.

## **2. L'ammissione dei titoli alla quotazione ufficiale ed alle negoziazioni sui mercati ristretti**

### *2.1 I provvedimenti di portata generale*

#### *2.1.1 Le modifiche al Regolamento di ammissione alla quotazione ufficiale*

Dopo un primo periodo di applicazione del nuovo Regolamento di ammissione alla quotazione ufficiale (entrato in vigore nel luglio 1989) si è ravvisata la necessità di modificare l'art. 14, comma 2 (e di integrare di conseguenza l'Allegato B) di tale Regolamento nel senso di far sì che le società o gli enti con titoli già quotati che richiedano l'ammissione a quotazione di altri titoli lo decidano attraverso lo strumento della Delibera del consiglio di amministrazione anziché di quella dell'assemblea (Delibera n. 4350 del 28 febbraio 1990).

Questo in considerazione del fatto che, per una società o un ente, una volta assunto lo *status* di società quotata l'eventuale decisione di richiedere la quotazione di altri titoli non comporta per la società o l'ente alcuna modifica a detto *status* o sostanziali oneri aggiuntivi.

#### *2.1.2 La modifica del Regolamento per la negoziazione dei titoli non ammessi alla quotazione ufficiale nelle borse valori*

La legge 23 febbraio 1987, n. 49 recante le norme per la negoziazione dei titoli al mercato ristretto ha demandato alla Commissione il compito di dettare le disposizioni regolamentari della materia.

Nel corso del 1990 la Consob ha adottato una serie di provvedimenti volti alla modifica e ad una completa attuazione del Regolamento, approvato con Delibera n. 233 del 24 giugno 1977 e modificato con Delibera n. 2725 del 19 febbraio 1987. In particolare ha fissato con separate Delibere la trasmissione periodica alla Commissione di atti, documenti, dati e notizie da parte degli emittenti ammessi alle negoziazioni al mercato ristretto, ha previsto le modalità di presentazione delle domande di ammissione alle negoziazioni e ha delegato alcune competenze istruttorie ai Comitati del mercato ristretto.

Con Delibera n. 4808 del 24 luglio 1990 sono state apportate le seguenti modificazioni al Regolamento per le negoziazioni dei titoli non ammessi alla quotazione ufficiale nelle borse valori:

— all'articolo 5, allo scopo di consentire l'ammissione alle negoziazioni di emittenti di diritto estero, è stato eliminato al primo comma dell'articolo l'inciso riferito alle «società azionarie o agli enti emittenti legalmente costituiti nel territorio dello stato».

Allo scopo di garantire le funzioni di controllo sulla regolare tenuta della contabilità e sulla corrispondenza del bilancio alle risultanze contabili è stato introdotto come requisito per l'ammissione alle negoziazioni il conferimento dell'incarico di revisione e certificazione ad una società iscritta all'Albo di cui all'art. 8 del d.P.R. n. 136 del 31 marzo 1975.

— all'articolo 6 è stato introdotto, per le società che richiedono l'ammissione dei propri titoli, l'obbligo di pubblicare un prospetto informativo redatto, per quanto compatibile, secondo lo schema D del Regolamento per l'ammissione dei titoli alla quotazione ufficiale nelle borse valori.

È stato inoltre abolito l'obbligo di pubblicazione del prospetto su un quotidiano, allo scopo di rendere omogenee le modalità di pubblicazione del prospetto informativo con quelle previste dal Regolamento di ammissione alla quotazione ufficiale e dalle «Disposizioni di carattere generale concernenti la redazione dei prospetti informativi» e per non rendere eccessivamente onerosa la pubblicazione, per sintesi, del prospetto stesso.

Con Delibera n. 4810 del 24 luglio 1990 è stato previsto l'obbligo di comunicazione immediata alla Consob del contenuto delle delibere del consiglio di amministrazione in merito alle operazioni sul capitale, all'emissione di prestiti obbligazionari ed alle fusioni. Infine con riguardo agli emittenti aventi struttura di società cooperativa è stata prevista in via generale la trasmissione periodica dei dati relativi al gradimento degli amministratori circa i trasferimenti azionari.

Con altri provvedimenti si è poi provveduto a dare attuazione alle disposizioni dell'art. 6 del Regolamento come modificato dalla Delibera n. 2725 del 19 febbraio 1987. Il secondo comma di tale articolo prevede che la Consob determini, in via generale, le modalità di presentazione della domanda di ammissione alle negoziazioni al mercato ristretto, la documentazione da allegare nonché i dati e le notizie da fornire. Il terzo comma dell'art. 6 prevede inoltre la facoltà di delegare al Comitato del mercato ristretto l'esercizio, in via temporanea e per singole borse, dei poteri istruttori in materia di ammissione dei titoli alle negoziazioni.

Con la Delibera n. 4811 del 24 luglio 1990 si sono determinate, quindi, le modalità di presentazione della domanda di ammissione dei titoli alle negoziazioni al mercato ristretto, la documentazione da allegare ed i dati e le notizie da fornire. Nell'occasione si è anche disciplinata l'ipotesi di presentazione della domanda di ammissione presso più mercati ristretti, precisando che la competenza a ricevere la domanda spetta al Comitato del mercato ristretto «topograficamente più vicino» alla sede legale della società.

Per quanto riguarda la Delibera n. 4812 del 24 luglio 1990 essa individua i poteri istruttori oggetto della delega ai Comitati del mercato ristretto; tra questi si citano in particolare: il potere a ricevere la documentazione e a dichiarare irricevibile la domanda nel caso di incompletezza della stessa, di acquisire informazioni in ordine alla composizione dell'azionaria-

to della società istante e al gruppo di appartenenza, di accertare il requisito di «larga ed abituale negoziazione» per i titoli da ammettere in deroga, nonché di valutare gli elementi che possono rendere la negoziazione contraria a ragioni di pubblico interesse. Nello stesso provvedimento vengono inoltre stabiliti i criteri a cui il Comitato deve attenersi nell'esercizio dei poteri delegati e dettati gli adempimenti da compiersi a cura dello stesso necessari ai fini della procedura di ammissione. La delega non è operante quando l'ammissione alle negoziazioni richieda la preventiva costituzione del flottante tramite offerta pubblica, posto che le competenze in materia di collocamento di titoli sono riservate in via esclusiva alla Commissione.

## 2.2 I provvedimenti di ammissione a quotazione

### 2.2.1 Le nuove società ammesse in borsa o al mercato ristretto

Nel corso del 1990 tre società hanno ottenuto l'ammissione dei loro titoli azionari alla quotazione ufficiale in borsa ed una l'ammissione presso il mercato ristretto.

Tutte le società ammesse 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.

Di seguito si riporta l'elenco delle nuove società ammesse:

Società	Titolo ammesso	borse di quotazione	Data inizio negoziaz.
<i><u>Mercato ufficiale</u></i>			
Gabetti Holding	Azioni ordinarie	Milano, Torino	3.5.1990
Gottardo Ruffoni	Azioni ordinarie	Milano, Trieste	6.8.1990
Finarte Casa d'Aste	Azioni ordinarie	Milano	17.8.1990
<i><u>Mercato ristretto</u></i>			
Carbotrade	Azioni privilegiate	Genova	23.7.1990

### 2.2.2 Le altre ammissioni

Nel corso del 1990 sono state ammesse alla quotazione altre categorie di titoli di società aventi titoli già quotati; in particolare le azioni ordinarie della Compagnia Assicuratrice Unipol ammesse in data 25 gennaio 1990 alle negoziazioni presso le borse di Milano, Roma e Bologna, le azioni privilegiate della Finarte ammesse il 15 marzo 1990 alle negoziazioni

presso la borsa di Milano. Le azioni privilegiate della Fornara e della Simint saranno ammesse dal gennaio 1991 rispettivamente presso le borse di Torino e Milano e di Milano.

Sono stati, inoltre, iscritti al listino i seguenti prestiti obbligazionari ordinari, convertibili e con *warrant*:

- Mediobanca 13,5% 1989-99;
- SMI 8,75% 1989-95 ed i *warrants* azioni ordinarie SMI 1990-94;
- CIR 9,50% 1989-95 ed i *warrants* «A» e «B» validi per la sottoscrizione di azioni ordinarie e di risparmio non convertibili CIR s.p.a.;
- Mediobanca 8% 1989-95 ed i *warrants* validi per la sottoscrizione di azioni ordinarie Olivetti s.p.a.;
- Mediobanca 10% 1989-94 ed i *warrants* Premafin Fin. validi per la sottoscrizione di azioni ordinarie;
- IFIL 6,50% 1989-94;
- IFIL 8,50% 1989-94 ed i *warrants* validi per sottoscrivere rispettivamente azioni ordinarie e di risparmio della società;
- SOGEFI 9,75% 1989-95 ed i *warrants* validi per sottoscrivere azioni ordinarie della società;
- Mediobanca 10% 1989-94;
- Mediobanca 7% 1989-94 serie speciale Banco di Roma convertibile in azioni ordinarie Banco di Roma ed i *warrants* validi per l'acquisto di azioni ordinarie Banco di Roma;
- Italgas 10% 1990-96;
- Mediobanca 8,50% 1989-94 ed i *warrants* validi per la sottoscrizione di azioni ordinarie Cofide;
- IRI 8% 1989-95 convertibili in azioni ordinarie Ansaldo Trasporti (con decorrenza dal gennaio 1991).

Sono stati ammessi alla quotazione i *warrants* ordinari e di risparmio della Magneti Marelli s.p.a. ed i *warrants* ordinari dell'Europa Metalli — LMI s.p.a..

Sono state, inoltre, adottate dieci Delibere con le quali sono state istituite altrettante linee separate di quotazione, di cui una al mercato ristretto, relativamente a titoli emessi con godimento differenziato rispetto a quelli già in circolazione per le seguenti società:

- Acqua Pia Antica Marcia: azioni di risparmio non convertibili godimento 1.1.90;
- Fidenza Vetraria: azioni ordinarie godimento 1.1.90;
- Merloni Elettrodomestici: azioni di risparmio non convertibili godimento 1.1.90;
- Finarte: azioni ordinarie godimento 1.7.89;
- Fiscambi Holding: azioni ordinarie e di risparmio non convertibili godimento 1.7.89;
- SIP: azioni ordinarie e di risparmio godimento 1.1.90;

- Banco Ambrosiano Veneto: azioni di risparmio non convertibili godimento 1.7.90;
- Finanziaria Centro Nord: azioni ordinarie godimento 1.7.90;
- SIFA: azioni ordinarie godimento 1.7.90;
- Banca Provinciale Lombarda (al mercato ristretto): azioni ordinarie derivanti dalla conversione delle azioni privilegiate;
- Banca Popolare di Bergamo (al mercato ristretto): azioni ordinarie godimento 1.7.90.

Sempre nel corso dell'anno la Castagnetti, con azioni ordinarie quotate a Torino, ha chiesto l'estensione della quotazione a Genova, Milano e Roma; la Costa Crociere, quotata a Milano, ha chiesto l'estensione della quotazione delle azioni ordinarie alla borsa di Genova ed infine la IFIS, quotata al mercato ristretto di Genova, ha chiesto l'estensione delle negoziazioni delle sue azioni privilegiate al mercato ristretto di Milano.

Dal 16 gennaio 1990 le azioni ordinarie e di risparmio non convertibili della società Banco Ambrosiano Veneto s.p.a. hanno sostituito nella quotazione, dopo l'incorporazione della Banca Cattolica del Veneto, le rispettive azioni del Nuovo Banco Ambrosiano. Nel corso dell'anno (15 febbraio) anche la Castagnetti ha modificato la propria denominazione sociale in FISIA s.p.a. Il 13 settembre 1990, a seguito della ristrutturazione che ha interessato il gruppo Fondiaria, la Italia Assicurazioni ha cambiato la propria denominazione sociale in La Fondiaria Assicurazioni e la Fondiaria Compagnia di Ass. e Riass. ha assunto la nuova denominazione di Fondiaria s.p.a.. A decorrere dal 27 dicembre 1990 è modificata la denominazione della Aeritalia in Alenia s.p.a., a seguito della fusione nella società della Selenia. Dal 28 dicembre 1990 la denominazione della società Setemer è modificata in Ericsson s.p.a.. A seguito della incorporazione della Montedison nella Ferruzzi Agricola Finanziaria quest'ultima società ha modificato la propria denominazione sociale in Montedison s.p.a., pertanto dal 31 dicembre 1990 è mutata la denominazione dei titoli quotati.

### *2.2.3 Le ammissioni di diritto alla quotazione*

Nel corso del 1990 sono stati ammessi di diritto alla quotazione 38 titoli di stato (24 certificati di credito del tesoro e 14 buoni del tesoro poliennali) e 67 prestiti obbligazionari emessi da istituti di credito speciale, enti delle partecipazioni statali, ENEL, BEI.

Sono stati inoltre quotati i titoli di risparmio emessi delle Cementerie di Barletta e dalla GAIC (convertibili in azioni ordinarie).

## *2.3 Gli interventi sulla quotazione dei titoli*

### *2.3.1 L'applicazione della Delibera n. 4174 del 18.7.89 in materia di sospensione e revoca dei titoli dalla quotazione*

Nel corso del 1990 ha trovato pratica applicazione la Delibera 4174/89 che regola il procedimento di sospensione e revoca dei titoli dalla quotazione di borsa, già illustrata nella Relazione dello scorso anno; in particolare la Commissione ha dato seguito alla «Disciplina

transitoria» in essa prevista riguardante le società già sospese alla data di adozione di tale Delibera da un periodo superiore ad un anno. Tra la fine di settembre e l'inizio di ottobre 1989 la Commissione aveva proceduto — conformemente al disposto della citata Disciplina transitoria — alla convocazione di 23 società sospese da oltre dodici mesi e aveva, in quella sede, prescritto ai rappresentanti legali delle società un termine di sei mesi per rimuovere le cause che avevano determinato i provvedimenti di sospensione.

Dopo un ulteriore incontro con le società, avuto nel gennaio 1990, la Commissione ha proceduto all'esame dei singoli casi e ha assunto i provvedimenti di seguito descritti; già nel dicembre 1989 la Commissione aveva comunque provveduto alla riammissione dell'UNIPAR.

Le società riammesse sono state le seguenti:

- Santavaleria Finanziaria (ex Cascami 1872) alla borsa valori di Milano dal 16.1.90;
- NAI alle borse di Genova, Milano, Roma, Torino dal 26.2.90;
- Centenari & Zinelli alla borsa di Milano dal 9.4.90;
- Ferrovie Torino Nord alla borsa di Torino dal 14.6.90;
- ISVIM alle borse di Torino e Milano dal 27.6.90.

Le società revocate dalle negoziazioni sono state:

— SEM-Finanziaria di Partecipazioni dal 12.4.90 dalle borse di Genova e Milano, in considerazione di un patrimonio netto inferiore al minimo previsto dall'art. 6 del Regolamento di ammissione, del completo abbattimento del capitale ordinario e della mancanza di un'attività operativa specifica;

— Aturia dal 9.5.90 dalla borsa di Milano in quanto non disponeva dei requisiti di redditività e patrimonio netto sufficienti per la permanenza alla quotazione; era stata ammessa dall'1.7.88 alla procedura di concordato preventivo e l'assemblea della società ne aveva deliberato la liquidazione;

— Eurogest dal 14.6.90 dalle borse di Milano e Firenze in quanto non risultava in possesso dei requisiti di redditività, patrimonio netto e flottante sufficienti per la permanenza in borsa;

— Talco Grafite Val Chisone dal 6.8.90 dalla Borsa di Torino in relazione alla richiesta di revoca da parte del nuovo gruppo di controllo inglese RTZ-Borax che aveva provveduto ad effettuare un'OPA sul flottante residuo. La società mancava comunque dei requisiti previsti per la permanenza alla quotazione.

Molte sono state le società revocate dal mercato ufficiale e contestualmente ammesse alla negoziazione al mercato ristretto, applicando in tal modo l'art. 30, comma 4 del Regolamento per l'ammissione dei titoli alla quotazione ufficiale. Ciò è avvenuto in quanto queste società non erano più in possesso dei requisiti di quotazione previsti per il mercato ufficiale, ma presentavano requisiti adatti per il mercato ristretto e, in genere, una buona diffusione dei titoli. La Commissione ha ritenuto in questo modo di tutelare l'esigenza dei piccoli ri-



sparmiatori di negoziare comunque i propri titoli su un mercato regolamentato e, in questo stesso senso, ha ritenuto opportuno che anche società aventi emesso azioni di risparmio al mercato ufficiale, potessero accedere alle negoziazioni del mercato ristretto con tali titoli. Le società per le quali si è seguito tale procedimento sono state le seguenti:

— Società Italiana per le Condotte d'Acqua revocata dalle borse di Genova, Milano, Palermo, Roma e Torino dal 6.8.90 e contestualmente ammessa alla negoziazione nei mercati ristretti di Genova, Milano, Roma e Torino;

— Ned Edificatrice dal 1849 revocate le azioni ordinarie e di risparmio dalla borsa di Firenze dal 30.7.90 e contestuale ammissione delle stesse al mercato ristretto di Firenze;

— Inveurop revocata dalla borsa di Torino dal 15.10.90 e contestualmente ammessa al mercato ristretto di Milano e Torino;

— Ferrovie Nord Milano revocata dalla borsa di Milano dal 19.11.90 e ammessa al mercato ristretto di Milano;

— Autostrade Meridionali revocata dalla borsa di Napoli dal 26.11.90 ed ammessa al mercato ristretto di Napoli;

— Broggi Izar revocata dalla borsa di Milano con decorrenza 2.1.1991 ed ammessa al mercato ristretto di Milano.

Con Delibere del gennaio 1991 la Commissione ha disposto la revoca della quotazione della Paramatti (dalla borsa di Torino) e delle azioni ordinarie e di risparmio della Sirio ex Singest (dalle borse di Genova e Firenze) e la contestuale ammissione alle negoziazioni presso i medesimi mercati ristretti a decorrere dal 28 gennaio 1991.

Sono pertanto cinque le società, delle ventitré inizialmente esaminate, per le quali è ancora in corso la procedura volta alla riammissione o alla revoca del titolo.

### *2.3.2 Gli altri provvedimenti di sospensione e ripristino della quotazione*

Nel corso del 1990 sono stati sospesi, in attesa di disporre di maggiori informazioni in merito ad operazioni riguardanti la società, i titoli delle società di seguito indicate; una volta ottenuti i chiarimenti necessari tali società sono state riammesse alla quotazione (tutti i provvedimenti sono stati assunti con Provvedimento urgente del Presidente successivamente approvato con Delibera della Commissione):

— Mira Lanza (sospesa dal 12.3.90 — riammessa dal 9.4.90) in attesa di ottenere maggiori informazioni in merito alla proposta di fusione della società nella controllante Benckiser Italia e di un'OPA sulle restanti azioni della società;

— Aeritalia (sospesa dal 16.5.90 — riammessa dal 18.5.90) in attesa di maggiori informazioni circa la fusione tra la società e la Selenia;

— FISAC (sospesa dal 24.5.90 — riammessa dal 5.7.90) per evitare turbative di mercato

in attesa di disporre di maggiori informazioni sull'OPA su azioni della società da parte della Trevitex s.p.a.;

— Cantieri Metallurgici Italiani (sospesa dal 29.6.90 — riammessa dal 9.7.90) in attesa di maggiori informazioni sull'accordo con l'Ilva;

— Beni Stabili (sospesa dal 20.7.90 — riammessa dal 23.7.90) in attesa di maggiori notizie sulla cessione del pacchetto di controllo da parte dell'Acqua Marcia;

— Montedison, Ferruzzi Finanziaria, obbligazioni convertibili Montedison 1985/92 10% serie speciale SELM-FERFIN; azioni e obbligazioni convertibili 1986/92, 1987/92, 1986/93 Ferruzzi Agricola Finanziaria; Eridania e le obbligazioni convertibili 1985/90 Enimont (sospese dal 26.7.90 — riammesse dal 30.7.90) a seguito di comunicazioni societarie riguardanti una operazione di riassetto delle partecipazioni facenti capo al gruppo Ferruzzi Finanziaria;

— Enimont (sospesa dal 9.11.90 — riammessa dal 23.11.90) per tutelare il pubblico risparmio, considerate le notizie relative al fermo provvisorio delle azioni della società di proprietà del gruppo Montedison e del gruppo ENI disposto dal Tribunale Civile di Milano.

— Ferruzzi Fin., Ferruzzi Agricola Fin., Montedison, Eridania, SELM, Trenno (sospese dal 19.11.90 — riammesse dal 23.11.90) allo scopo di evitare disparità informativa tra gli operatori e in attesa di conoscere da quale gruppo — ENI o Ferruzzi — sarebbe stato acquisito il controllo dell'Enimont e di sapere se l'operazione di OPA o di OPS da parte dell'ENI avrebbe avuto effettivamente corso e con quali modalità;

— Acqua Pia Antica Marcia e Bastogi (sospese dal 14.12.90 — riammesse dal 27.12.90) allo scopo di evitare disparità informative tra gli operatori e in attesa di conoscere l'esito delle trattative di cessione di parte del pacchetto azionario della Bastogi detenuto dalla società Acqua Marcia e della Galleria Colonna in Roma.

### *2.3.3 I provvedimenti di revoca della quotazione*

Le altre società revocate nel corso dell'anno sono le seguenti:

— Siossigeno dal 10.1.90 dalle borse di Roma e Milano a seguito della fusione per incorporazione della società nella Parital s.r.l.;

— Banca Cattolica del Veneto dal 16.1.90 dalla borsa di Milano a seguito della fusione per incorporazione della società nel Nuovo Banco Ambrosiano;

— Mira Lanza dal 3.8.90 dalle borse di Genova, Milano, Roma, Torino e Venezia a seguito della fusione per incorporazione della società nella Benckiser Italia;

— SAES dal 13.12.90 dalle borse di Milano e Torino a seguito della fusione per incorporazione della società nella Fiat;

— Montedison dal 31.12.90 da tutte le borse (fatta eccezione per i titoli dei prestiti obbligazionari che permangono in quotazione presso le borse di Genova e Milano) a seguito della incorporazione della società nella Ferruzzi Agricola Finanziaria.

Dal mercato ristretto sono state revocate dalle negoziazioni le seguenti società:

— Banca Provinciale Lombarda revoca delle azioni privilegiate dal mercato ristretto di Milano dal 1.1.90 a seguito della conversione delle suddette azioni privilegiate in azioni ordinarie ed istituzione di una temporanea linea di quotazione separata per tali azioni ordinarie derivanti dalla conversione;

— Banca Subalpina dal 2.7.90 dal mercato ristretto di Torino e Milano a seguito della fusione per incorporazione della società nella Cassa di Risparmio di Torino;

— Bieffe dal 23.7.90 dal mercato ristretto di Milano a seguito dell'esito positivo dell'OPA effettuata dalla Francal sulle azioni della società.

### **3. La nuova disciplina della liquidazione delle operazioni in valori mobiliari**

Nel corso dell'anno 1990 ha preso avvio e si è sviluppato il dibattito sulla revisione delle modalità di liquidazione delle operazioni in valori mobiliari. Su tale materia la Commissione si era già soffermata nell'anno precedente, con Delibera n. 4176 del 25 luglio 1989, richiamando l'attenzione sulle caratteristiche di arretratezza del nostro mercato mobiliare e sulla necessità di eliminare le disfunzioni esistenti attraverso la definizione di nuovi assetti strutturali e funzionali dei cicli di liquidazione.

In quella occasione, come ampiamente riferito nella precedente Relazione, utilizzando i suoi poteri in materia di organizzazione e funzionamento dei mercati, la Consob ha delineato un programma di interventi diretti a garantire maggiore sicurezza ed efficacia alla liquidazione dei contratti di borsa avvalendosi, in particolare, delle realizzazioni tecnologiche previste dal sistema telematico delle borse valori di ormai prossima introduzione.

Su queste basi, la Commissione, in stretto contatto con la Banca d'Italia e le diverse componenti del mercato (aziende di credito, agenti di cambio e commissionarie di borsa), ha quindi avviato l'analisi dei temi più impegnativi ed a carattere prioritario per pervenire innanzitutto alla riduzione dei cicli di liquidazione delle operazioni.

Dai lavori è emersa la necessità di rendere maggiormente efficiente il sistema di depositi accentrati di titoli in quanto solo attraverso la concentrazione di tutti i titoli quotati e la partecipazione di tutti gli operatori autorizzati a detto sistema si renderà possibile un corretto funzionamento delle stanze di compensazione su cicli ridotti di liquidazione. Del pari la realizzazione di adeguati strumenti di finanziamento in titoli per il completamento delle liquidazioni a mezzo stanze di compensazione e la copertura delle operazioni di vendita allo scoperto, come anche la garanzia della copertura delle posizioni degli operatori insolventi, risultano essenziali ai fini della tempestiva conclusione del processo di liquidazione. Da ultimo l'utilizzo, non appena disponibile, del sistema automatico di riscontro e rettifica delle operazioni di borsa completa il quadro delle realizzazioni strettamente condizionanti per il passaggio ad un ciclo di liquidazione a contanti.

La conclusione dell'*iter* parlamentare della legge di disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare (legge 2 gennaio 1991, n. 1) ha impresso nuovo impulso ai lavori del gruppo, in relazione all'impegno congiunto con la Banca d'Italia di creare le condizioni ottimali per l'intervento obbligatorio delle stanze di compensazione nelle procedure di liquidazione, secondo le modalità di tempo che al termine dei lavori in corso risulteranno più adeguate alle esigenze del mercato.

Sugli sviluppi e sulle conclusioni dei lavori del gruppo di studio è in elaborazione un documento cui faranno seguito i necessari interventi di disciplina della materia.

#### **4. L'accentramento dei titoli esteri presso il sistema Monte Titoli**

Successivamente all'approvazione delle modifiche ed integrazioni al Regolamento di attuazione della legge n. 289/1986 concernente la Monte Titoli (Delibera n. 4199 del 29.8.1989) e all'adeguamento delle disposizioni del relativo Regolamento dei servizi e delle condizioni contrattuali (Delibera n. 4476 nel 6 febbraio 1990), sono stati avviati gli approfondimenti per la predisposizione degli accordi necessari alla società Monte Titoli per il subdeposito dei titoli esteri nel paese d'origine, preferibilmente presso omologhe istituzioni di depositi accentrati.

Con le procedure ipotizzate di accentramento presso la Monte Titoli dei titoli esteri ammessi alla quotazione in Italia e di loro subdeposito direttamente nel paese di origine verrà a realizzarsi in concreto anche nel nostro paese una sorta di «smaterializzazione» dei certificati conseguente al loro immobilizzo tramite la Monte Titoli presso il depositario estero che, di fatto, rende materialmente indisponibili nel nostro paese i relativi certificati rappresentativi dei titoli. L'accennata situazione di «smaterializzazione di fatto» dei titoli esteri, indispensabile per il superamento dei problemi tecnici relativi ai trasferimenti ed alla liquidazione di titoli della specie a mezzo delle stanze di compensazione, potrà consentire per altro verso anche nel nostro paese una occasione di verifica dei benefici derivanti da regimi di titolarità e di circolazione dei titoli meramente scritturali, quali quelli già da anni introdotti nei paesi europei di più avanzata tecnologia quali Francia, Danimarca, Svezia, eccetera.

Stante la situazione dei lavori della Monte Titoli maturata alla fine dell'anno in esame, sembra possibile ipotizzare che, entro i primi mesi dell'anno 1991, la società sarà in grado di definire i primi accordi con gli enti omologhi operanti nei paesi d'origine per la gestione dei depositi accentrati di titoli esteri ammessi alla quotazione nelle borse valori italiane. Con la conclusione degli accordi in discorso verranno, quindi, ad essere positivamente superati i residui ostacoli alla quotazione in Italia di titoli di emittenti di detti paesi.

Da ultimo, per gli aspetti relativi all'operatività del sistema, va sottolineato che a seguito dell'inclusione nel novero dei soggetti ammessi al sistema accentrato delle società commissarie, si è registrato un ulteriore e progressivo ampliamento del numero dei depositari e del numero e del valore dei titoli depositati. Appare, inoltre, particolarmente significativo l'incre-

mento del numero complessivo dei saldi registrati dalla Monte Titoli nelle liquidazioni giornaliera e mensili presso le stanze di compensazione (vedi tabelle 1 e 2).

Tabella 1

	1987 n./valore	1988 n./valore	1989 n./valore	1990 n./valore
<b>1 — NUMERO DEI DEPOSITARI E VALORE NOMINALE DEI TITOLI DEPOSITATI</b>				
Banche	163 / 45242	173 / 59758	177 / 69417	185 / 81717
Agenti di cambio	78 / 282	89 / 392	93 / 596	107 / 503
Società emittenti	1 / 296	1 / 289	1 / 172	48 / 1
<b>2 — NUMERO DEI DEPOSITI E LORO VALORE NOMINALE</b>				
Titoli azionari	255 / 11492	297 / 15219	327 / 17970	386 / 22806
Titoli obbligazionari	568 / 34328	538 / 45220	547 / 52215	561 / 59906
<b>TOTALI</b>	<b>823 / 45820</b>	<b>835 / 60439</b>	<b>874 / 70185</b>	<b>947 / 82712</b>

Tabella 2

**SALDI REGISTRATI DALLA MONTE TITOLI NELLE LIQUIDAZIONI GIORNALIERE E MENSILI**

Numero spunte	261730	332600	397332	487333
---------------	--------	--------	--------	--------

### **5. La realizzazione del sistema telematico di borsa**

Nei tempi previsti del calendario dei lavori definito dal Consorzio camerale per il coordinamento delle borse valori d'intesa con la Società Generale Telematica di Borsa (GTB), quest'ultima ha proceduto nel corso dell'anno allo sviluppo della fase di progettazione del sistema telematico di borsa, all'apprestamento delle strutture necessarie all'impiego della tecnologia informatica nella contrattazione dei valori mobiliari ed alla realizzazione delle relative funzioni operative, sulla scorta del complesso normativo indicato nel maggio scorso dalla Commissione quale quadro provvisorio di riferimento per la realizzazione del sistema telematica delle borse valori.

Particolare attenzione è stata posta nella definizione delle funzioni operative destinate a realizzare il nuovo sistema di «contrattazione continua telematica» attraverso il quale si prevede prenda l'avvio, quale prima fase del piano complessivo dei lavori destinati alla realizzazione del sistema telematico, il mercato unico nazionale.

Caratteristica del nuovo sistema di contrattazione telematica è, infatti, la possibilità per gli operatori autorizzati di immettere, a fronte degli ordini pervenuti e nel rispetto della priorità temporale di ciascun ordine, proposte negoziabili da qualsiasi altro operatore (agenti di cambio e società di intermediazione mobiliare) attivo presso le dieci borse italiane.

Il mercato unico nazionale realizzato attraverso il collegamento telematico di tutte le borse consentirà la conclusione automatica dei contratti in relazione alle caratteristiche di negoziabilità (prezzo, quantità e priorità, ecc.) delle proposte presenti nel sistema stesso.

A questo riguardo risultano particolarmente significative, per le future applicazioni dell'accennato sistema di contrattazione dei valori mobiliari, le ulteriori indicazioni operative fornite dalla Commissione al Consorzio camerale per il coordinamento delle borse valori mediante le quali, in relazione agli sviluppi previsti nell'ambito del progetto per il riconoscimento ed il collegamento tra le borse valori della Comunità europea, sono stati forniti i criteri generali di funzionamento previsti per i sistemi telematici operanti nei mercati mobiliari dei paesi dell'area comunitaria.

Infatti, l'importanza assunta dall'applicazione dei sistemi informatici e telematici nell'organizzazione dei mercati richiede la predisposizione dei sistemi stessi a futuri collegamenti condizionati peraltro dalla necessità di assicurare a tutti gli operatori sia un adeguato grado di tutela e di protezione sia una pari capacità di accesso al sistema stesso.

Ai fini di cui sopra si è, tra l'altro, fatto riferimento alla esigenza che in ogni momento l'Autorità di controllo sia posta in grado di verificare la sussistenza dei requisiti determinati per il funzionamento del sistema, per la sicurezza e capacità e per l'integrità dei dati.

Secondo il piano di lavori sopra richiamato è previsto l'inizio della fase di sperimentazione del sistema telematico di borsa e delle sue applicazioni già nella primavera del corrente

anno, con inizio delle fasi operative presso le borse valori a partire dalla seconda metà dell'anno.

## 6. Le attività relative al funzionamento ed al controllo delle borse valori

### 6.1 Le modifiche apportate alla disciplina del mercato dei premi e agli scarti di garanzia

#### 6.1.1 Le disposizioni relative al mercato dei premi

Con Delibera n. 4764 del 10 luglio 1990 la Commissione ha apportato, con decorrenza 17 agosto 1990, alcune modifiche alla disciplina recata dalla Delibera n. 929 del 3 luglio 1981 e successive modificazioni ed integrazioni, in materia di deposito a garanzia a fronte di operazioni a premio, semplice e composto.

La nuova disciplina della materia, oltre a ridefinire gli obblighi di garanzia in funzione della posizione contrattuale assunta da ciascuna delle parti contraenti, si è posta il duplice obiettivo di:

- a) snellire l'operatività del mercato dei premi, modificando alcune disposizioni normative non più attuali;
- b) eliminare o, perlomeno, limitare il condizionamento che il mercato dei premi esercita sul mercato a termine fermo.

Con la suddetta Delibera n. 4764/1990 si è pertanto:

\* resa omogenea la regolamentazione degli obblighi di deposito a garanzia posti a carico del venditore della facoltà di ritirare i titoli con quella corrispondente sul mercato a termine fermo (in altre parole si è disposto che le vendite a premio, come quelle a termine fermo, possano essere alternativamente accompagnate dal deposito dei titoli, ovvero dalla copertura in contanti, in misura ragguagliata al controvalore della base);

\* consentita la negoziazione dei contratti a premio, considerando, fino a concorrenza della stessa quantità, operazione chiusa, ai fini di quanto stabilito dalla Delibera n. 929/1981, gli acquisti o le vendite a premio a fronte di operazioni, sempre a premio, di segno opposto, stipulate per la medesima liquidazione e sempre che abbiano la medesima base o una base superiore, nel caso di premio *dont*, ovvero inferiore, nel caso di premio *put*;

\* eliminato l'obbligo della risposta premi anticipata — come alternativa al deposito obbligatorio — allorquando vengano impostate operazioni sul fisso effettuate a fronte di contratti a premio, purché le transazioni sui due comparti del mercato siano concluse per la stessa liquidazione.

### 6.1.2 Le disposizioni relative agli scarti di garanzia da applicare alle operazioni di riporto

Con provvedimento urgente n. 33/90 del 10 agosto 1990 (poi approvato con Delibera n. 4836 del 16 agosto 1990) si è disposta, per la liquidazione del mese borsistico di agosto 1990, la riduzione della misura minima dello scarto di garanzia nei contratti di riporto aventi per oggetto titoli azionari ed obbligazionari convertibili quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto dal 50% al 40%.

L'intervento si è reso necessario in quanto la flessione dei corsi verificatasi nel mese borsistico di agosto (circa il 12%), anche a seguito delle note vicente del Golfo Persico, avrebbe potuto provocare in prossimità della fine del ciclo una serie di vendite forzate che avrebbero ulteriormente appesantito il mercato. In tale contesto, si è ritenuto che la maggiore liquidità disponibile per gli operatori, derivante dal provvedimento in parola, potesse esercitare effetti positivi sull'andamento generale del mercato borsistico nazionale.

Il perdurare di una situazione di costante flessione dei corsi nei cicli operativi di settembre, ottobre, novembre e dicembre ha poi indotto la Commissione a prorogare il provvedimento in esame anche per le relative liquidazioni.

## 6.2 La disciplina delle vendite allo scoperto

### 6.2.1 Il divieto di vendite allo scoperto

Nel mese di agosto, a fronte del protrarsi sul mercato di una tendenza fortemente negativa, causata dall'acuirsi della crisi del Golfo Persico, e di una massiccia e costante corrente di vendite, la Commissione ha avviato un'indagine ricognitiva volta alla rilevazione dell'entità delle posizioni scoperte gravanti sul mercato stesso. In tale ambito, il 17 agosto 1990, il Commissario di borsa di Milano, su disposizione della Commissione, ha invitato gli agenti di cambio, le commissionarie di borsa e gli istituti di credito operanti su tale piazza a comunicare — a partire dal 17 agosto stesso e per ciascuna seduta di borsa — il numero dei titoli venduti allo scoperto, nonché il relativo controvalore ed il numero di clienti interessati dall'operazione.

L'analisi delle comunicazioni pervenute ha quindi messo in luce l'esistenza di rilevanti posizioni scoperte: il controvalore di tali posizioni risultava, infatti, il giorno 17 agosto pari al 10% del controvalore degli scambi effettuati alla borsa di Milano, il giorno 20 agosto pari al 7,3%, il giorno 21 agosto pari all'8,6%, raggiungendo in tali giorni soglie del 25-30% per alcune *blue chips*.

Il giorno 22 agosto, in considerazione dei dati raccolti in ordine alle posizioni scoperte gravanti sul mercato e visto l'andamento delle principali piazze mondiali del giorno precedente, nonché la chiusura della borsa di Tokio imposta dalle Autorità locali per la stessa



giornata, con provvedimento urgente la Consob ha disposto — a partire dallo stesso 22 agosto ed in via temporanea — in deroga alle disposizioni di carattere generale contenute nella Delibera n. 929 del 3 luglio 1981, il divieto di effettuare operazioni di vendita allo scoperto. Nei giorni successivi, a fronte del provvedimento della Consob, si è registrata una riduzione della variabilità dei corsi al ribasso ed una contrazione dei livelli di attività sul mercato.

Successivamente, in data 2 ottobre 1990, in considerazione dell'attenuarsi del carattere di eccezionalità che nei mesi precedenti aveva contrassegnato l'andamento dei mercati borsistici di tutti i paesi ed in particolare di quello italiano, il provvedimento è stato revocato, ripristinando così, con decorrenza 3 ottobre, le originarie disposizioni della Delibera n. 929/1981.

#### *6.2.2 La rilevazione delle operazioni in borsa effettuate allo scoperto*

Contestualmente alla revoca del divieto di operazioni di vendita allo scoperto, in data 2 ottobre 1990 la Commissione ha istituito, con decorrenza 16 ottobre 1990, un sistema di rilevazione delle suddette operazioni effettuate alle grida dagli agenti di cambio, al fine della successiva informazione del mercato attraverso la pubblicazione giornaliera di dati aggregati relativi alla posizione scoperta sui singoli titoli quotati.

Con successiva Delibera n. 4936 dell'11 ottobre 1990, la Commissione ha disposto una modifica del modello di listino ufficiale da adottarsi presso tutte le borse nel quale, tra l'altro, è stata prevista l'esplicita evidenziazione delle operazioni di vendita effettuate allo scoperto.

Le suddette disposizioni hanno costituito la prima attuazione di un più ampio sistema di acquisizione di dati da parte di tutte le categorie di intermediari ammessi in borsa, riferito a tutte le operazioni da questi concluse.

Successivamente, nella prospettiva della realizzazione dei servizi pubblici assicurati dal sistema telematico delle borse da parte della Società Generale Telematica di borsa s.p.a., la Commissione, dopo aver effettuato gli opportuni approfondimenti con il concorso delle categorie interessate, ha apportato le necessarie modifiche alla disciplina, finalizzate in particolare ad estendere l'ambito della rilevazione giornaliera a tutti gli intermediari di borsa.

In questo senso, in data 7 dicembre 1990, la Commissione ha stabilito che, a decorrere dal 13 dicembre 1990, gli agenti di cambio, le aziende e gli istituti di credito e le società commissionarie di borsa devono dichiarare giornalmente, per ciascun titolo azionario ed obbligazionario convertibile, quotato ufficialmente, le posizioni di scoperto risultanti dalle vendite allo scoperto e dalle relative ricoperture, eseguite per ordine della clientela e, nei casi ammessi, per conto proprio.

In ordine alle modalità di effettuazione della dichiarazione di cui trattasi, la Commissione ha altresì stabilito che la stessa debba essere domiciliata presso il CED borsa di Milano e contenere, per ciascuna specie di titolo, l'indicazione della posizione di scoperto comunica-

ta nella precedente dichiarazione, i quantitativi complessivamente venduti allo scoperto, quelli complessivamente acquistati per ricopertura di precedenti vendite allo scoperto e la posizione finale di scoperto risultante dalle variazioni della giornata. È previsto poi che il CED borsa determini giornalmente l'ammontare complessivo delle posizioni finali di scoperto in essere per ciascun titolo e fornisca i dati relativi ai Comitati direttivi delle singole borse per la loro inclusione nel listino ufficiale. Gli stessi dati devono infine essere trasmessi alla Commissione prima dell'inizio della seduta di borsa successiva; ai Comitati direttivi spetta invece il compito di assicurare la più ampia diffusione dei dati in parola, anche mediante affissione nell'albo di borsa prima dell'inizio della seduta di borsa.

Il sistema di rilevazione e diffusione dei dati relativi alle operazioni di borsa effettuate allo scoperto sopra descritto formerà comunque nel corso dei prossimi mesi oggetto di attenta verifica allo scopo di valutarne la reale funzionalità e di apportare le necessarie modifiche per un più semplice e corretto funzionamento.

## **7. Le società commissionarie di borsa**

### *7.1 Premessa*

Dal 1° gennaio 1990 è entrato in vigore, per tutte le borse valori, il Regolamento per l'ammissione delle società commissionarie negli antirecinti alle grida adottato con Delibera n. 3267 del 23 febbraio 1988, fino ad allora applicabile alle sole commissionarie di Genova, Milano e Napoli. Come riferito anche nella precedente Relazione annuale, allo scadere del periodo transitorio previsto nel citato Regolamento (31 dicembre 1989), tutte le commissionarie ammesse in borsa avevano effettuato la trasformazione in s.p.a. con capitale minimo di 500 milioni. Nel corso del 1990 sono state quindi definite le istruttorie relative al subentro negli antirecinti alle grida, in luogo delle cessate ditte individuali, per cinque delle ultime sei commissionarie trasformatesi in s.p.a.. Pertanto, alla data del 31 dicembre 1990 risultava non ancora definita una sola istruttoria, relativa ad una società nei cui confronti si sono resi necessari ulteriori accertamenti per verificare il possesso dei requisiti previsti.

L'uniformità delle strutture aziendali — con conseguenti ripercussioni sulle modalità operative — che ne è derivata, ha reso possibile un più sistematico e puntuale controllo sui soggetti in questione. Esso si è esercitato soprattutto attraverso l'analisi dei dati contabili contenuti nelle comunicazioni mensili e semestrali previste dalla nuova normativa che ha messo gli uffici della Commissione in grado di individuare alcuni casi di gravi irregolarità nelle modalità operative e situazioni di squilibrio patrimoniale.

In merito a tali situazioni occorre anche sottolineare che in due casi, a seguito della dichiarazione dello stato di insolvenza delle commissionarie, si è dovuto far ricorso alla liqui-

dazione coattiva di borsa (l'intervenuta dichiarazione di fallimento nei confronti delle due società ha poi comportato la revoca dell'ammissione negli antirecinti alle grida).

Può pertanto concludersi che l'applicazione del sistema di controlli introdotto con il Regolamento del 1988, nel consentire l'individuazione di situazioni di squilibrio finanziario e di irregolarità operativa, ha fornito conferma della validità di una metodologia che del resto è conforme alla migliore prassi internazionale e che è stata sostanzialmente ribadita nella recente legge di riforma dell'intermediazione mobiliare in Italia (legge 2 gennaio 1991, n. 1).

### *7.2 Analisi dell'attività delle società commissionarie ammesse negli antirecinti alle grida*

Il 31 marzo 1990 ha costituito la prima scadenza significativa, ai fini di una informativa globale sulle società commissionarie di borsa, del sistema di segnalazioni introdotto dal nuovo Regolamento; da tale data, infatti, è entrato in vigore il Regolamento anche riguardo alle società commissionarie ammesse negli antirecinti delle borse valori di Torino, Bologna, Firenze, Venezia, Trieste e Roma, cosicché la semestrale relativa alla seconda parte del 1989 ha fornito il primo quadro completo della situazione patrimoniale e finanziaria delle società commissionarie. Tuttavia, è soltanto con la successiva semestrale relativa al primo semestre '90 che è stato possibile disporre dell'archivio completo dei dati non soltanto patrimoniali, ma anche economici, relativi all'attività svolta dalle società commissionarie di borsa. È per questo motivo che la seguente presentazione dei dati più significativi è svolta con riferimento alle comunicazioni semestrali al 30.6.90.

#### *a) Tipologia delle attività svolte*

Nel corso del 1989 e del primo semestre del 1990 è ulteriormente diminuito il numero delle commissionarie che risulta svolgere attività estranee all'intermediazione in valori mobiliari quali, ad esempio, la concessione di finanziamenti o la detenzione di partecipazioni, che, nel passato, costituivano di fatto l'attività prevalente per buona parte delle commissionarie.

Come risulta dalla seguente tabella, alla data del 30.6.90 l'attività di finanziamento a terzi e società del gruppo è svolta per importi rilevanti in termini di incidenza sul totale dell'attivo patrimoniale (superiori al 20%) solo da 4 commissionarie su 109 ed è comunque presente (anche se per importi residui e quindi da considerare in via di smobilizzo) soltanto in 32 commissionarie (sempre su un totale di 109 soggetti).

<i>Incidenza su totale attivo</i>	<i>Crediti finanziari (n. commiss.)</i>
> 50%	1
> 20%	3
> 10%	6
> 1%	14
< 1%	8
0	77

Per quanto riguarda invece l'attività di detenzione di partecipazioni, se ne rileva un'incidenza sul totale attivo superiore al 10% solo per 16 commissionarie, molte delle quali si pongono in posizione di capogruppo di altre società che svolgono attività strumentali. Partecipazioni in società non strumentali residuano invece nelle situazioni patrimoniali di sole tre società commissionarie.

<i>Incidenza su totale attivo</i>	<i>Partecipazioni (n. commiss.)</i>
> 50%	2
> 20%	6
> 10%	8
> 1%	31
< 1%	24
0	38

Sul progressivo abbandono delle attività non tipiche da parte delle commissionarie di borsa ha avuto certamente una influenza rilevante l'onere in termini di copertura patrimoniale (dal 30% al 50%) per esse richiesto dal Regolamento. Non va trascurato, inoltre, l'approssimarsi del termine del periodo transitorio (31.12.92) per lo sviluppo esclusivo dell'attività di commissionaria di borsa prescritto nell'articolo 2, comma 1 del Regolamento.

b) Volumi in valori mobiliari trattati

I dati relativi ai volumi intermediati dalle società commissionarie di borsa nel corso del primo semestre 1990 evidenziano un rilevante incremento dell'attività rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Come evidenziato nella successiva tabella, i volumi negoziati risultano, nel complesso, più che raddoppiati. I maggiori incrementi sono relativi ai volumi intermediati in titoli di stato (+157%) ed in titoli obbligazionari (+258%).

Tipologia	30.6.1989	30.6.1990	Variatione
Azioni	39.528	44.541	+ 12%
Titoli di stato	170.686	438.572	+ 157%
Obbligazioni	15.709	56.304	+ 258%
Altri titoli	7.829	13.495	+ 72%
Totale	233.752	552.912	+ 136%

In particolare, lo sviluppo dell'attività in titoli a reddito fisso può ricondursi prevalentemente ai seguenti motivi:

— per i titoli di stato ha certamente assunto un ruolo fondamentale lo sviluppo dei volumi trattati sul cosiddetto mercato secondario telematico dei titoli di stato. A tale mercato partecipano 2 commissionarie di borsa in qualità di *primary dealers* e 28 commissionarie in qualità di *dealers*. Nel primo semestre 1989 tale partecipazione risultava di gran lunga inferiore;

— con riguardo al mercato obbligazionario, l'incremento è da ricondursi prevalentemente allo sviluppo dell'attività di intermediazione da parte di commissionarie di proprietà di istituti di credito o di recente acquisizione da parte di questi ultimi. Si pensi che, nel corso del primo semestre 1990, una sola società commissionaria controllata da un istituto di credito ha svolto il 30% dell'intermediazione in titoli obbligazionari, effettuando da sola un volume superiore al totale intermediato dall'intera categoria nell'anno precedente.

I dati sui volumi intermediati dalle singole commissionarie, evidenziati nelle seguenti tabelle, rivelano il persistere e l'accentuarsi (rispetto agli stessi dati dell'anno precedente) di una notevole disparità di dimensioni operative in ognuna delle tipologie di titoli (azionari, obbligazionari, di stato e altri).

Circa il 67% dei complessivi volumi intermediati di titoli azionari è di pertinenza di 10 società commissionarie su un totale di 109 soggetti.

<i>Titoli azionari intermediati</i>	<i>Numero commissionarie</i>	<i>Incidenza sul totale</i>
> 5.000 MLD	1	20%
> 2.000 MLD	5	35%
> 1.000 MLD	4	12%
> 500 MLD	10	14%
> 200 MLD	17	12%
> 100 MLD	13	4%
< 100 MLD	53	4%
<hr/> 44.451 MLD	<hr/> 103 (*)	<hr/> 100%

(\*) Sei commissionarie non risultano aver svolto alcuna attività di intermediazione su titoli azionari.

Analoga situazione si presenta nel settore dei titoli di stato dove il 67% dei volumi sviluppati nel semestre è riferito a 9 commissionarie.

<i>Titoli di Stato intermediati</i>	<i>Numero commissionarie</i>	<i>Incidenza sul totale</i>
> 99.000 MLD	1	23%
> 50.000 MLD	1	13%
> 20.000 MLD	3	18%
> 10.000 MLD	4	13%
> 5.000 MLD	11	18%
> 2.000 MLD	14	10%
> 1.000 MLD	9	3%
> 500 MLD	8	1%
< 500 MLD	53	1%
<hr/> 438.572 MLD	<hr/> 104 (*)	<hr/> 100%

(\*) Cinque commissionarie non risultano aver svolto alcuna attività di intermediazione su titoli di stato.

Ancora più specializzato risulta il mercato dei titoli obbligazionari, dove il 72% del volume complessivo risulta intermediato da 10 soggetti, e degli «altri titoli», dove 6 società hanno intermediato il 98% dei volumi negoziati dall'intera categoria nel periodo considerato.

<i>Titoli obbligaz. intermediati</i>	<i>Numero commissionarie</i>	<i>Incidenza sul totale</i>
> 15.000 MLD	1	31%
> 4.000 MLD	2	17%
> 2.000 MLD	2	9%
> 1.500 MLD	5	15%
> 500 MLD	15	20%
> 100 MLD	16	7%
< 100 MLD	46	1%
<hr/> 56.303 MLD	<hr/> 87 (*)	<hr/> 100%

(\*) Ventidue commissionarie non risultano aver svolto alcuna attività di intermediazione su titoli obbligazionari.

<i>Altri titoli intermediati</i>	<i>Numero commissionarie</i>	<i>Incidenza sul totale</i>
> 5.000 MLD	1	57,0%
> 1.000 MLD	2	29,0%
> 200 MLD	3	12,0%
> 10 MLD	7	1,5%
< 10 MLD	24	0,5%
<hr/> 13.495 MLD	<hr/> 37 (*)	<hr/> 100%

(\*) Settantadue commissionarie non risultano aver svolto alcuna attività di intermediazione su «altri titoli».

Le società commissionarie pressoché inattive risultano essere circa 20; la loro inattività nel primo semestre dell'anno è da attribuirsi prevalentemente ai mutamenti intervenuti nella compagine sociale e al conseguente mancato avvio della nuova gestione operativa.

Tra le commissionarie che presentano rilevanti volumi di intermediazione, si evidenzia un gruppo costituito da circa 10 soggetti attivi in ogni tipo di mercato; tali soggetti si caratterizzano per le loro notevoli dimensioni patrimoniali e/o della struttura organizzativa propria o del gruppo di appartenenza. In una fascia inferiore si individuano alcuni soggetti di dimensioni patrimoniali medio-grandi specializzati nella negoziazione di una particolare tipologia di titoli (azionari, reddito fisso, eccetera). Nelle fasce di volumi intermediati ancora inferiori, il fenomeno della specializzazione è più evidente sul mercato dei titoli azionari.

Nella seguente tabella è riportato, per classi, il numero delle commissionarie che presentano un'incidenza su una determinata tipologia di titoli superiori al 70% del totale dei volumi intermediati.

Incidenza % sul totale volumi intermediati	Numero commissionarie		
	Azioni	Titoli stato	Obbligazioni
= 100%	2	3	—
> 90%	8	20	—
> 80%	5	17	—
> 70%	9	6	1
	24	46	1

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

Le comunicazioni semestrali al 30.6.90, oltre a costituire un campione completo dal punto di vista dei soggetti obbligati, appaiono significative anche per il loro maggior grado di analiticità; con esse infatti ha trovato applicazione la Comunicazione del 5.7.90 che ha introdotto i criteri per la contabilizzazione separata di operazioni quali le opzioni su titoli a reddito fisso, le operazioni a premio e le operazioni di *swap*.



Sulla base del più articolato dettaglio informativo, è stato quindi possibile desumere le seguenti indicazioni sull'operatività delle società commissionarie nel corso del primo semestre '90:

— l'operatività su titoli azionari è svolta prevalentemente in intermediazione con particolare sviluppo, nel periodo considerato, dell'operatività a premio. Come risulta dalla seguente tabella, circa il 50% delle commissionarie ha effettuato nel semestre operazioni a premio per controvalori delle basi superiori a 10 miliardi, mentre solo 14 società non risultano operanti in questo specifico comparto del mercato. Anche l'operatività a premio è svolta in intermediazione, considerando tali anche le operazioni di trasformazione necessarie a chiudere le operazioni;

<i>Op. a premio titoli azionari</i>	<i>Numero commissionarie</i>	<i>Incidenza sul totale</i>
> 500 MLD	2	36%
> 100 MLD	7	28%
> 50 MLD	6	11%
> 20 MLD	19	16%
> 10 MLD	12	5%
> 5 MLD	16	3%
> 1 MLD	18	1%
< 1 MLD	15	~ 0%
<hr/> 3.987 MLD	<hr/> 95	<hr/> 100%

— l'operatività in titoli di stato, come già esposto relativamente ai volumi intermediati, ha avuto un notevole sviluppo nel suo complesso. Di conseguenza anche l'operatività in pronti contro termine si è notevolmente incrementata. Il 60% delle società commissionarie presenta al 30 giugno '90 operazioni di pronti contro termine in essere. La dimensione operativa in tale mercato varia tuttavia considerevolmente all'interno della categoria; all'interno della seguente tabella è così possibile distinguere:

\* un primo gruppo di società, molto attive e specializzate, che sviluppano mediamente

una operatività mensile di pronti contro termine compresa fra i 150 e i 4000 miliardi;

\* un secondo gruppo, di dimensione operativa più modesta (dai 15 ai 50 miliardi medi mensili), costituito da società con livelli di patrimonializzazione piuttosto bassi ovvero da società di dimensioni medio-grandi, ma specializzate prevalentemente nell'operatività sul mercato azionario;

\* infine, un gruppo di società la cui operatività media mensile raggiunge al massimo 5 miliardi e che utilizzano le operazioni di pronti contro termine per l'impiego della liquidità temporanea propria o della propria clientela; più propriamente dette società sembrano agire come consulenti della propria clientela nella ricerca della controparte in grado di offrire i migliori rendimenti.

<i>Volumi mensili PCT</i>	<i>Numero commissionarie</i>	<i>Incidenza sul totale</i>
> 4.000 MLD	1	26,0%
> 2.000 MLD	1	18,0%
> 1.000 MLD	3	22,0%
> 500 MLD	2	10,0%
> 300 MLD	4	9,0%
> 150 MLD	10	11,0%
< 50 > 15 MLD	18	2,2%
< 5 MLD	20	1,8%

L'attività in titoli di stato è anche caratterizzata da operazioni di opzione su detti titoli effettuata a chiusura di operazioni a pronti (titoli già presenti nel portafoglio) o a termine. Questa particolare attività di intermediazione in valori mobiliari è stata svolta nel primo semestre da 19 commissionarie su un totale di 109 ma soltanto per 7 di esse si può affermare che non costituisce attività occasionale. Tutte e 7 le commissionarie in questione partecipano al mercato secondario dei titoli di stato in qualità di *delear*;

— anche l'operatività in *domestic currency e interest rate swaps* risulta molto selettiva;

solo 11 soggetti su 109 hanno effettuato tali operazioni nel periodo considerato. Gli effetti di questa attività incidono comunque in modo poco rilevante sui risultati economici delle società;

— infine, l'attività di sottoscrizione e collocamento nel primo semestre '90 è risultata piuttosto marginale per il settore.

Solo 28 società su 109 presentano ricavi da collocamento e solo per 6 di queste gli importi superano i 500 milioni.

#### d) Redditività

L'attività di intermediazione in valori mobiliari ha generato, nel primo semestre 1990, utili per L./mln 86.763. Come evidenziato nella seguente tabella, la capacità reddituale delle commissionarie appare estremamente differenziata oscillando da valori negativi o fortemente negativi (32 soggetti su 109) a valori positivi superiori ai 500 milioni di lire per 35 soggetti.

<i>Risultato I semestre 1990</i>	<i>Numero commissionarie</i>
> 9.000 MLN	2
> 5.000 MLN	3
> 2.000 MLN	11
> 1.000 MLN	5
> 800 MLN	8
> 500 MLN	6
> 100 MLN	16
> 1 MLN	26
< 0 MLN	10
< 100 MLN	10
< 200 MLN	10
< 1.000 MLN	2
< 86.763 MLN	109

Le redditività più elevate sono ottenute certamente da soddisfacenti risultati di periodo, ma sono altresì influenzate positivamente dall'utilizzo di forme scarsamente onerose di finanziamento cui fanno ricorso le commissionarie. Nella seguente tabella sono riportati, per gruppi di commissionarie, i dati relativi alla redditività del capitale netto.

<i>R.O.E.</i>	<i>Numero commissionarie</i>
> 30%	3
> 20%	5
> 15%	6
> 10%	23
> 5%	12
> 0%	28
< 0%	32

L'economicità della gestione risente della presenza di costi di struttura piuttosto elevati rispetto agli attuali volumi operativi; infatti, mentre i margini dell'attività di negoziazione si presentano positivi per l'80% dei soggetti, i risultati economici complessivi si presentano negativi o in sostanziale pareggio per il 50% degli stessi.

*e) Portafoglio titoli*

Con la già citata Comunicazione del 5.7.90, allo scopo di assicurare una omogeneità nell'acquisizione dei dati indipendentemente dal criterio di valutazione adottato per la contabilizzazione delle operazioni in titoli (data stipula del contratto e data liquidazione), è stato previsto un nuovo documento semestrale contenente, oltre al dettaglio del portafoglio titoli comprensivo delle operazioni effettuate e non ancora liquidate, anche una valutazione a prezzi di mercato dei titoli in posizione.

A seguito di tale modifica, i dati relativi al portafoglio titoli hanno subito un notevole incremento rispetto al periodo precedente. Da tali dati risulta che il portafoglio titoli dell'80% delle commissionarie è costituito prevalentemente da titoli di stato; le rimanenti società presentano invece portafogli esclusivamente azionari. I titoli obbligazionari sono detenuti in posizione da un limitato numero di soggetti e per importi che incidono sul totale portafoglio mediamente meno del 30%.

La consistenza dei portafogli al 30.6.1990 si presenta molto differenziata:

- 10 soggetti evidenziano portafogli per importi superiori a 100 miliardi;
- 26 soggetti presentano importi di portafoglio tra 100 e 10 miliardi;

- 33 società detengono titoli in posizione per valori compresi tra 10 e 1 miliardo;
- 28 soggetti presentano posizioni in valori mobiliari inferiori ad 1 miliardo;
- 6 evidenziano un portafoglio nullo.

<i>Portafoglio titoli</i>	<i>Numero commissionarie</i>	<i>Incidenza sul totale</i>
> 400 MLD	2	29,8%
> 200 MLD	2	14,7%
> 100 MLD	6	25,4%
> 50 MLD	5	10,5%
> 40 MLD	4	5,3%
> 20 MLD	10	7,8%
> 10 MLD	7	3,0%
> 1 MLD	32	3,0%
< 1 MLD	34	0,5%
3.377 MLD	103	100,0%

Dall'analisi delle caratteristiche del portafoglio si deduce inoltre, da un lato, l'elevato indice di rotazione dei titoli in esso contenuti e, dall'altro, che le posizioni in titoli di maggiore rilevanza sono da considerarsi «tecniche» cioè riferite a temporanee esposizioni in attesa di chiusura ovvero a operazioni prevalentemente di pronti contro termine che vengono chiuse con operazioni a pronti e a termine effettuate con contropartite diverse.

#### *f) Fonti di finanziamento*

L'analisi delle fonti di finanziamento ha confermato che l'attività di intermediazione in valori mobiliari utilizza mezzi di finanziamento endogeni: tra i debiti, infatti, prevalgono quelli derivanti da operazioni di acquisto di titoli. Del resto l'attivo patrimoniale delle commissionarie di borsa, a seguito della drastica riduzione delle poste riguardanti l'attività di concessione di finanziamenti e di assunzione di partecipazioni, risulta ormai costituito quasi

esclusivamente dal portafoglio titoli e dai crediti per operazioni in titoli. Inoltre, come già esposto nei paragrafi precedenti, sia l'operatività in conto proprio che quella in conto terzi è svolta prevalentemente per data liquidazione, e ciò comporta che il finanziamento sia essenzialmente rappresentato da debiti verso contropartite di borsa anziché dall'indebitamento finanziario.

I riporti passivi costituiscono la voce prevalente di finanziamento solo per 4 commissionarie e in molti casi sono stati sostituiti da finanziamenti garantiti da titoli le cui condizioni di costo e di affidamento sono rinnovate ogni liquidazione di borsa. Tali finanziamenti sono esclusivamente concessi da istituti di credito.

#### g) Patrimonio netto

Il totale dei mezzi propri delle società commissionarie di borsa, pari a mld 2.027, costituisce l'11% del totale delle loro fonti di finanziamento, ammontanti a mld 18.222. Se si considera invece il totale passivo al netto delle poste afferenti operazioni di acquisto di titoli non ancora liquidate (\*), i mezzi propri delle commissionarie rappresentano il 31% delle fonti di finanziamento.

La seguente tabella mostra come il 47% del totale dei mezzi propri delle società commissionarie di borsa sia detenuto da un numero alquanto limitato di soggetti (8). Di contro, elevato è il numero dei soggetti che si situano nella prima fascia, relativa alle commissionarie con patrimonio netto compreso tra un miliardo e cinque miliardi. Il totale dei mezzi propri di queste commissionarie, che rappresentano la metà della categoria, non supera, nel complesso, il 7% del totale dei mezzi propri di tutte le commissionarie.

<i>Patrimonio netto</i>	<i>Numero commissionarie</i>	<i>Incidenza sul totale</i>
> 100 MLD	4	35%
> 50 MLD	4	12%
> 20 MLD	19	29%
> 10 MLD	20	14%
> 5 MLD	9	3%
> 1 MLD	53	7%
<hr/> 2.027 MLD	<hr/> 109	<hr/> 100%

(\*) Le poste di credito e debito per operazioni in titoli, infatti, esprimono solo attraverso il loro saldo l'effettivo investimento o disinvestimento operato nel mese borsistico in corso.

#### *h) Rispetto degli indici prescritti*

I dati delle commissionarie al 30.6.90 evidenziano il rispetto degli indici prescritti dal Regolamento da parte della quasi totalità dei soggetti.

L'indice di situazione patrimoniale (consistente nel rapporto tra patrimonio netto e quota a rischio dell'attivo) si presentava insufficiente per 3 soggetti, mentre si collocava molto vicino al limite di 1 per almeno 8 società. Il miglioramento della patrimonialità delle commissionarie rispetto alla situazione relativa al secondo semestre 1989 è da attribuirsi prevalentemente alla riduzione delle quote e rischio derivante dalle poste dell'attivo relative alle attività di credito e partecipazione. Inoltre, le esigenze di patrimonializzazione connesse con il rispetto degli indici hanno richiesto nel corso dell'anno 1989 e nei primi sei mesi del 1990 ben 40 operazioni di aumento di capitale (di cui 18 nel 1990).

Come evidenziato nella seguente tabella, alcune commissionarie presentano indici di situazione patrimoniale superiori a 500. Tale fenomeno è da ricollegarsi essenzialmente all'eccessiva dimensione del patrimonio netto in relazione ai rischi assunti. Per queste società, infatti, a fronte del patrimonio minimo di un miliardo si presenta una quota a rischio dell'attivo nulla o prossima allo zero a causa, per alcune, dalla mancata assunzione di posizioni in proprio, mentre, per altre, da una sostanziale inattività nel periodo.

<i>Indice di situazione patrimoniale</i>	<i>Numero commissionarie</i>
> 500	4
> 100	1
> 50	5
> 20	8
> 10	13
> 5	17
> 4	10
> 3	14
> 2	15
> 1	19
<hr/>	<hr/>
< 1	3

L'indice di situazione finanziaria (dato dal rapporto tra attività liquide e passività correnti e previsto nella misura minima di 0,80) risulta ugualmente osservato dalla quasi totalità delle commissionarie (solo 2 dei 109 soggetti non rispettano il limite prescritto); tuttavia, mentre

nel caso dell'indice di situazione patrimoniale i valori calcolati al 30.6.90 si presentano estremamente differenziati (nell'80% dei casi di gran lunga superiori al limite prescritto), riguardo all'indice di situazione finanziaria il 40% delle società presenta valori molto prossimi al minimo imposto dal Regolamento. Anche per l'indice di situazione finanziaria si presentano poi 2 società con valori alquanto elevati rispetto alla media; si tratta di società con un quoziente di indebitamento molto basso a fronte di una struttura dell'attivo molto liquida.

<i>Indice di situazione finanziaria</i>	<i>Numero commissionarie</i>
> 100	2
> 20	6
> 10	8
> 5	3
> 4	2
> 3	5
> 2	6
> 1,1	29
> 0,8	46
< 0,8	2

Il rispetto dei valori alla scadenza del 30 giugno '90 è influenzato inoltre da due fattori:

- un andamento del mercato borsistico favorevole nel primo semestre;
- una tendenza da parte delle società commissionarie ed effettuate operazioni correttive (quali rientri su scoperti, minori reimpieghi di liquidità) sulle poste di bilancio in concomitanza delle scadenze prescritte, in modo da presentare una situazione patrimoniale più equilibrata quale base di calcolo degli indici.

Quest'ultimo aspetto appare confermato da due eventi: la voce cassa e c/correnti attivi della situazione semestrale incide per il 40% dei soggetti tra il 20% e l'80% del totale dell'attivo. Inoltre, in occasione di richieste estemporanee di situazione patrimoniale, gli indici prescritti hanno sempre presentato valori inferiori a quelli calcolati in occasione delle semestrali.

Per prevenire tali comportamenti nonché per adeguare le disposizioni del Regolamento delle commissionarie agli indirizzi che in materia sono in corso di definizione in sede comunitaria con Comunicazione n. 90007277 del 13.12.1990 si sono quindi disposte alcune modifiche alla frequenza e alla modalità di calcolo degli indici di situazione patrimoniale e di



situazione finanziaria. Di quest'ultimo, in particolare, si è imposta la rilevazione quotidiana e l'invio alla Consob in concomitanza con le comunicazioni mensili a decorrere dal 1° luglio 1991.

### *7.3 Le attività istruttorie*

#### *7.3.1 Le ammissioni negli antirecinti*

Nel corso del 1990, com'è noto, è stata particolarmente viva l'attesa della definizione del tormentato *iter* della legge sulla riforma degli intermediari mobiliari, che ha ricevuto la definitiva approvazione del Parlamento proprio sul finire dell'anno.

Nella prospettiva di una ormai imminente attuazione della riforma in questione, sin dal 1989 si era venuto accentuando l'interesse per l'ammissione negli antirecinti alle grida da parte degli operatori del settore; con Delibera del 16 gennaio 1990, pertanto, la Commissione ha ritenuto opportuno, anche in relazione al numero di istanze di nuove ammissioni presentate per la borsa valori di Milano, rideterminare il numero di commissionarie da ammettere presso tale piazza, aumentando da 70 a 80 i posti per i soggetti in questione; con l'occasione, nell'ambito dei posti complessivi assegnati per ciascuna delle borse di Milano, Roma, Genova e Torino, è stata stabilita una riserva di posti del 10% del totale per commissionarie già ammesse presso altre borse.

Nel 1990 si è registrato il maggior numero di ammissioni di nuove società commissionarie rispetto agli anni precedenti: dodici in tutto (di cui otto a Milano, due a Roma, una a Bologna e una a Venezia). È stata rigettata l'istanza di una società risultata priva dei requisiti richiesti dalla normativa in vigore. Da segnalare, inoltre, l'estensione dell'ammissione presso la borsa valori di Milano di due società già operanti negli antirecinti alle grida della borsa di Torino.

Al 31 dicembre 1990 la situazione delle società commissionarie presso le varie piazze era pertanto la seguente:

Borse valori	Numero dei posti	Commissionarie ammesse	Posti disponibili	
			per nuove ammissioni	per estensioni dell'ammissione
Bologna	5	2	3	—
Firenze	5	4	1	—
Genova	10	7	3	0
Milano	80	72	8	0
Napoli	5	1	4	—
Palermo	2	0	2	—
Roma	30	23	4	3
Torino	22	16	5	1
Trieste	3	2	1	—
Venezia	2	2	0	—
<b>Totali</b>	<b>164</b>	<b>129 (*)</b>	<b>31</b>	<b>4</b>

(\*) Per complessivi n. 119 soggetti, in quanto n. 8 commissionarie sono ammesse presso più Borse Valori.

In esito alle modifiche intervenute nel corso dell'anno nella compagine sociale la nuova ripartizione dell'assetto proprietario delle commissionarie di borsa tra i diversi soggetti proprietari risulta, a fine anno 1990, dalla seguente tabella, i cui dati sono confrontati con i corrispondenti valori del 1989:

Soggetti proprietari	Numero di commissionarie		% sul totale	
	1989	1990	1989	1990
Società finanziarie	52	52	46,4	43,7
Istituti di credito	18	25	16,1	21,0
Persone fisiche	42	42	37,5	35,3
<b>Totale</b>	<b>112</b>	<b>119</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Da segnalare il significativo incremento della presenza di proprietà di espressione bancaria.

### 7.3.2 Le altre attività istruttorie

Nel corso del 1990 sono stati inoltre adottati i seguenti provvedimenti:

— tre società sono state oggetto di provvedimento di sospensione al quale, in due casi, è seguita la revoca dell'ammissione;

— è stata disposta la revoca di una commissionaria, già oggetto di provvedimento cautelare di ritiro delle tessere di ingresso in borsa, in esito all'intervenuta dichiarazioni di fallimento;

— provvedimenti di revoca hanno interessato una s.a.s. che non aveva effettuato la trasformazione in s.p.a. entro i termini stabiliti dal richiamato Regolamento, nonché una commissionaria, già ditta individuale, che aveva costituito una s.p.a. risultata priva dei requisiti richiesti dalla normativa in vigore;

— al fine di adeguarsi al requisito dell'esclusività dell'attività di intermediazione in titoli, alcune commissionarie hanno operato lo scorporo di tale attività in società controllate all'uopo costituite e delle quali è stata quindi richiesta l'ammissione in borsa in luogo della scorporante; la fattispecie ha interessato tre società;

— è stata disposta la riammissione negli antirecinti di una società, già oggetto di provvedimento di sospensione, risultata nuovamente in possesso dei requisiti richiesti dalla normativa in vigore;

— è stata confermata l'ammissione di otto società in esito alla modifica della denominazione sociale;

— sono state approvate le nomine di diciotto rappresentanti e di ventuno sostituti rappresentanti in borsa.

## 8. L'attività di controllo sugli intermediari in titoli quotati

Il sistema dei controlli sugli intermediari mobiliari si fonda ancora, in attesa della piena attuazione della legge n. 1/1991 (legge SIM), sull'acquisizione da parte della Consob di dati e notizie sull'attività esercitata e, nei casi ritenuti necessari, sullo svolgimento di riscontri di tipo ispettivo.

Per alcune categorie di intermediari è già stato possibile anticipare i contenuti sostanziali dei nuovi sistemi di controllo previsti dalla citata legge n. 1/1991, prevedendo la trasmis-

sione sistematica di dati periodici (semestrali e mensili) che consentono un monitoraggio continuo dell'operatività di tali soggetti e l'adozione dei provvedimenti di volta in volta necessari. Ciò è da dire, in particolare, per le commissionarie di borsa, a seguito del Regolamento adottato con Delibera n. 3267 del 23 febbraio 1988 e delle relative norme di attuazione sulla cui attività si è ampiamente riferito in altra parte della Relazione.

È anche da sottolineare che nei confronti di tali categorie di intermediari la Commissione ha ritenuto di adottare, nella fase istruttoria dei provvedimenti di ammissione agli antirecenti, la prassi di svolgere riscontri diretti presso gli uffici dei soggetti istanti allo scopo soprattutto di verificarne l'adeguatezza organizzativa e la capacità di elaborazione dei dati in vista proprio del periodico adempimento degli obblighi di informazione.

Inoltre, particolarmente intensi sono stati i contatti con i responsabili delle singole società attraverso audizioni, richieste di dati aggiuntivi, ecc. che hanno anch'essi contribuito a rendere più esauriente e continuativa la vigilanza.

La maggiore aderenza del sistema di controllo alle prassi dei mercati più evoluti e la più analitica conoscenza dell'operatività di tali soggetti si sono anche riflesse sul numero degli interventi ispettivi disposti che, come ampiamente riferito in altra parte della Relazione, hanno riguardato, su un totale di 27 soggetti, 22 società commissionarie di borsa.

Nel corso del 1990 è anche proseguito l'*iter* istruttorio concernente le verifiche ispettive disposte dalla Commissione nel mese di novembre 1987 nei riguardi di soggetti appartenenti alle diverse categorie di intermediari, finalizzate all'accertamento dell'osservanza degli obblighi di cui alla Delibera n. 929 del 3 luglio 1981 in materia di depositi a garanzia dei contratti di borsa.

Nella materia — come riferito nella Relazione per l'anno 1989 — si è infatti reso necessario acquisire un apposito parere del Consiglio di Stato a seguito del quale è stato possibile confermare la diretta competenza della Consob circa l'applicazione delle sanzioni previste dalla disciplina borsistica nei confronti di tutte le categorie di intermediari in titoli quotati.

Aderendo ai suesposti criteri interpretativi, di cui si è data notizia con apposita Comunicazione, la Commissione ha quindi disposto la riapertura dei procedimenti assegnando un nuovo termine agli operatori interessati per la formulazione di eventuali controdeduzioni aggiuntive a quelle già esposte con riferimento alle infrazioni riscontrate.

Sulla base del supplemento istruttorio disposto, si provvederà ora all'adozione dei conseguenti provvedimenti anche di tipo sanzionatorio.

Una ulteriore serie di indagini nei confronti di agenti di cambio, commissionarie di borsa ed istituti di credito — sempre finalizzate al controllo sull'attività svolta — sono poi state disposte dalla Commissione in relazione all'approvazione del provvedimento urgente n. 35/90 del 22.8.1990 (\*) concernente il temporaneo divieto di vendite allo scoperto.

(\*) Le disposizioni del provvedimento urgente n. 35/90 sono state revocate con successivo provvedimento urgente n. 40/90 del 2.10.1990.

Più specificamente le indagini in questione — affidate ai competenti Commissari di borsa — sono state finalizzate al riscontro della regolarità delle operazioni di vendita a termine di titoli azionari quotati con specifico riferimento alle operazioni concluse nel mese borsistico di settembre 1990.

I soggetti sottoposti a verifica, individuati su base campionaria al fine di consentire l'effettuazione di controlli il più possibile tempestivi, sono stati complessivamente 18 e precisamente: 8 agenti di cambio, 5 commissionarie di borsa e 5 istituti di credito.

Gli accertamenti effettuati nei confronti dei 5 istituti di credito non hanno dato luogo ad alcun rilievo.

Analogamente quelli effettuati presso n. 4 commissionarie di borsa e presso n. 5 agenti di cambio.

Per questi soggetti quindi il procedimento si è concluso con l'archiviazione della pratica.

Nei confronti invece dei rimanenti intermediari, per i quali gli esiti degli accertamenti svolti hanno evidenziato la presenza di talune operazioni irregolari, sono state avviate le attività connesse al completamento della fase istruttoria in vista dell'adozione dei necessari provvedimenti.

#### **9. Le problematiche di carattere generale connesse con la disciplina del mercato borsistico**

Particolarmente intenso è risultato l'impegno della Commissione nell'approfondire alcune problematiche di carattere generale connesse con la disciplina del mercato borsistico e degli intermediari mobiliari.

In questo ambito sono stati, in particolare, presi in esame i problemi inerenti alla legge n. 55/1990 (normativa antimafia), soprattutto per quanto concerne gli obblighi di identificazione della clientela previsti per gli intermediari mobiliari.

In realtà la Consob attraverso la raccomandazione del 4 agosto 1989 si era già interessata al problema, segnalando agli intermediari mobiliari la necessità di predisporre idonei strumenti di identificazione della clientela che svolgesse operazioni superiori ad un certo importo ed indicando le modalità operative delle registrazioni da effettuare.

L'art. 30 della legge n. 55/1990 ha confermato i principi enunciati nella citata raccomandazione ed ha ampliato la categoria dei soggetti obbligati all'identificazione della clientela, includendovi (oltre agli uffici della pubblica amministrazione ed agli enti creditizi) anche gli «operatori di borsa e quelli finanziari iscritti in albi o soggetti ad autorizzazione amministrativa».

A tal proposito la Commissione si è attivata nel fornire la più ampia collaborazione in vista dell'emanazione dei decreti attuativi della citata normativa antimafia, precisando quali soggetti rientrassero nella predetta categoria degli operatori finanziari e di borsa e con quali

modalità applicative potesse essere adempiuto l'obbligo di identificazione della clientela.

In particolare, si è cercato di conciliare l'esigenza di prevenire efficacemente il riciclaggio del denaro di provenienza illecita con l'esigenza di evitare duplicazioni di controlli evitando possibili appesantimenti operativi per gli intermediari mobiliari (come, ad esempio, nel caso di operazioni effettuate mediante strumenti di pagamento che avessero già comportato l'identificazione del cliente).

Altra questione oggetto di chiarimenti da parte della Commissione ha riguardato la possibilità per gli agenti di cambio di procedere al collocamento di quote di fondi comuni di investimento presso la propria sede.

Si è sottolineato in proposito che nell'ambito della disciplina vigente non si evidenziano divieti applicabili a tale categoria di intermediari, né alla luce delle nuove disposizioni Consob relative ai prospetti informativi da pubblicare per operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio (approvate con Delibera n. 4173 del 18 luglio 1989) possono essere considerati soggetti che sollecitano il pubblico risparmio «quelli incaricati esclusivamente di ricevere le adesioni all'offerta di investimento».

La Commissione ha, poi, attentamente approfondito l'ambito degli interventi ad essa consentiti in materia di temporanea sospensione delle contrattazioni borsistiche allo scopo di evitare eccessive oscillazioni dei corsi azionari, nonché di prevenire situazioni di crisi del mercato in presenza di eventi di eccezionale rilevanza (quali, ad esempio, un conflitto militare a carattere internazionale).

In questo ambito, partendo dall'esame dei sistemi in atto presso i mercati esteri (*circuit breakers*), nonché degli interventi già disposti dalla Commissione in occasione delle crisi borsistiche del 1987 e del 1989, si sono analizzati i poteri di vigilanza e di supervisione sui mercati borsistici spettanti alla Consob, ponendoli a confronto con la disciplina di cui all'art. 7, ultimo comma, del d.P.R. n. 138/1975, secondo cui resta ferma la competenza del Ministro del tesoro per i provvedimenti relativi al mercato nazionale dei valori mobiliari adottati per finalità di politica economica.

Da tale esame (delle cui conclusioni si è data notizia al Ministero del tesoro) è stato possibile trarre conferma dell'esistenza di un potere specifico in capo alla Commissione nel presupposto che la ripartizione di competenze tra la Consob ed il Ministero del tesoro per l'adozione del provvedimento di sospensione delle contrattazioni di borsa si caratterizza in virtù di un criterio teleologico-funzionale:

- 1) competenza della Consob quando la finalità del provvedimento è quella di assicurare la regolarità delle negoziazioni di borsa;
- 2) competenza del Ministero del tesoro quando il provvedimento si ricollega a finalità, più generali, di politica economica riguardanti l'intero mercato dei valori mobiliari.

Un'altra problematica sulla quale la Consob ha concentrato la propria attenzione riguarda la predisposizione dei fissati bollati da parte degli intermediari autorizzati, con apposi-

zione meccanica del relativo visto ispettivo.

Su questo argomento la Commissione si è data, anzitutto, carico di promuovere una modifica della normativa, vista l'eccessiva onerosità dell'obbligo di assicurare la continua presenza del commissario di borsa competente durante le operazioni di stampa dei fissati bollati.

Si è, così, ottenuta l'emanazione del D.M. del 15 maggio 1990, con il quale è stato disposto che l'apposizione del visto sui foglietti bollati «viene effettuata contestualmente alla stampa dei foglietti medesimi mediante l'uso del punzone o degli *specimen* di firma riproduttori il visto ispettivo del commissario di borsa competente ... senza la presenza del predetto commissario».

Con successiva circolare esplicativa sono poi stati forniti ulteriori chiarimenti applicativi circa gli adempimenti a cui sono tenuti i soggetti abilitati alla stampa dei fissati bollati (richieste di autorizzazione; vidimazione, modalità di compilazione e tenuta dei registri; obblighi del commissario di borsa competente; responsabilità dei soggetti abilitati; ecc.).

Altra problematica di valenza generale, oggetto di particolare approfondimento, ha riguardato la materia del pagamento dei diritti di ingresso in borsa da parte degli agenti di cambio.

Infatti, a seguito delle osservazioni formulate dagli agenti di cambio circa la decisione della Camera di commercio di Milano di sottoporre anche questi intermediari al pagamento dei diritti di ingresso in borsa, la Commissione ha rilevato che, pur non sussistendo uno specifico diritto di esenzione a vantaggio della categoria, tale particolare regime può essere ugualmente giustificato dai poteri discrezionali attribuiti all'ente camerale dal disposto dell'art. 4, comma 3, della legge n. 340/1988, secondo il quale le deliberazioni camerali devono tener conto della «posizione dei titolari delle tessere di ingresso in borsa».

Successivamente, la Camera di commercio di Milano, dopo aver sospeso l'esazione del pagamento dei diritti di ingresso in borsa nei confronti degli agenti di cambio, ha modificato la segnalata decisione, confermando il previgente regime di esenzione a vantaggio di tale categoria di operatori.

La Commissione si è anche soffermata sul regime sanzionatorio applicabile alle aziende ed istituti di crediti a seguito dell'accertamento di violazioni alla vigente disciplina di borsa ed in particolare alla Delibera Consob n. 929 del 3 luglio 1981.

Come già riferito nella precedente Relazione, la competenza sanzionatoria della Commissione anche nei confronti di tale categoria di intermediari era stata confermata dal Consiglio di Stato con parere reso in data 28 giugno 1988.

L'applicazione della sanzione dell'esclusione dai locali di borsa (di cui all'art. 9, n. 3, della legge n. 272/1913 ed all'art. 20 del R.D. n. 1068/1913) nei confronti delle banche ha posto, tuttavia, il problema della possibilità di limitare tale sanzione alla sola filiale autrice della violazione ed alla singola borsa nella cui zona quest'ultima ha la propria

sede. Le conclusioni raggiunte in proposito sono state nel senso di non ritenere attuabile la predetta limitazione, con la conseguenza che l'esclusione dai locali di borsa deve essere disposta a carico dei rappresentanti e degli osservatori dell'azienda o istituto di credito inadempiente con riferimento a tutte le borse nazionali, indipendentemente dalla circostanza che le violazioni siano state accertate presso una determinata dipendenza.

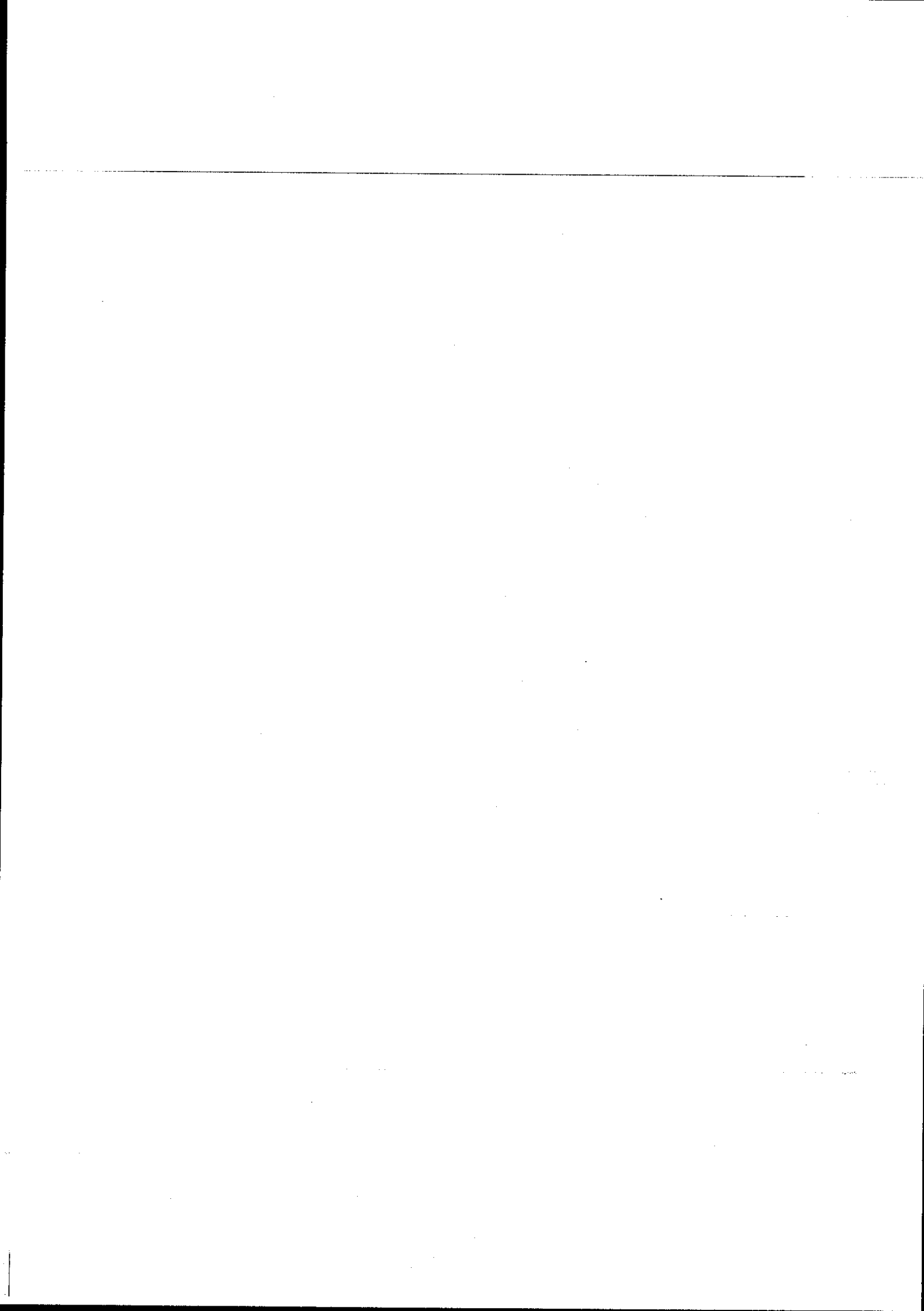
La Commissione ha, poi, esaminato alcune prassi operative utilizzate nell'ambito del sistema di subdeposito accentrato di valori mobiliari presso la Monte Titoli s.p.a..

In particolare, a seguito di apposite richieste formulate dalla stessa Monte Titoli, è stato ritenuto che non sia ammissibile un accordo tra agenti di cambio diretto all'attribuzione reciproca del potere di firma, onde consentire ad ognuno di essi di operare sul conto titoli dell'altro.

Infatti, tale conferimento di poteri si pone in contrasto con la fondamentale necessità di individuare immediatamente ed in maniera autonoma e separata le rispettive responsabilità di ciascun agente di cambio delegante, nonché con il principio di trasparenza a cui è ispirato il sistema Monte Titoli.

Fra le altre questioni affrontate dalla Commissione va, infine, fatta menzione di alcune problematiche concernenti i requisiti di eleggibilità dei componenti il Comitato direttivo degli agenti di cambio e le modalità di applicazione dei diritti di quotazione nel caso di titoli negoziati sul circuito telematico relativo alla contrattazione continua.





## Capitolo III

### LA RIFORMA DELLA BORSA

#### 1. La legge 2 gennaio 1991, n. 1: uno sguardo d'insieme

1.1 In data 4 gennaio 1991 è stata pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale la legge 2 gennaio 1991, n. 1 recante norme sulla «Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari», del cui *iter* parlamentare si è riferito ampiamente nelle precedenti Relazioni.

Dopo anni di dibattiti, ricerche, studi e progetti anche l'Italia, dunque, si appresta finalmente a porre mano ad un importante programma di riforma globale dell'industria dei servizi finanziari e del proprio mercato mobiliare. La nuova legge introduce, infatti, una compiuta disciplina delle attività di intermediazione mobiliare e dei soggetti che possono esercitarle e prevede nuove disposizioni sull'organizzazione ed il funzionamento dei mercati mobiliari; una normativa che, dati gli ambiziosi obiettivi che ne sono alla base è stata da molti, non a caso, definita come la necessaria appendice della legge bancaria.

Il numero e l'importanza degli argomenti affrontati nella nuova legge impongono qui una trattazione solo sintetica affinché il quadro non risulti eccessivamente dispersivo; va, tuttavia, ribadito che il livello di approfondimento raggiunto nell'elaborazione della disciplina, frutto anche di un intenso lavoro di studio delle più evolute esperienze estere, è praticamente omnicomprendente del fenomeno dell'intermediazione mobiliare in Italia.

1.2 In primo luogo (Titolo I) si è provveduto ad individuare tutte quelle attività e quei servizi in cui si concretizza il fenomeno dell'intermediazione mobiliare (art. 1); si parte dalla negoziazione di valori mobiliari (ivi compresi i *futures* e le *options*) in tutte le sue diverse forme, sino a giungere all'attività di *underwriting*, alla gestione di patrimoni, alla raccolta di ordini, alla consulenza, all'offerta, c.d. porta a porta, di prodotti finanziari.

Quindi si è attribuito in via esclusiva (art. 2) l'esercizio e la prestazione di queste attività e servizi ad un nuovo soggetto (la Società di Intermediazione Mobiliare-SIM), appositamente istituito, regolamentato e vigilato sotto tutti gli aspetti (trasparenza, correttezza e stabilità).

Infine, sono state poste le basi (art. 9) per l'emanazione di una normativa regolamentare

che provvederà a disciplinare nel dettaglio l'esercizio delle singole attività, i rapporti con i risparmiatori e quant'altro necessario al fine della tutela degli stessi, ivi compresa un'apposita normativa finalizzata a prevenire e regolare i conflitti di interesse che possono sorgere tra cliente ed intermediario, anche in ragione della configurazione di quest'ultimo come operatore polifunzionale.

1.3 L'importanza di questa prima parte della legge, che può apparire in un certo senso scontata e comunque non dissimile dalle esperienze di molti dei paesi con mercati finanziari evoluti, può essere pienamente apprezzata solo tenendo in debito conto le precedenti caratteristiche della nostra industria dei servizi finanziari.

Questa, infatti, risultava organizzata in modo del tutto frammentario e dispersivo e vedeva nel proprio ambito la presenza di un numero di soggetti assai ampio e diversificato, sotto il profilo tanto dei servizi offerti, quanto della loro organizzazione di impresa.

Nel panorama del mercato mobiliare italiano si potevano infatti individuare, accanto agli agenti di cambio, operatori persone fisiche specializzati nell'attività e sottoposti ad apposita regolamentazione e controllo, società commissionarie, aziende ed istituti di credito e società di gestione di fondi comuni, anch'essi regolati e vigilati (almeno per ciò che attiene agli aspetti connessi alla stabilità; molto meno nel campo della correttezza e trasparenza dei comportamenti da tenere nei rapporti con la clientela), ed ancora una miriade di operatori organizzati talvolta in forma societaria, talaltra in forma di imprese individuali, attivi nella gestione di portafoglio, nella consulenza, nella negoziazione, per lo più non sottoposti ad alcuna regolamentazione e controllo e in moltissimi casi nemmeno censiti dalla Consob.

E pertanto, l'individuazione di un nuovo soggetto cui affidare in esclusiva l'esercizio di tutte le attività di intermediazione mobiliare, dotato di personalità giuridica, di un patrimonio adeguato al numero ed alla tipologia delle attività svolte, vincolato al rispetto di apposite norme di comportamento e sottoposto ad un sistema di controllo che prevede un continuo monitoraggio delle attività svolte, oltre che ad un appropriato regime sanzionatorio, costituisce un'evoluzione di importanza fondamentale, dopo anni di inefficienze dell'ordinamento italiano dei valori mobiliari, peraltro in più occasioni denunciato dalla Consob.

Si sono, infatti, gettate le premesse per un ordinato sviluppo di un'industria dei servizi finanziari in grado di soddisfare le esigenze degli investitori (privati e professionali) e degli emittenti e di competere, all'interno, con il sistema bancario e, in un'ottica internazionale, con le corrispondenti industrie degli altri stati comunitari.

1.4 Nella seconda parte della nuova legge (Titolo II) sono contenute le disposizioni sulla futura organizzazione del mercato mobiliare italiano.

A torto, questa seconda parte del provvedimento è stata oggetto di minore attenzione da parte della generalità dei commentatori, maggiormente interessati alla disciplina dei nuovi

operatori, forse anche a causa delle implicazioni di carattere politico ad essa connesse. La disciplina dei mercati organizzati costituisce, invece, a tutti gli effetti, il naturale complemento della normativa sulle SIM in quanto definisce, nella stessa ottica di tutela dei risparmiatori e di efficienza, correttezza e sicurezza delle transazioni, le modalità attraverso le quali dette società dovranno provvedere alla pubblica negoziazione dei valori mobiliari.

1.5 In primo luogo, sebbene le relative disposizioni siano contenute in altra parte del provvedimento, nell'ambito della normativa sull'organizzazione e funzionamento del mercato mobiliare italiano viene introdotto un principio sinora del tutto sconosciuto alla pratica degli affari: quello della concentrazione obbligatoria delle negoziazioni sui mercati regolamentati in cui si negoziano le diverse specie di titoli. Si tratta, come è ben evidente, di un principio destinato a far sentire nel tempo il proprio benefico influsso, sia in termini di sviluppo del mercato stesso sia, e soprattutto, perché attraverso la concentrazione è possibile garantire una maggiore qualità dei prezzi e quindi più adeguati livelli di tutela agli investitori.

La necessità di prevedere un obbligo in tal senso era stata già da tempo avvertita dalla Consob che, sin dal 1987, aveva individuato proprio nella mancanza di concentrazione uno dei principali motivi di disfunzione del mercato italiano. Prendendo spunto dagli studi effettuati dalla Consob, le nuove disposizioni prevedono un'obbligatorietà ed un'automaticità del ricorso da parte degli intermediari al mercato per l'esecuzione delle operazioni di negoziazione; e ciò sulla base dell'osservazione che l'operatività su un mercato organizzato, con regole di funzionamento pienamente adeguate al tipo di transazione da porre in essere, rappresenta il principale strumento a disposizione dell'intermediario per garantire la migliore esecuzione degli ordini della propria clientela.

La legge, inoltre, non si limita ad imporre agli intermediari l'esecuzione sul mercato degli ordini della clientela privata, ma estende tale obbligo anche alle operazioni disposte dagli investitori istituzionali, nonché a quelle eseguite per proprio conto dagli intermediari. Ciò al fine di contribuire, anche per tale via, al raggiungimento degli obiettivi di massima qualità, profondità e spessore del mercato. Può quindi concludersi che il principio della concentrazione obbligatoria si basi sull'osservazione, più volte svolta dalla Consob, che ogni transazione eseguita fuori dal mercato di riferimento comporta per definizione una minor tutela degli investitori, sia perché l'operazione è conclusa fuori del meccanismo — il mercato — istituzionalmente previsto a loro tutela, sia perché essa riduce la qualità dei prezzi che il mercato stesso è in grado di esprimere.

1.6 Di peso non minore risultano poi le innovazioni introdotte in materia di organizzazione dei mercati. Già nel 1985 la Consob aveva, infatti, rilevato che l'attuale organizzazione della borsa italiana — quella propria dei più tradizionali mercati ad asta «a chiamata» —

era in un certo senso limitativa delle potenzialità e delle esigenze tanto degli operatori quanto degli investitori. Si è così conferito alla Consob un potere assai ampio in materia di organizzazione degli scambi e di determinazione delle modalità di negoziazione di borsa, anche per ciò che attiene alle strutture telematiche ed informatiche eventualmente necessarie per lo svolgimento delle contrattazioni.

In sintesi la Consob, in relazione alla natura dei titoli, ai volumi giornalieri scambiati, ai tagli singolarmente negoziati ed alla volatilità dei corsi, potrà stabilire che determinati valori o classi di valori, ovvero singoli contratti (come nel caso dei c.d. blocchi e delle spezzature) siano negoziati con il tradizionale sistema dell'asta a chiamata, ovvero con quello dell'asta continua, ovvero ancora con quello delle offerte pubbliche competitive di operatori in proprio (*delaers*), in modo da uniformare la struttura dell'intero mercato borsistico nazionale ad un criterio di massima elasticità di funzionamento.

Di pari passo con l'introduzione di nuove modalità di negoziazione verrà poi a mutare l'intera struttura del mercato mobiliare: oggi questo è suddiviso in dieci borse, nel futuro sarà organizzato in un unico mercato nazionale risultante dal collegamento tra le singole piazze attraverso l'ausilio di appropriate strutture informatiche e telematiche. Il primo passo verso questa importante riforma è peraltro già in via di realizzazione; quanto prima verrà infatti reso operativo un circuito per la negoziazione ad asta telematica continua (di cui si dà conto in altra parte della Relazione) che sostituirà progressivamente, per i più importanti valori quotati, il tradizionale sistema dell'asta gridata a chiamata.

Ulteriori adeguamenti dovranno poi essere disposti dalla Commissione per rendere compatibile tale sistema con le diverse modalità di negoziazione previste in relazione al volume degli scambi, ai tagli, ecc..

1.7 La legge introduce ancora un'importante innovazione nell'ordinamento italiano laddove prevede la possibilità per la Consob di istituire direttamente mercati, anche locali, per la negoziazione di titoli non quotati in borsa e non negoziati nel mercato ristretto.

Due gli aspetti di rilievo di tale disposizione:

a) da una parte la previsione sancisce il venir meno del c.d. terzo mercato; i nuovi mercati di titoli non quotati non potranno infatti che assorbire con il tempo, in ragione della maggiore efficienza, trasparenza e tutela che gli stessi, in quanto regolamentati, concentrati e vigilati, saranno in grado di assicurare ai risparmiatori, le negoziazioni che oggi si svolgono in forma privatistica nel terzo mercato;

b) nonostante il provvedimento di istituzione formale sia di competenza della Consob, e dunque abbia caratteri pubblicitici, la previsione di un «comitato di gestione», cui la Commissione stessa potrà delegare compiti ed attribuzioni in materia di organizzazione e funzionamento del mercato, consente di attribuire agli operatori margini di autonomia sicuramente in linea con le esigenze di autoregolamentazione che tali tipi di mercato comportano. Del re-

sto anche nel momento dell'istituzione la Consob non potrà non fare riferimento alle esigenze ed alle proposte che gli operatori stessi le sottoporranno.

1.8 Altra norma di importanza cruciale nella riorganizzazione del mercato mobiliare italiano è poi rappresentata dalla formale introduzione dell'istituto del «riconoscimento», assai utilizzato negli ordinamenti di origine anglo-americana e previsto dalla legge allo scopo di consentire la stipula di accordi di collaborazione tra la Consob e le corrispondenti Autorità di controllo dei mercati mobiliari esteri finalizzati ad ampliare le possibilità di accesso da parte degli intermediari autorizzati ai mercati anche esteri (e viceversa) e di prevedere e regolare le ipotesi di estensione dell'operatività di tali mercati anche fuori delle frontiere nazionali.

1.9 Nell'ultima parte del provvedimento vengono affrontati due temi anch'essi di importanza fondamentale per lo sviluppo dell'intero mercato mobiliare italiano: l'introduzione dei c.d. *futures* e delle *options* e la riforma del sistema di compensazione, garanzia e liquidazione delle operazioni in valori mobiliari.

Per ciò che attiene ai *futures* ed alle *options*, va anzitutto rilevato che la strada seguita dal legislatore nazionale per la loro introduzione tiene conto delle più recenti esperienze internazionali in tema di mercati derivati e si propone di conseguire il più elevato grado di efficienza.

I più autorevoli commenti sulle crisi di borsa registratesi nell'ottobre 1987 e 1989 hanno infatti evidenziato che esse sono state in un certo senso favorite, o quanto meno amplificate nei loro effetti, dalla mancanza di coordinamento tra i meccanismi di funzionamento del mercato di base e di quelli derivati, quali la determinazione dei margini di garanzia richiesti agli operatori, i meccanismi di liquidazione ed i tempi richiesti dagli stessi per mettere a disposizione degli investitori le somme rivenienti dalle vendite. La mancanza di coordinamento è stata poi accentuata dalla circostanza che i due mercati, di base e derivato, sono per lo più localizzati in sedi diverse e sottoposti alla vigilanza di una pluralità di Autorità anch'esse non coordinate nei propri interventi (tanto che negli Stati Uniti si sta seriamente pensando di spostare la giurisdizione ed il controllo quanto meno dei *futures* su indici dalla CFTC alla SEC così che un'unica agenzia federale abbia l'esclusiva competenza a regolare sia il mercato dei titoli che quello dei *futures*).

Sulla base di tali considerazioni il legislatore ha pertanto ritenuto opportuno, anche se solo per ciò che attiene ai valori azionari ed ai contratti a termine sugli stessi, piuttosto che costituire un nuovo mercato, imporre che anche le negoziazioni di *futures* ed *options* avvengano nell'ambito della borsa valori e sottoporre le contrattazioni alla vigilanza unificata della Consob.

1.10 Infine, sono state gettate le basi per una completa riforma dei sistemi di liquidazione delle operazioni in valori mobiliari attualmente vigenti.

Tale riforma si incentrerà su due tappe fondamentali:

a) nella prima è previsto che le operazioni in valori mobiliari effettuate da tutti gli intermediari autorizzati siano liquidate esclusivamente a mezzo stanza di compensazione, avvalendosi cioè delle strutture pubbliche, gestite dalla Banca d'Italia, istituzionalmente preposte a gestire le operazioni di liquidazione;

b) nella seconda si provvederà ad istituire una vera e propria *clearing house*, con capitale sottoscritto dai soggetti ammessi alle contrattazioni e con il compito di garantire il buon fine e la compensazione dei contratti stipulati, ivi compresi quelli aventi ad oggetto prodotti derivati (in tal modo risolvendo implicitamente i già citati problemi di coordinamento della determinazione dei margini di garanzia da depositare presso la stessa *clearing house*).

## 2. Le disposizioni contenute nella legge

### 2.1 Titolo I — Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare

Scendendo più nel dettaglio del contenuto della legge, va segnalato che l'art. 1 (Attività di intermediazione mobiliare) contiene l'elencazione, in forma volutamente generalissima (in modo da restare valida anche alla luce delle innovazioni che potrebbero registrarsi in futuro), delle attività in cui si concreta il fenomeno dell'intermediazione mobiliare. Esse sono:

a) la negoziazione di valori mobiliari in ogni sua forma (per conto proprio o per conto terzi, ovvero sia per conto proprio che per conto terzi);

b) l'*underwriting*, anch'esso nelle varie modalità in cui può essere esercitato (con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente);

c) gestione di patrimoni mediante operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari;

d) raccolta di ordini di acquisto o di vendita di valori mobiliari;

e) consulenza in materia di valori mobiliari;

f) sollecitazione del pubblico risparmio effettuata ai sensi dell'art. 18 *ter*, terzo comma, della legge n. 216/1974 e successive modificazioni ed integrazioni.

Il secondo comma dello stesso articolo stabilisce poi che, ai fini dell'applicazione della legge, i contratti *futures* ed *options*, indipendentemente dal loro oggetto, sono considerati valori mobiliari. La precisazione è importante perché, al di là delle disquisizioni dottrinali circa la configurazione giuridica di tali contratti, la norma stabilisce chiaramente che gli stessi sono a tutti gli effetti leciti e che qualora l'attività di intermediazione abbia per oggetto proprio tali contratti, essa andrà comunque svolta nel rispetto delle norme contenute nella legge.

L'art. 2 (Esercizio delle attività di intermediazione mobiliare) introduce il principio generale che, fatti salvi i regimi speciali previsti per le banche, le società fiduciarie, gli agenti di cambio e le commissionarie di borsa (per queste due ultime categorie di soggetti solo in via

transitoria), l'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare è riservato alle SIM. Esso inoltre provvede ad individuare una serie di attività accessorie a quelle di intermediazione che le SIM stesse potranno esercitare e dà mandato alla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, di stabilire i criteri in base ai quali la detenzione di valori mobiliari da parte di dette società è da ritenersi strumentale all'esercizio delle attività di intermediazione per le quali le società stesse sono autorizzate e, dunque, ad esse consentita. In tutti gli altri casi, l'assunzione di partecipazioni da parte delle SIM è ritenuta lecita solo se in società esercenti attività connesse e strumentali.

L'art. 3 (Albo) attribuisce alla Consob il compito di rilasciare le autorizzazioni e di disporre l'iscrizione ad un apposito Albo di nuova istituzione, sulla base della verifica del possesso da parte delle SIM istanti di una serie di requisiti (di capitale, di onorabilità e professionalità degli amministratori, dirigenti, sindaci, soci), nonché di stabilire con apposito regolamento le modalità di presentazione della domanda e gli elementi informativi che la stessa deve contenere.

L'art. 4 (Partecipazione al capitale delle società di intermediazione mobiliare) fornisce la nozione di gruppo al quale appartengono le SIM, stabilisce che alle SIM stesse si applichino gli artt. 5 e 5 *bis* della legge n. 216/1974, attribuisce alla Consob i poteri di cui all'art. 4 *bis* della stessa legge ed impone ai soci delle SIM stesse di sottoscrivere appositi «protocolli di autonomia» finalizzati a garantire la massima indipendenza della società nello svolgimento, in coerenza con i principi e le regole stabiliti dalla legge, delle proprie attività.

Con l'art. 5 (Promotori di servizi finanziari) si istituisce una nuova figura di operatori — i c.d. promotori finanziari — di cui le SIM dovranno obbligatoriamente avvalersi nell'offerta dei propri servizi effettuata in luogo diverso dalla propria sede sociale o dalle sedi secondarie e, in ogni caso, nell'attività di sollecitazione del pubblico risparmio nella modalità del porta a porta. Per essi è pertanto prevista l'istituzione di un Albo unico nazionale, un regime autorizzatorio basato su requisiti di professionalità (da valutarsi anche sulla base del superamento di un apposito esame di abilitazione) ed onorabilità, la determinazione di apposite regole di comportamento, nonché delle procedure di controllo e delle sanzioni da applicare alle violazioni riscontrate.

All'art 6 (Principi generali e regole di comportamento) vengono introdotti importanti principi di condotta cui le SIM dovranno uniformare il proprio comportamento nella prestazione delle attività per le quali sono autorizzate. In detti principi è previsto, tra l'altro:

a) l'obbligo di redigere e di consegnare ai clienti un documento informativo concernente l'indicazione e la descrizione delle attività svolte;

b) l'obbligo di stipulare con i clienti apposito contratto scritto in cui siano indicati la natura dei servizi forniti, le modalità di svolgimento dei servizi stessi, l'entità ed i criteri di calcolo della remunerazione, ecc.;



c) l'obbligo di acquisire dai clienti le informazioni sulla situazione finanziaria degli stessi che siano rilevanti ai fini dello svolgimento della propria attività;

d) l'obbligo di predisporre ed osservare procedure organizzative idonee ad assicurare il controllo interno sui propri dipendenti.

L'art. 7 (Attività di negoziazione nei mercati regolamentati) stabilisce che le SIM debbono avvalersi per la propria operatività sui mercati di dipendenti abilitati a seguito di apposito esame; la stessa norma, inoltre, attribuisce alla Consob il potere di fissare la percentuale massima delle commissioni da applicare ai clienti. Con tale disposizione, in sintesi, si introduce, sulla stregua anche delle esperienze estere registratesi in materia, un regime di liberalizzazione delle commissioni.

L'art. 8 (Attività di gestione) detta alcune disposizioni particolari concernenti lo svolgimento dell'attività di gestione di patrimoni; in particolare viene stabilito che nell'ambito di tale attività le SIM possono agire esclusivamente in nome e per conto di terzi e sulla base di un contratto scritto. Le SIM inoltre non potranno contrarre obbligazioni per conto del cliente che lo impegnino oltre i valori conferiti in gestione e dovranno inviare al cliente appositi rendiconti redatti sulla base dei criteri stabiliti dalla Consob.

L'art. 9 (Vigilanza sulle società di intermediazione mobiliare) contiene, come è noto, importanti disposizioni in materia di regolamentazione delle attività delle SIM e della loro struttura organizzativa, patrimoniale e finanziaria e di esercizio dei controlli.

Per ciò che attiene alla fase regolamentare è prevista l'emanazione da parte della Consob e della Banca d'Italia di una serie di regolamenti in materia di:

a) regole di comportamento per lo svolgimento, anche congiunto, delle attività di intermediazione, e conflitti di interesse;

b) coefficienti di patrimonio e di liquidità;

c) forme tecniche dei bilanci; modalità per il deposito dei valori mobiliari di pertinenza dei clienti presso le SIM con facoltà di subdeposito presso la Monte Titoli s.p.a. e la Gestione Centralizzata della Banca d'Italia; limiti, criteri e modalità con cui le SIM possono partecipare al capitale di altre società; ecc.;

d) limiti entro i quali i titoli emessi o collocati dalla SIM o da società appartenenti al gruppo possono formare oggetto dell'attività di gestione;

e) norme di comportamento da applicarsi all'attività di gestione, quando questa sia svolta dalle società di gestione di fondi comuni di investimento di cui alla legge n. 77/1983.

Quanto invece all'esercizio della vigilanza il primo comma stabilisce che la stessa sia ripartita tra Consob e Banca d'Italia sulla base del criterio della finalità del controllo (competenza della Consob in materia di trasparenza e correttezza dei comportamenti e regolarità delle negoziazioni; competenza della Banca d'Italia in materia di stabilità). La Consob ha in più occasioni segnalato i problemi connessi all'opportunità di tale ripartizione,

sia con riferimento al mutamento delle competenze ad essa istituzionalmente riservate dall'ordinamento in tema di controllo degli intermediari operanti nelle borse valori, sia per ciò che attiene ai rischi di possibili duplicazioni che deriverebbero dalla sua pratica applicazione e ai connessi maggiori oneri a carico dei soggetti controllati.

La soluzione a tali problematiche è stata rinvenuta dalla Camera dei Deputati, prima, e dal Senato, poi, in una norma «di chiusura» (il comma 7) la quale, proprio al fine di evitare gli inconvenienti sopra descritti, stabilisce che di norma i controlli di stabilità patrimoniale sulle SIM siano effettuati dalla Consob, su richiesta della Banca d'Italia, ed i controlli di correttezza sulle banche siano svolti dalla Banca d'Italia su richiesta della Consob, in tal modo riconducendo, in sostanza, l'attribuzione delle competenze di vigilanza al criterio «per soggetti», così come auspicato dalla Commissione. Le competenze proprie delle singole Autorità, secondo quanto stabilito al primo comma, rimangono peraltro valide in tutte le fattispecie aventi carattere straordinario (qualora cioè le stesse Autorità «lo ritengano necessario»); in tali casi, infatti, è previsto che la Consob e la Banca d'Italia esercitino «direttamente il potere di vigilanza di cui al comma 1». La validità di una tale lettura delle disposizioni in esame è stata anche confermata, nella seduta del 13 dicembre 1990, dalla Commissione finanze e tesoro del Senato, con un apposito ordine del giorno interpretativo approvato a larghissima maggioranza (un solo senatore astenuto).

Le altre norme contenute nell'articolo 9 attribuiscono alla Consob ed alla Banca d'Italia poteri ispettivi e di richiesta di dati, notizie e chiarimenti, dispongono che le stesse non possono reciprocamente eccipirsi il segreto d'ufficio e stabiliscono un termine entro cui esse «devono adottare gli atti che per legge o per regolamento sono tenute a rilasciare su istanza degli interessati» (novanta giorni dalla ricezione dell'istanza, prorogabile, per un massimo di trenta giorni, per non più di due volte).

L'art. 10 rende applicabili nei confronti delle SIM le disposizioni concernenti il controllo contabile e la certificazione del bilancio di cui al d.P.R. n. 136/1975.

Di importanza fondamentale, ai fini del futuro sviluppo del mercato mobiliare italiano in un'ottica di massima tutela dei risparmiatori e di ricerca delle migliori condizioni di efficienza nell'esecuzione delle contrattazioni, appaiono le disposizioni introdotte con l'art. 11 (Esecuzione delle negoziazioni di valori mobiliari). Tale articolo, come è noto, introduce il principio (c.d. della concentrazione obbligatoria) secondo cui le «negoziazioni di valori mobiliari negoziati nei mercati regolamentati» debbano essere obbligatoriamente eseguite «in detti mercati e con le modalità di negoziazione per essi previste». A tale principio generale, esteso anche all'attività svolta per proprio conto degli intermediari mobiliari e dagli investitori istituzionali (banche, fondi comuni di investimento, assicurazioni, ecc.), sono previste solo limitatissime eccezioni nel caso in cui, avendola preventivamente autorizzata per iscritto, il cliente possa trarre dall'esecuzione del proprio ordine fuori mercato un vantaggio in termini economici,

nonché in quello in cui la transazione abbia come unica finalità quella di trasferire una partecipazione da una società ad un'altra, purché appartenenti al medesimo gruppo.

L'art. 12 (Modalità di esecuzione degli ordini) detta norme sull'esecuzione degli ordini sui mercati telematici (c.d. principio della priorità di esecuzione) e stabilisce che in futuro i fissati bollati dovranno distintamente indicare il prezzo, le commissioni ed i bolli applicati, nonché il luogo e l'orario di esecuzione della transazione; ciò che fornirà un ulteriore contributo al miglioramento del livello di trasparenza assicurato agli investitori.

Di non minore importanza risultano altresì le disposizioni (artt. 13 — Provvedimenti cautelari e sanzioni amministrative — e 14 — Disposizioni penali) che disciplinano il regime sanzionatorio; esse vengono, infatti, a colmare una delle maggiori lacune della vigente normativa in materia, finora impostata su un regime fortemente carente sotto il profilo delle fattispecie considerate e del tipo di sanzione applicabile.

Con l'art. 15 si provvede all'istituzione di un Fondo Nazionale di Garanzia «per la tutela dei crediti vantati dai clienti» nei confronti delle SIM e degli altri soggetti autorizzati all'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare. Le modalità di funzionamento e di contribuzione al Fondo verranno stabilite con apposito decreto del Ministro del tesoro, su proposta della Banca d'Italia e della Consob.

L'art. 16 detta le disposizioni per l'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare da parte delle aziende ed istituti di credito. Esse, se previamente autorizzate dalla Banca d'Italia, potranno svolgere tutte le attività di intermediazione mobiliare ad esclusione di quella di negoziazione «relativamente ai valori mobiliari diversi dai titoli di stato o garantiti dallo stato, quotati in borsa e negoziati nel mercato ristretto». E dunque, per operare su tali titoli, le banche in futuro dovranno obbligatoriamente fare ricorso ad una SIM. Le rimanenti disposizioni dell'articolo rendono applicabili all'attività svolta dalle banche la disciplina dettata per le SIM.

L'art. 17 stabilisce che, «sino all'entrata in vigore della legge di riforma», le società fiduciarie potranno continuare a svolgere «l'attività di gestione di patrimoni aventi ad oggetto valori mobiliari, in nome proprio e per conto di terzi»; a tal fine esse dovranno iscriversi, fermi restando i requisiti richiesti, in un'apposita sezione speciale dell'Albo delle SIM. L'attività di gestione dovrà comunque essere svolta in via esclusiva; in tal modo le società fiduciarie vengono trasformate, di fatto, in soggetti specializzati nella prestazione di un particolare servizio di intermediazione.

Gli artt. 18 (Disposizioni per la prima applicazione) e 19 (Disposizioni relative agli agenti di cambio ed alle società commissionarie di borsa) contengono, infine, le necessarie disposizioni transitorie finalizzate a garantire da una parte un'ordinata entrata in vigore della nuova disciplina di legge e di regolamento e, dall'altra, agli intermediari attualmente operanti sul mercato un adeguato periodo di tempo per la loro trasformazione in SIM, ovvero per l'abbandono dell'attività.

## 2.2 Titolo II — Disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari

Con il Titolo II si provvede a ristrutturare l'organizzazione ed il funzionamento non solo della borsa valori, ma dell'intero mercato mobiliare italiano.

In particolare, l'art. 20 (Organizzazione delle negoziazioni dei valori mobiliari) attribuisce alla Consob il potere di:

- a) disciplinare le modalità di negoziazione dei titoli quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto in forma anche diversa dalla negoziazione alle grida;
- b) realizzare, con l'ausilio di strutture informatiche e telematiche, un mercato unico nazionale dei valori mobiliari quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto;
- c) istituire e regolamentare mercati, anche locali, di valori mobiliari non quotati e non negoziati nel mercato ristretto;
- d) riconoscere mercati regolamentati esteri, ivi compresi quelli di *futures* e di *options*, «anche al fine di estendere la loro operatività sul territorio nazionale mediante collegamenti telematici»;

e) derogare alle disposizioni di cui agli artt. 4, 5, 5 *bis* e 17 della legge n. 216/1974 e successive modificazioni ed integrazioni al fine di facilitare la quotazione di società estere.

Il successivo art. 21 attribuisce al Ministro del tesoro il potere di disciplinare «il mercato dei cambi e le operazioni che vi si svolgono». La norma pone alcuni problemi interpretativi a causa del suo, almeno apparente, scollegamento con le altre disposizioni. In particolare, non è chiaro se detto mercato dei cambi si svolgerà presso la borsa o fuori di essa e, in questa ultima ipotesi, se si configurerà come mercato alternativo a quello che attualmente ha luogo in borsa ovvero, più semplicemente, quest'ultimo debba ritenersi di fatto soppresso.

Con l'art. 22 si introducono, come auspicato anche dalla Consob in un suo documento ufficiale (cfr. «Disciplina della liquidazione delle operazioni in valori mobiliari» — Bollettino Consob, Edizione Speciale, settembre 1989), i principi che dovranno ispirare una vera e propria riforma del sistema di liquidazione delle operazioni in valori mobiliari. In particolare:

- a) si stabilisce l'obbligatorietà della liquidazione a mezzo stanza di compensazione delle negoziazioni concluse tra (o con il concorso di) intermediari abilitati;
- b) si attribuisce alla Consob ed alla Banca d'Italia il potere di emanare disposizioni concernenti «le modalità di tempo per la liquidazione, nonché gli adempimenti complementari», ivi compreso l'utilizzo di sistemi di elaborazione automatica;
- c) si attribuisce alla Consob un potere di richiesta di dati e notizie concernenti la liquidazione dei contratti nei confronti degli intermediari autorizzati;
- d) si prevede, da parte della Consob e della Banca d'Italia, l'istituzione, l'organizzazione ed il funzionamento di una *clearing house* per la garanzia e la compensazione dei contratti stipulati, ivi compresi quelli *futures* ed *options*.

L'art. 23 disciplina poi l'istituzione, organizzazione e regolamentazione delle negoziazioni

aventi ad oggetto contratti *futures* ed *options*. Il contenuto della norma merita un qualche approfondimento.

Il primo comma attribuisce infatti alla Consob il potere di introdurre, tra i contratti correntemente negoziati in borsa, anche i nuovi strumenti previsti dalla legge in tutte le loro configurazioni (su valori mobiliari quotati, su tassi di interesse, su valute, ecc.); i successivi commi 2 e 5 lasciano invece intendere che:

a) la negoziazione di contratti derivati aventi ad oggetto valute verrà disciplinata con le disposizioni emanate dal Ministro del tesoro ai sensi dell'art. 21 ed avverrà pertanto sul mercato ivi previsto;

b) la negoziazione dei contratti derivati aventi ad oggetto titoli di stato verrà disciplinata dal Ministro del tesoro ai sensi del d.P.R. n. 556/1987 (mercato secondario telematico dei titoli di stato) ed avverrà sul mercato ivi previsto;

c) la Consob non ha il potere di introdurre in borsa né i contratti derivati aventi ad oggetto titoli di stato, né quelli concernenti le valute.

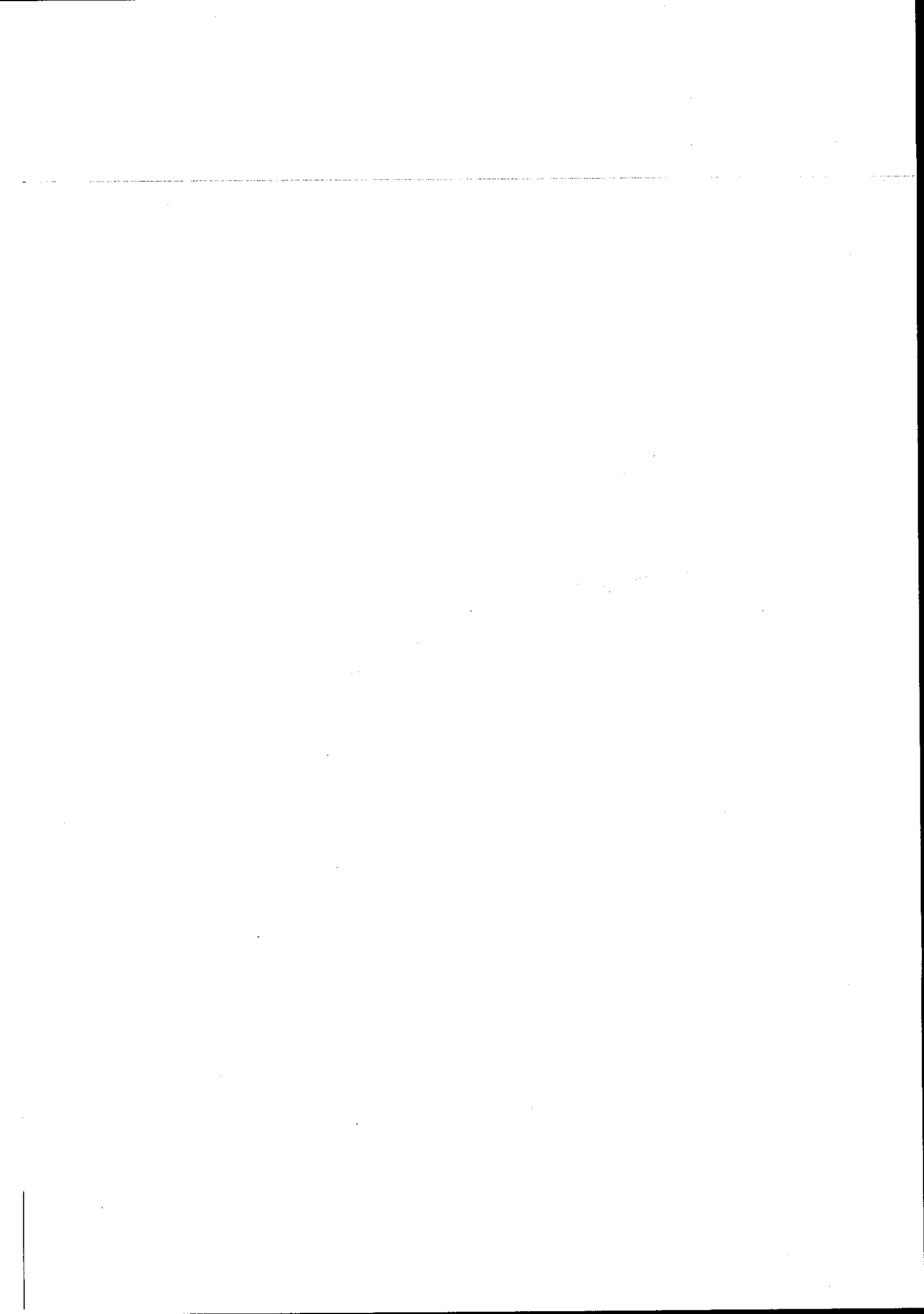
A titolo di primo commento, ci si limita a segnalare che una tale tripartizione delle negoziazioni in altrettanti distinti luoghi fisici di contrattazione sembra andare contro ogni consolidata esperienza estera; non risulta, infatti, che in nessun paese si sia optato per una dislocazione delle contrattazioni di tali strumenti quale quella operata dalla nuova legge. E ciò in ragione della circostanza che i mercati di *options* e *futures* necessitano per loro stessa natura di una struttura organizzativa «forte» e pienamente centralizzata (sistema di contrattazione ad asta continua, *clearing house*, ecc.), nonché di regole di funzionamento omogenee per ogni prodotto trattato (gestione dei margini di garanzia, accesso degli operatori al mercato, controlli sul mercato e sugli operatori, ecc.) che solo il mercato di borsa, così come riformato e rafforzato dalla legge in analisi, sembra possa garantire.

Con l'art. 24 si dettano le disposizioni per l'istituzione, l'organizzazione ed il funzionamento di un Consiglio di borsa che si sostituirà, nell'esercizio delle competenze loro attualmente attribuite, ai Comitati direttivi degli agenti di cambio, alle Deputazioni di borsa, alle commissioni per il listino e (limitatamente alle materie connesse con le borse valori) alle Camere di commercio.

L'art. 25 (Offerta e commercializzazione di servizi o prodotti informatici o telematici) sottopone, infine, alla vigilanza della Consob l'offerta, la commercializzazione e la diffusione al pubblico da chiunque svolta, mediante strumenti informatici e telematici, di dati, anche frutto di elaborazioni, concernenti l'andamento degli affari nei mercati regolamentati.

\* \* \*

Nel Titolo III sono, infine, contenute le «Disposizioni finali» concernenti la verifica dell'applicazione della legge da parte del Parlamento (art. 26, Relazione al Parlamento), l'abrogazione delle norme contrastanti con la nuova disciplina ed il coordinamento tra le disposizioni vigenti (art. 27, Norme finali) e l'entrata in vigore (art. 28).



## Capitolo IV

### L'INFORMATIVA SOCIETARIA

#### 1. I principali provvedimenti adottati e le linee direttive in materia di informativa societaria

Nel corso dell'ultimo decennio la Consob, sulla base dei poteri ad essa conferiti dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, ha emanato numerose Circolari e Comunicazioni in materia di informazione societaria, con le quali ha prescritto e raccomandato alle società ed agli enti oggetto dei sopracitati atti l'assolvimento di specifici adempimenti relativi ad alcuni fra i più rilevanti eventi societari.

Si fa riferimento, in particolare, alle Circolari e Comunicazioni del 1981, 1983, 1985 e 1986 relative alle assemblee degli azionisti, ed a quelle del 1982 e 1986 in tema di operazioni sul capitale e relazione illustrativa degli amministratori di cui all'art. 1/4, punto 2), legge citata (\*).

Sulla base dell'esperienza maturata, la Consob ha ritenuto opportuno conferire organicità alla ormai complessa materia, revocando gli atti di cui sopra e predisponendo un testo coordinato che recepisce, modificasse e integrasse le prescrizioni in essi contenute.

In tal modo si è potuta garantire una migliore conoscibilità da parte dei destinatari delle previsioni in tema di informazione societaria, considerate le difficoltà derivanti dalla notevole sedimentazione temporale delle stesse. Inoltre si sono potuti revocare adempimenti di cui non si ravvisava più la necessità in quanto la loro emanazione rispondeva al bisogno di sensibilizzare gli operatori al rispetto di obblighi di legge in sede di prima applicazione, nonché prevederne nuovi in aggiunta a quelli esistenti, in funzione di un migliore espletamento dei compiti istituzionali assegnati alla Consob dalla legge.

---

(\*) Circolari n. 81/02348 del 12 marzo 1981 e n. 2/82/00721 del 22 gennaio 1982, e Comunicazioni n. 83/00350 del 13 gennaio 1983, n. 85/07191 dell'11 aprile 1985, nn. 86/13920, 86/13921 e 86/13922 del 3 settembre 1986.



Si ritiene ora opportuno esaminare più approfonditamente taluni aspetti della Comunicazione in esame (n. 90004190 del 16 luglio 1990), con riferimento alle richieste e raccomandazioni di nuova introduzione.

In particolare, è stato stabilito un contenuto minimo della relazione degli amministratori di cui all'art. 1/4, punto 2), legge 7 giugno 1974, n. 216, ed in tale ambito, considerate le peculiari e rilevanti esigenze di informazione sottostanti, è stato dato rilievo a sé stante alle ipotesi di fusioni comportanti operazioni sul capitale.

Con riferimento all'informativa da fornire in occasione del momento assembleare, si è cercato di fornire una rappresentazione efficace, in quanto aggiornata, e penetrante, in quanto completa, dell'azionariato votante in assemblea e delle posizioni che i singoli soci hanno assunto in ordine alle deliberazioni adottate. Infatti, è stato modificato il precedente sistema informativo, che richiedeva l'indicazione del numero degli azionisti risultanti dal libro soci e della percentuale di capitale detenuta dai primi dieci di essi (Circolare n. 81/02348 del 12 marzo 1981). È stato richiesto che venga inserito nel verbale assembleare l'elenco nominativo degli azionisti che possiedono azioni con diritto di voto in misura superiore al 2% del capitale sociale sottoscritto, risultante non solo dal libro dei soci, ma anche da comunicazioni ricevute e da altre informazioni a disposizione. Inoltre deve essere inserito in allegato al verbale stesso, come parte integrante di questo, l'elenco nominativo dei partecipanti in proprio o per delega (indicando, in tal caso, anche il delegante), nonché i soggetti votanti in qualità di creditori pignorati, riportatori ed usufruttuari, specificando per ognuno di essi il numero di azioni possedute.

Tale nuovo sistema fornisce un'informazione più aggiornata e precisa della precedente. Il riferimento al libro dei soci, presente nella precedente disposizione, comportava infatti la necessità di tener conto dei tempi di aggiornamento dello stesso, del fatto che il socio può non iscriversi, e delle recenti modifiche in tema di circolazione dei titoli introdotte dall'entrata in vigore della normativa concernente la Monte Titoli; tali problemi sono ora superati dal riferimento a dati certi ed attuali che, tra l'altro, si conformano pienamente alla legislazione in materia di «trasparenza della proprietà» (artt. 1/5 e 1/4 bis, legge 7 giugno 1974, n. 216).

Infine, sono state introdotte una serie di previsioni che raccomandano la pubblicazione su organi di stampa di determinati eventi societari. A tale proposito, è opportuno precisare che la «filosofia» che ha ispirato tali previsioni è quella di fornire al mercato una sempre maggiore conoscibilità degli eventi concernenti le società che fanno appello al risparmio, e che la diffusione attraverso la stampa di dati e notizie rilevanti fosse la migliore per perseguire tale finalità.

Sempre in tema di informativa societaria, uno dei problemi di maggior rilievo affrontati nel corso dell'anno è stato quello relativo agli adempimenti cui devono essere sottoposti gli emittenti esteri richiedenti l'ammissione a quotazione dei loro titoli.

Come noto, la normativa italiana in materia non prevedeva pressoché alcuna distinzione tra l'emittente italiano e quello estero.

Infatti, l'art. 8 del d.P.R. 31 marzo 1975, n. 138, nel prevedere la disciplina relativa all'ammissione dei titoli alla quotazione di borsa, preliminarmente dispone che «le società e gli enti nazionali ed esteri che intendono ottenere l'ammissione dei propri titoli alla quotazione di borsa devono produrre alla Commissione nazionale per le società e la borsa formale istanza deliberata dagli organi sociali competenti».

Per ciò che attiene poi agli obblighi in tema di informativa successiva all'ammissione a quotazione, la normativa prevista dalla legge n. 216 del 1974, e successive modificazioni (in particolare, gli artt. 1/3, 1/4, 1/4 *bis*, 1/5 e 1/17), non prevede adempimenti diversi in capo agli emittenti esteri rispetto a quelli italiani; infatti, anche in tal caso, le norme fanno generico riferimento alle società od enti con azioni o titoli quotati in borsa.

La lettera della norma tendeva quindi ad assicurare al mercato ed alla Commissione il medesimo risultato informativo, sia che si tratti di società o enti nazionali, sia che si tratti di emittenti esteri.

Sulla base di tali considerazioni, l'art. 7 del Regolamento per l'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale prevedeva che gli emittenti di diritto estero, al fine dell'ammissione dei propri titoli al mercato, dovessero «dimostrare che non sussistono impedimenti di alcun genere alla osservanza da parte loro delle disposizioni, contenute nel presente regolamento ed in leggi o altri regolamenti ad essi applicabili, concernenti le informazioni da mettere a disposizione del pubblico o della Commissione». La necessità di esigere da parte degli emittenti esteri i cui titoli fossero stati ammessi a quotazione il puntuale adempimento degli obblighi informativi previsti dagli artt. 1/5, 1/4 *bis* e 1/17 della legge n. 216/1974, ha determinato un arresto nel processo di internazionalizzazione del nostro mercato, nonostante il secondo comma dell'art. 7 del Regolamento prima citato concedesse la possibilità — in analogia a quanto previsto dall'art. 1/4, comma 2, legge n. 216/1974, per gli enti aventi titoli quotati in borsa — di stabilire, «tenuto conto dei rispettivi ordinamenti e sentiti gli amministratori, modalità e termini diversi da quelli previsti in via generale per l'osservanza delle disposizioni» di cui all'art. 1/4, comma 1. Infatti, considerato che obiettivamente l'ordinamento d'origine dell'emittente interessato può fondarsi su istituti giuridici che non consentono gli adempimenti previsti dal legislatore nazionale, ne è derivata l'impossibilità per gli emittenti esteri di quotare i propri titoli, poiché non sarebbe poi stato possibile per gli stessi adempiere a precisi obblighi di legge. Il superamento di tali difficoltà è stato possibile esclusivamente mediante un intervento legislativo.

L'art. 20 della legge 2 gennaio 1991, n. 1, infatti, ha previsto che «al fine di consentire alle società estere quotate in Italia l'applicazione del regime giuridico in vigore nel paese ove

esse hanno la propria sede legale, la Consob è autorizzata a derogare alle previsioni di cui agli articoli 4, 5, 5 *bis* e 17» della legge n. 216/1974 e successive modificazioni ed integrazioni.

La nuova norma, nel risolvere in via di principio la questione, ha comportato la necessità di individuare i criteri di deroga alle norme indicate al fine di consentire l'applicazione del regime giuridico vigente nel paese in cui l'emittente ha la propria sede legale.

Occorre preliminarmente considerare che nei confronti degli emittenti esteri non è necessario che la Consob vigili sull'impresa, bensì che eserciti un'azione di generale sorveglianza sulla società, al fine di essere costantemente informata su possibili eventi che possano influenzare l'andamento del titolo.

Ne discende, per tali ipotesi, che il rapporto attuale, basato essenzialmente (ma non esclusivamente) sulla dialettica società-Consob-mercato, andrebbe mutato in un rapporto diretto società estera-mercato, in cui la Consob vigilerebbe appunto non sull'impresa, ma sul titolo, rifacendosi, per quel che concerne il primo di tali aspetti, ai competenti Organi di vigilanza del paese d'origine, con cui sarebbe in continuo dialogo, e garantendo al risparmiatore la conoscenza di tutti gli eventi rilevanti anche mediante appositi comunicati stampa effettuati dall'emittente. Principio fondamentale sarebbe comunque quello di assicurare la parità di trattamento, in tema di informativa societaria, a tutti gli azionisti, garantendo al mercato italiano, con la medesima tempestività, le stesse notizie che venissero fornite al socio residente nel paese d'origine dell'emittente.

In sede di ammissione a quotazione, quindi, occorrerà conoscere il regime giuridico vigente in materia nel paese ove ha sede legale l'emittente e compararlo con la normativa italiana al fine di accertare in esso la presenza del sostanziale assolvimento dei principi generali in tema di trasparenza della proprietà e della gestione (principi contabili, eventuale area di consolidamento, principi di revisione, tenuta delle assemblee, ecc.) ritenuti necessari ai fini dell'ammissione a quotazione.

In base a tali principi verrà valutata la possibilità di permettere l'applicazione del regime giuridico vigente nel paese ove ha sede legale l'emittente. In sede di informativa continua, la sorveglianza verrà esercitata richiedendo comunque, ove esistente, la documentazione prevista dal legislatore italiano, nel rispetto tuttavia delle modalità e dei termini previsti dall'ordinamento d'origine (per quanto riguarda gli emittenti comunitari, si farà riferimento essenzialmente alle previsioni della direttiva n. 79/279/CEE, schemi C e D, concernenti gli obblighi di informativa continua cui sono tenute le società i cui titoli sono ammessi a quotazione ufficiale), cercando di garantire, come già affermato, la parità di trattamento in tema di informativa societaria per tutti gli azionisti.

## **2. L'assemblea ordinaria convocata ai sensi dell'art. 2364 c.c.**

La Commissione, analizzando preventivamente la documentazione che sarebbe stata pre-

sentata dagli amministratori delle società quotate in borsa alle assemblee degli azionisti chiamati a deliberare l'approvazione del bilancio di esercizio, ha riscontrato alcune carenze di tipo informativo e pertanto è intervenuta, ai sensi dell'art. 1/3, lett. b) della legge 7 giugno 1974, n. 216, richiedendo l'integrazione di tale documentazione.

Nell'ambito di tali richieste, si ritiene di segnalare quelle attinenti alle carenze di informativa che si sono riscontrate maggiormente ricorrenti, nonché quelle che investendo aspetti di particolare delicatezza per la chiarezza e precisione del bilancio meritano una specifica evidenziazione.

Per ciò che concerne il primo profilo, si rappresenta che ancora nell'anno 1990, come nel precedente, permane la tendenza di talune società a predisporre i fascicoli dei progetti di bilancio da presentare in assemblea non completi di tutta la documentazione prescritta dalla legge.

Le più frequenti carenze riscontrate si riferiscono agli allegati richiesti dall'art. 2424 c.c., ma sono anche da segnalare, in riferimento alle società finanziarie con azioni quotate in borsa, i numerosi casi di incompletezza dell'informativa contenuta nella relazione del consiglio di amministrazione rispetto alle prescrizioni dell'art. 2 del d.P.R. 31 marzo 1975, n. 137.

Al riguardo, si osserva che l'inottemperanza alle disposizioni del citato art. 2 d.P.R. n. 137/1975 riduce notevolmente la portata informativa del conto economico redatto ai sensi dell'art. 1 del medesimo d.P.R., specificatamente quando l'inosservanza si riferisce ai dati di cui alle lettere a) e b) dell'art. 2 in questione. Inoltre tale inadempimento svuota sostanzialmente di contenuto la relazione degli amministratori delle società finanziarie che svolgono attività di assunzione e gestione di partecipazioni, quando vengono a mancare le informazioni richieste dalla norma sull'andamento di tali partecipazioni e soprattutto qualora queste ultime svolgano anch'esse attività finanziaria.

Sempre in relazione ad interventi volti ad eliminare sotto il profilo dell'informazione gli effetti di inosservanze di specifiche disposizioni di legge concernenti il bilancio di esercizio, si mettono in evidenza i casi in cui le relazioni degli amministratori e dei sindaci non provvedono ad indicare ed a giustificare le deroghe ai criteri legali di valutazione, come prescritto dal comma 3 dell'art. 2425 c.c..

La fattispecie più ricorrente è quella in cui, in presenza di una valutazione delle partecipazioni detenute in società a responsabilità limitata ad un valore superiore alla quota di pertinenza del patrimonio netto contabile della partecipata risultante dall'ultimo bilancio, in deroga all'art. 2425, n. 5, c.c., nelle relazioni al bilancio non viene fatta menzione di detta deroga nonché delle speciali ragioni ad essa sottostanti.

Tra gli interventi della Commissione, che sotto il profilo della chiarezza e precisione rivestono particolare delicatezza, assumono rilevanza quelli concernenti i rapporti di natura economico-finanziaria intercorrenti tra la società quotata e le società ad essa facenti capo,

ovvero appartenenti al gruppo di controllo della medesima società quotata. In questo ambito sono da collocare le richieste di integrazione di informativa avanzate per rendere trasparenti le condizioni ed i prezzi praticati in occasione di cessioni infragruppo a titolo oneroso di cespiti, con particolare riferimento all'ipotesi in cui le operazioni poste in essere comportino il conseguimento da parte della società quotata cedente di plusvalenze significative.

Inoltre, per quanto attiene alla valutazione delle partecipazioni, sono stati effettuati interventi per ottenere chiarimenti sui criteri adottati ed in particolari circostanze si è ritenuto necessario far rendere pubbliche situazioni economico-patrimoniali aggiornate relative a determinate società controllate, in presenza di significativi mutamenti intervenuti successivamente alla data di chiusura dell'ultimo bilancio allegato ed influenti sulle considerazioni critiche svolte dagli amministratori per la determinazione del valore da attribuire alle partecipazioni.

Si è altresì riscontrata in alcuni casi l'esigenza di migliorare la qualità dell'informazione fornita a supporto dei criteri adottati per la valutazione delle partecipazioni, mediante la predisposizione di un prospetto riepilogativo contenente il raffronto tra il valore di carico attribuito a ciascuna partecipazione ed il relativo patrimonio netto contabile risultante dall'ultimo bilancio e corrispondente alla quota di partecipazione posseduta.

Inoltre la Commissione, laddove ha riscontrato, da un lato, che le partecipazioni erano state valutate mediante il metodo del costo, e, dall'altro, che la società avrebbe predisposto e presentato il bilancio consolidato solo in un momento successivo rispetto alla data dell'assemblea di approvazione del bilancio di esercizio, è intervenuta richiedendo l'evidenziazione nel progetto di bilancio degli effetti, qualora rilevanti, sul patrimonio netto e sul risultato di esercizio che si sarebbero prodotti in presenza di una valutazione delle partecipazioni attraverso il metodo del patrimonio netto.

Al riguardo si rileva tuttavia che attualmente il 90% circa delle società alle quali la Consob ha prescritto la redazione del bilancio consolidato (190 società quotate redigono il bilancio consolidato su un totale di 245) presenta tali bilanci all'assemblea degli azionisti chiamati ad approvare il bilancio d'esercizio, uniformandosi alla prassi da tempo vigente sulle principali piazze internazionali. Pertanto, si può affermare che gli amministratori delle società con azioni quotate in borsa hanno adeguato nel tempo le proprie strutture amministrativo-contabili al fine di soddisfare tale importante esigenza informativa; tale comportamento degli amministratori, oltre a tradursi in un indubbio vantaggio per gli azionisti, permette inoltre alla comunità degli analisti finanziari di effettuare stime e proiezioni tempestive.

Quanto sopra espresso rappresenta un elemento certamente positivo in termini di qualità e completezza dell'informazione fornita in sede assembleare; tuttavia, permangono problemi informativi nei casi in cui il prospetto di raccordo tra il bilancio di esercizio e quello consolidato evidenzia un risultato ed un patrimonio netto di gruppo inferiori ai corrispondenti valori

della capogruppo e gli amministratori non forniscano adeguati commenti delle differenze che ne derivano.

È pertanto auspicabile che le società inseriscano tale informazione a corredo dei criteri di valutazione delle partecipazioni, la cui carenza non permette di valutare compiutamente le considerazioni svolte nella valutazione di significative poste di bilancio.

Per quanto riguarda gli interventi effettuati dalla Commissione sui bilanci consolidati, appare opportuno segnalare, per la sua ricorrenza, la richiesta di pubblicità dei conti d'ordine di gruppo, al fine di permettere la conoscenza dei rischi e degli impegni nei confronti dei terzi.

Per completare il quadro delle più rilevanti richieste di pubblicazione in sede assembleare di informazioni integrative, si segnalano gli interventi operati per ottenere dettagli su alcune voci di conto economico ed in particolare sui proventi ed oneri straordinari quando, tenuto conto dell'apprezzabile ammontare delle poste, si è ritenuto significativo conoscerne la composizione.

Inoltre, come peraltro già rilevato nell'ultimo biennio, si è ancora dovuta richiedere la predisposizione di prospetti contabili di riclassificazione del conto economico redatti in linea con quelli adottati in occasione della relazione semestrale, nell'ottica di ottenere una presentazione uniforme nel tempo dei criteri di esposizione dei conti.

Aspetti problematici di rilievo sono stati inoltre riscontrati relativamente alle politiche contabili applicate da alcune società quotate per neutralizzare gli effetti negativi sui conti dell'esercizio derivanti dall'andamento sfavorevole dell'attività esercitata ovvero da fattori esogeni alla gestione dell'impresa.

Le politiche in discorso hanno interessato essenzialmente le appostazioni concernenti le riserve ed i fondi del passivo. Al riguardo la Commissione è intervenuta, esercitando i poteri di cui all'art. 1/3, lett. b) della legge 7 giugno 1974, n. 216, chiedendo la comunicazione in assemblea di notizie integrative in ordine alle motivazioni di determinate appostazioni contabili relative ad utilizzi di riserve ed accantonamenti a fondi del passivo, nonché in ordine all'esatta natura di tali fondi e riserve indipendentemente dalle modalità di classificazione seguite nella predisposizione del bilancio.

La Commissione ha inoltre provveduto ad attuare gli interventi tesi ad evitare e prevenire per il futuro i suindicati comportamenti contabili nonché a richiamare l'attenzione delle società di revisione su tali particolari politiche di bilancio.

In generale, si sottolinea come la Commissione auspichi che le integrazioni al progetto di bilancio richieste ai sensi dell'art. 1/3, lett. b) della legge n. 216/1974, trovino riscontro nei fascicoli a stampa divulgati dalle società quotate in borsa, eventualmente anche attraverso la predisposizione di appositi fogli aggiuntivi, vista l'importanza informativa che tale documento riveste e la risonanza che le informazioni in esso contenute hanno sul mercato.

Con riferimento invece all'attività svolta dalla Commissione sui bilanci approvati dall'assemblea degli azionisti, nel corso dell'anno 1990 la stessa ha provveduto ad impugnare la delibera dell'assemblea ordinaria della Scotti Finanziaria s.p.a., tenutasi in data 28 febbraio 1990, di approvazione del bilancio al 31 ottobre 1989 della società, ai sensi dell'art. 6 del d.P.R. n. 136 del 31 marzo 1975.

L'azione ha trovato fondamento nella violazione dell'art. 2423 c.c., in quanto, a parere della Commissione, dal citato bilancio della Scotti Finanziaria s.p.a. non risultano con chiarezza e precisione la situazione patrimoniale e gli utili conseguiti dalla società.

Per quanto concerne il principio della precisione, la Commissione ha dovuto svolgere un esame critico dei parametri usati dagli amministratori nella valutazione di alcune poste di bilancio ed è quindi dovuta entrare nel merito della prudenza e della discrezionalità di tali valutazioni.

Per ciò che concerne invece il principio della chiarezza, la Commissione ritiene che gli azionisti convocati nell'assemblea in discorso non abbiano avuto a disposizione adeguata documentazione, alla luce dei commenti forniti sia dalla società di revisione che ha certificato il bilancio sia dagli amministratori, che nella loro relazione non hanno illustrato, come sarebbe stato necessario, le motivazioni in merito all'adozione dei criteri di valutazione seguiti nella determinazione di alcune poste.

Infine, si segnala che con riferimento alla proposizione da parte della Commissione dell'azione di impugnativa della delibera di approvazione del bilancio al 31 dicembre 1987 della società Firs Italiana di Assicurazioni s.p.a., in data 12 giugno 1990 la Commissione ha deliberato di rinunciare alla prosecuzione di tale giudizio in quanto il 18 gennaio 1990 l'assemblea ordinaria della Firs s.p.a. ha provveduto nuovamente ad approvare il bilancio relativo all'esercizio 1987 e, riformulando tale bilancio, ha rimosso le irregolarità contestate oggetto del provvedimento di impugnativa.

### 3. Le relazioni semestrali

L'anno 1990 ha rappresentato il quarto anno di vigenza delle disposizioni con le quali la Commissione ha provveduto a disciplinare con un Regolamento ed una Raccomandazione l'obbligo delle società con azioni quotate in borsa di redigere una relazione sull'andamento della gestione.

Il Regolamento contiene i criteri per la redazione della relazione semestrale mentre la Raccomandazione riguarda gli schemi della situazione patrimoniale e del conto economico differenziati per ciascun settore di attività, nonché una apposita disciplina per il commento.

Ne consegue che i prospetti contabili ed il commento devono assicurare la massima significatività sull'evoluzione della dinamica patrimoniale e reddituale dell'esercizio in corso.

Come più volte è stato scritto nelle precedenti Relazioni annuali l'obiettivo principale del-

la relazione semestrale è quello di fornire una informazione supplementare rispetto al bilancio d'esercizio onde consentire agli investitori di effettuare un'analisi della situazione aziendale e di esprimere un consapevole giudizio sulla sua evoluzione.

In tale ottica occorre sottolineare ancora una volta che tale obiettivo si può realizzare solo attraverso una uniforme applicazione nel tempo dei principi contabili, dei criteri di valutazione e dei metodi di esposizione dei conti al fine di pervenire ad una lettura omogenea delle informazioni.

L'analisi delle relazioni semestrali ha portato ad evidenziare che circa il 74% contiene gli schemi contabili raccomandati dalla Commissione.

A tale riguardo occorre osservare che la Raccomandazione consente margini di flessibilità nell'adozione degli schemi contabili in modo che le società possono adattarli alle particolarità aziendali ovvero a diverse forme di analisi.

Per quanto riguarda il risultato del periodo il 45% delle relazioni evidenzia un risultato prima delle imposte mentre il 43% presenta un risultato netto direttamente confrontabile con il risultato dell'esercizio precedente e pertanto solo il 12% delle società, in prevalenza bancarie ed assicurative, si è avvalso della possibilità, ad esse concessa, di fornire informazioni in misura più limitata rispetto a quanto previsto nei prospetti contabili.

Rispetto alla facoltà, infine, di presentare la relazione semestrale in forma consolidata e non consolidata il 69% delle società alle quali la Consob ha prescritto la redazione di bilanci consolidati ha predisposto l'informativa semestrale in forma consolidata.

#### **4. L'assemblea straordinaria**

Le riunioni dell'assemblea straordinaria, oltre che per assumere delibere concernenti operazioni sul capitale (tav. A.36), emissioni obbligazionarie (tav. A.44) e fusioni (tav. A.45), sono state indette per adottare delibere in merito alla modifica della denominazione sociale (tav. A.46), dell'oggetto sociale (tav. A.47), della durata della società nonché per attribuire agli amministratori la facoltà di emettere obbligazioni e/o di aumentare il capitale sociale ai sensi degli artt. 2420 *ter* e 2443 c.c..

\* \* \*

Per quanto attiene alle delibere concernenti le operazioni sul capitale, nel corso del 1990 la Commissione è intervenuta a seguito dell'esame della documentazione predisposta dai consigli di amministrazione in vista delle assemblee convocate in sede straordinaria. Gli interventi sono stati mirati a far integrare l'informativa predisposta per gli azionisti invitando le società interessate a fornire elementi aggiuntivi in ordine alle motivazioni ed alla destinazione dei mez-



zi raccolti, ai criteri di determinazione del sovrapprezzo, alla disponibilità dell'azionista di maggioranza a sottoscrivere l'aumento di capitale, ai consorzi costituiti per il collocamento e/o garanzia. In particolare, la Commissione ha chiesto di rendere noti gli elementi informativi riguardanti i programmi di produzione e di investimento, con l'indicazione circa l'esistenza di perizie.

Passando a commentare le sopra riferite tavole si rileva che gli aumenti di capitale deliberati (tavv. A.37 e A.38) nel 1990 hanno subito rispetto al 1989 significative variazioni. Infatti l'importo complessivo è stato di L. 4.300 Mld., ed ha comportato un decremento rispetto al 1989 del 26%.

Il totale degli aumenti a pagamento è stato L. 2.849 Mld., e il totale di quelli in forma gratuita L. 1.451 Mld..

Tali dati permettono di rilevare che le operazioni sul capitale a pagamento hanno subito rispetto all'anno precedente un decremento di L. 2.036 Mld. (41%), mentre le operazioni sul capitale in forma gratuita registrano un aumento di L. 481 Mld. (49%).

Occorre osservare, altresì, che al dato riguardante gli aumenti di capitale a pagamento vanno sommati i sovrapprezzi richiesti per un totale di L. 4.743 Mld.. Pertanto la domanda complessiva di mezzi liquidi è stata di L. 7.592 Mld., con una variazione in diminuzione, rispetto al 1989, del 33%.

Passando poi all'analisi dei due settori privato e pubblico si rileva che l'importo relativo alle operazioni a pagamento deliberate nel 1990 dalle imprese del settore privato è stato pari a L. 2.647 Mld., con un incremento rispetto al 1989 del 17,5%, mentre per il settore pubblico è stato di L. 202 Mld., con un decremento rispetto all'anno precedente del 92%.

La richiesta complessiva di mezzi liquidi per il settore privato è stata di L. 7.195 Mld. (+2% rispetto al 1989), mentre per il settore pubblico è stata L. 397 Mld. (-90% rispetto al 1989).

Gli aumenti di capitale deliberati in forma gratuita sono stati per il settore privato di L. 462 Mld. e per il settore pubblico di L. 508 Mld..

I dati di cui sopra confermano anche per il 1990 il maggior peso assunto dalle imprese private, per quanto concerne sia l'entità degli aumenti di capitale a pagamento, sia i mezzi liquidi complessivamente richiesti.

Per quel che concerne la tipologia dei titoli si evidenzia che nel corso dell'anno le società hanno deliberato di emettere azioni di risparmio (tavv. A.39 e A.40) per un valore nominale complessivo di L. 1.974 Mld., con un incremento del 46% rispetto al 1989. Gli importi deliberati comprensivi del sovrapprezzo ammontano a L. 5.664 Mld..

L'incidenza degli aumenti di capitale con azioni di risparmio (comprensivi del sovrapprezzo) rispetto al totale delle operazioni sul capitale è stata del 63%.

Le operazioni sul capitale eseguite (tavv. A.41, A.42 e A.43) nel corso dell'anno, hanno

permesso alle società di raccogliere sul mercato L. 9.035 Mld. (7.575 Mld. nel 1989), di cui L. 2.153 Mld. riguardano il settore pubblico e L. 6.882 Mld. il settore privato.

Rispetto al 1989 le operazioni eseguite hanno registrato un incremento del 19%.

Appare da ultimo opportuno evidenziare che l'operazione di aumento a pagamento del capitale sociale eseguita dalla società GAIC s.p.a. ha costituito, per la rilevanza dei mezzi finanziari raccolti, l'operazione di maggior rilievo del 1990 (tav. A.36). Infatti il ricavato lordo dell'aumento di capitale è stato di circa L. 3.233,2 Mld.; l'ammontare netto, dedotta la commissione corrisposta al consorzio di garanzia, è stato di L. 3.222,8 Mld.. Tale operazione ha consentito alla società di reperire parte dei mezzi finanziari necessari per l'acquisto di una partecipazione di controllo nella società La Fondiaria s.p.a. (già la Fondiaria Assicurazioni s.p.a.).

\* \* \*

Le società hanno deliberato l'emissione di obbligazioni convertibili per un ammontare di L. 217 Mld.; le emissioni di obbligazioni ordinarie hanno invece registrato un importo di L. 500 Mld. (tav. A.44).

\* \* \*

Sulle delibere assunte dalle assemblee straordinarie concernenti l'oggetto sociale, la Commissione è intervenuta richiedendo alle società di esprimersi circa la applicabilità del diritto di recesso, e ciò al fine di rendere esplicito l'orientamento delle stesse sulla natura del diritto di cui all'art. 2437 c.c..

\* \* \*

Nel rimandare per una disamina delle società che hanno assunto delibere di fusione alla tavola relativa (tav. A.45), si rappresenta che gli interventi più frequenti della Commissione sulle operazioni in parola si riferiscono a richieste di informazioni riguardanti la valutazione delle imprese.

In tal senso le richieste hanno riguardato la presentazione in assemblea, oltre che di aggiornate situazioni patrimoniali, anche di relazioni peritali volte a stimare il rapporto di cambio.

Ulteriori interventi sono stati motivati dall'esigenza di far conoscere alle parti interessate le motivazioni relative alla fusione, nonché i tempi dell'operazione.

Le fusioni deliberate nell'anno sono riconducibili all'esigenza, avvertita dalle società controllanti, di realizzare assetti organizzativi più razionali, ovvero eliminare società controllate

le cui funzioni risultavano esaurite o le cui attività industriali erano state in parte scorporate.

Infine, si evidenzia che con il decreto legislativo n. 22 del 16 gennaio 1991 sono state recepite dal nostro ordinamento la III e la VI direttiva CEE in materia di fusioni e di scissioni. Tale recepimento ha comportato l'introduzione di nuovi articoli nel codice civile che, da un lato, danno maggior corpo alle disposizioni sulle fusioni, con l'introduzione tra l'altro dell'obbligo di nuovi adempimenti informativi per le società che partecipano a questo tipo di operazioni e, dall'altro, disciplinano per la prima volta le scissioni, novità assoluta per il nostro ordinamento.

Pertanto, a partire dall'anno 1991, verranno sottoposti all'attenzione della Commissione documenti informativi redatti ai sensi di precise disposizioni di legge e non esclusivamente in base ad una prassi societaria consolidata ma che trova applicazione soltanto in presenza di operazioni particolarmente rilevanti effettuate da parte di società quotate in borsa.

Al riguardo, il testo del citato decreto legislativo non ha previsto una specifica integrazione dell'art. 1/4, n. 2) della legge 7 giugno 1974, n. 216 che estendesse anche alle operazioni di scissione quanto disposto per le operazioni di fusione.

Pertanto si ravvisa la necessità che tale lacuna venga colmata con una successiva disposizione di legge.

Le operazioni di fusione più rilevanti avvenute nel 1990 sono state le fusioni per incorporazione della SAES s.p.a. nella FIAT s.p.a. e della Montedison s.p.a. nella Ferruzzi Agricola Finanziaria s.p.a..

I consigli di amministrazione della FIAT s.p.a. e della SAES s.p.a. hanno deliberato di proporre alle assemblee, convocate rispettivamente per il giorno 29 giugno e 24 luglio 1990, la fusione per incorporazione della SAES s.p.a. nella FIAT s.p.a..

Sono state assegnate agli azionisti SAES in concambio delle proprie azioni n. 2 azioni FIAT ordinarie e/o di risparmio ogni 5 azioni SAES della medesima categoria possedute ed annullate.

Le motivazioni dell'operazione, secondo quanto dichiarato dalle società, sono di carattere prevalentemente organizzativo in quanto la principale fonte reddituale della SAES era la Rinascente s.p.a., società anch'essa con titoli quotati, e la circostanza non giustificava il mantenimento di tale struttura sotto il profilo della duplicazione di funzioni ed il conseguente aggravio di costi.

Agli azionisti della SAES s.p.a. è stato concesso il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437 c.c. a seguito del mutamento dell'attività.

Le società partecipanti alla fusione hanno messo a disposizione degli azionisti un documento informativo contenente i termini e le modalità dell'operazione di fusione; si sono inoltre impegnate a trasmettere lo stesso documento a chiunque ne facesse richiesta.

I consigli di amministrazione della Montedison e della Ferruzzi Agricola Finanziaria hanno

deliberato di proporre alle assemblee, convocate rispettivamente per il 7 e 6 novembre 1990, la fusione per incorporazione della Montedison nella Ferruzzi Agricola Finanziaria, la quale ha assunto la denominazione e l'oggetto di Montedison s.p.a..

Il consiglio di amministrazione della incorporante Ferruzzi Agricola Finanziaria ha inoltre deliberato di proporre la variazione della propria denominazione sociale in Montedison s.p.a. e l'aumento di capitale gratuito nella misura di circa 546 miliardi.

La fusione è avvenuta sulla base delle situazioni patrimoniali delle società al 31 marzo 1990 con annullamento delle azioni Montedison possedute da Ferruzzi Agricola Finanziaria e attribuzione agli azionisti terzi — tenuto conto dell'aumento gratuito del capitale della incorporante — di una azione ordinaria o di risparmio non convertibile dell'incorporante stessa da nominali Lire 1.000 ogni vecchia azione Montedison della medesima categoria, sempre da nominali Lire 1.000.

Le motivazioni dell'operazione, per quanto dichiarato dalle due società, sono di natura prevalentemente strategica ed in particolare legate all'opportunità di concentrare direttamente nel portafoglio di una sola *holding* le attività del gruppo nei settori dell'agro-industria e della chimica.

Le società Montedison e Ferruzzi Agricola Finanziaria, in data 24 ottobre 1990, hanno messo a disposizione degli azionisti e di ogni altro interessato un documento informativo sui termini e sulle modalità dell'operazione di fusione.

#### **5. Le operazioni finalizzate all'ammissione a quotazione in borsa ed alla negoziazione al mercato ristretto**

Nel corso dell'anno in questione, l'espletamento da parte della Commissione dell'attività istruttoria relativa all'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale nelle borse valori ha evidenziato in concreto talune esigenze di natura operativa che hanno indotto ad apportare alcune modifiche ai corrispondenti schemi di prospetto informativo.

Innanzitutto, riveste notevole importanza segnalare che queste ultime sono state finalizzate soprattutto alla semplificazione degli schemi di prospetto informativo, realizzata anche avvalendosi di una facoltà, desumibile dall'interpretazione del combinato disposto di una serie di norme della direttiva comunitaria 80/390/CEE in materia di redazione dei prospetti informativi: in base a tale facoltà si è proceduto ad attribuire all'emittente che abbia azioni o quote rappresentative del capitale già quotati presso una o più borse valori la possibilità di utilizzare schemi semplificati.

Risulta opportuno sottolineare, altresì, un'ulteriore circostanza: nella quasi totalità dei casi di domanda di ammissione alla quotazione ufficiale, le società richiedenti effettuano operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio finalizzate a soddisfare il requisito della suf-

ficiente diffusione dei propri titoli fra il pubblico.

In considerazione di ciò ed allo scopo di semplificare e rendere più spedite le procedure istruttorie, si è provveduto ad una parallela revisione degli schemi di prospetto relativi all'offerta pubblica di sottoscrizione o vendita di titoli.

Tale revisione troverà la propria naturale conseguenza nella redazione di schemi di prospetti informativi pressoché identici sia per i casi di ammissione alla quotazione ufficiale sia per quelli di sollecitazione del pubblico risparmio.

Per quanto attiene alla normativa in materia di ammissione alle negoziazioni nel mercato ristretto, con Delibera n. 4808 del 24 luglio 1990 sono state apportate modificazioni al Regolamento approvato con Delibera n. 2725 del 19 febbraio 1987.

Inoltre, con ulteriori provvedimenti, è stata disciplinata la trasmissione periodica alla Commissione di atti e documenti e di dati e notizie da parte degli emittenti titoli ammessi alle negoziazioni (\*) e sono state, altresì, modificate le modalità di presentazione delle domande di ammissione (\*\*) e le competenze istruttorie delegate nella materia ai Comitati del mercato ristretto (\*\*\*).

Tra le variazioni apportate alla vigente disciplina, assumono particolare rilievo quelle relative all'informativa societaria: più specificamente, si deve segnalare l'imposizione dell'obbligo di conferire l'incarico di revisione e certificazione del bilancio, ai sensi dell'art. 8 del d.P.R. 31 marzo 1975, n. 136, il cui adempimento costituisce requisito non solo per acquistare lo status di società i cui titoli sono ammessi alle negoziazioni, ma anche per conservare tale status (\*\*\*\*).

Peraltro, nei confronti delle società che si trovino nella condizione appena esposta è applicabile esclusivamente il citato art. 8 del d.P.R. n. 136/1975, restando escluse le altre disposizioni della disciplina in parola.

La novità normativa sopra descritta, finalizzata a garantire l'espletamento delle funzioni di controllo sulla regolare tenuta della contabilità e sulla corrispondenza del bilancio alle risultanze contabili ed alle norme di legge, risulta, altresì, in linea con l'evoluzione normativa attuale, che tende sempre più di frequente a sottoporre i soggetti che effettuano operazioni di intermediazione sul mercato mobiliare alla revisione e certificazione dei propri bilanci.

Fra le modificazioni concernenti l'informativa societaria, va segnalata quella che prevede che la redazione del prospetto informativo per l'ammissione alle negoziazioni debba avvenire secondo gli schemi dell'allegato D del Regolamento per l'ammissione di titoli alla quotazione

(\*) Delibera n. 4810 del 24.7.1990.

(\*\*) Delibera n. 4811 del 24.7.1990.

(\*\*\*) Delibera n. 4812 del 24.7.1990.

(\*\*\*\*) Delibera n. 4955 del 24.10.1990.

ufficiale nelle borse valori: l'applicabilità dei suddetti schemi sarà condizionata da un lato dalla adeguatezza delle varie parti dello stesso allegato D alla fattispecie in discorso, dall'altro dalle peculiari caratteristiche delle società considerate.

Tale previsione trova fondamento nell'esigenza di garantire un'esaustiva informazione al mercato, mediante la diffusione di prospetti informativi che, sia nei casi di ammissione alla quotazione ufficiale, sia nei casi di ammissione alle negoziazioni nel mercato ristretto, contengano dati e notizie quanto più completi e rilevanti.

La suddetta previsione tiene altresì conto della circostanza, peraltro già evidenziata nella Relazione sull'attività svolta per l'anno 1989, che frequentemente la richiesta di ammissione alle negoziazioni viene preceduta da una sollecitazione del pubblico risparmio finalizzata al già ricordato requisito del flottante: pertanto, il prospetto informativo redatto al momento della menzionata sollecitazione, ai sensi dell'art. 1/18 della legge n. 216 del 7 giugno 1974, risulta pressoché conforme a quello necessario per l'inizio delle negoziazioni.

È opportuno, infine, evidenziare che gli obblighi informativi nei confronti della Consob, al cui adempimento le società con titoli negoziati al mercato ristretto sono tenute, risultano essere stati notevolmente limitati rispetto a quelli imposti alle società con titoli quotati presso le borse valori: in particolare, le prime sono tenute a comunicare alla Consob con la massima sollecitudine esclusivamente il contenuto di ogni deliberazione che possa influenzare la formazione dei prezzi nonché pregiudicare i diritti degli azionisti (operazioni sul capitale, fusioni, ecc.).

Questa previsione trova fondamento nell'esigenza di consentire all'Organo di controllo l'effettuazione di ogni opportuno intervento sul mercato dei valori mobiliari, volto a garantire un corretto svolgimento delle contrattazioni nonché l'andamento del corso dei titoli.

## **6. I comunicati stampa**

Lo svolgimento di compiti istituzionali volti a garantire la trasparenza, la completezza e la tempestività delle informazioni fornite al mercato dalle società con azioni quotate in borsa, ha portato a constatare che le società quotate hanno nel complesso acquisito sensibilità in merito alla necessità di informare il mercato in presenza di particolari eventi (acquisto o vendita di rilevanti pacchetti azionari, richiesta di mezzi finanziari al mercato, realizzazione di operazioni di fusione, ecc.) e che nella sostanza il livello raggiunto dall'informazione può essere ritenuto soddisfacente.

Nonostante ciò, anche nel corso del 1990 la Commissione è dovuta intervenire, quale garante dell'informativa del mercato, soprattutto in presenza di passaggi di rilevanti pacchetti azionari, con la richiesta di pubblicazione delle modalità e dei relativi prezzi di trasferimento.

Inoltre, in due casi, la Commissione, al fine di garantire che il mercato venisse informato attraverso la diffusione di informazioni aventi determinati connotati qualitativi e quantitativi, ha invece deciso di richiedere la pubblicazione di comunicati stampa a pagamento, e ciò è

avvenuto in presenza di particolari ed importanti operazioni realizzate dalla Raggio di Sole Finanziaria s.p.a. e dalla Bastogi s.p.a..

Per quanto concerne la Raggio di Sole Finanziaria s.p.a., l'intervento è stato effettuato in occasione dell'assegnazione ai propri azionisti di azioni della controllata Raggio di Sole Mangimi s.p.a., nella quale era stata fatta confluire precedentemente l'attività industriale del gruppo, attraverso la distribuzione di parte della riserva sovrapprezzo azioni.

In tale circostanza la Commissione, vista la particolarità dell'operazione e l'influenza che l'uscita di parte del patrimonio della società, con contestuale assegnazione agli azionisti della società quotata in borsa di azioni di una società non quotata, avrebbe potuto avere sull'andamento del titolo della Raggio di Sole Finanziaria s.p.a., ha provveduto a richiedere, ad integrazione di un precedente comunicato stampa pubblicato spontaneamente dalla società, che la stessa provvedesse a pubblicarne uno a pagamento che fornisse tutti gli elementi utili per un'analitica ricostruzione dell'operazione.

Con riferimento invece alla Bastogi s.p.a., la Commissione è intervenuta in occasione della cessione da parte della Società dell'Acqua Pia Antica Marcia s.p.a. della partecipazione di controllo detenuta nella Bastogi s.p.a. alla Sintesi s.p.a. ed alla Finvar s.p.a. del gruppo Cabassi e della cessione alla stessa Bastogi della maggioranza delle quote detenute nella Immobiliare Colonna s.r.l., richiedendo alle riferite società la pubblicazione di un apposito comunicato stampa congiunto a pagamento, concernente i termini e le modalità delle citate operazioni di cessione. Inoltre, all'inizio del corrente anno, la Commissione, avendo avuto conoscenza tramite notizie di stampa di altri elementi relativi alla medesima operazione, ha provveduto a richiedere la pubblicazione di un ulteriore comunicato stampa a pagamento che esplicitasse compiutamente i passaggi azionari tra le sopra citate società ed illustrasse i conseguenti riflessi patrimoniali sulle stesse.

Infine, si sottolinea come la legge n. 428, emanata in data 29 dicembre 1990, attribuisca delega al Governo per recepire, tra l'altro, quanto previsto dall'art. 17 della direttiva CEE n. 79/279 in tema di «pubblicazione delle informazioni da mettere a disposizione del pubblico»; infatti l'art. 19, punti b2) e b3), della citata legge n. 428, stabilisce, tra l'altro, che il decreto legislativo con il quale si darà attuazione a quanto non recepito con la legge n. 281 del 4 giugno 1985 dovrà attribuire alla Commissione il potere di regolamentare la tipologia di informazioni che dovranno essere fornite al pubblico da parte di società quotate in borsa, nonché i modi ed i tempi di divulgazione di tali informazioni.

Pertanto, con il recepimento della normativa comunitaria, la materia si gioverà di una disciplina più organica di quanto attualmente è possibile ricavare dalle Comunicazioni della Commissione n. 88/00997 del 13 gennaio 1988, n. 88/10374 e n. 88/10375 del 31 marzo 1988 (\*).

(\*) Cfr. Bollettini Consob di gennaio 1988 e marzo 1988.

### **7. L'informativa concernente le partecipazioni rilevanti**

L'art. 1/5 della legge 7 giugno 1974, n. 216, disciplina, come noto, gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti al capitale di società con azioni quotate in borsa o negoziate nel mercato ristretto, nonché delle partecipazioni di queste ultime al capitale di altre persone giuridiche.

Tali comunicazioni, ai sensi del terzo comma della norma considerata, devono essere inoltrate in conformità ad apposito modello approvato con deliberazione della Commissione. A tale proposito, con deliberazione del 19 settembre 1985, n. 1796, la Commissione aveva provveduto ad emanare il modello, con le relative istruzioni, in conformità al quale dovevano essere redatte le suddette comunicazioni.

Tale modello ha subito, nel corso del 1990, rilevanti modifiche motivate dalle considerazioni che seguono.

L'art. 9 della legge 4 giugno 1985, n. 281, prevedeva, nella sua originaria stesura, obblighi di comunicazione nei confronti della Banca d'Italia simili a quelli previsti dall'art. 1/5 nei confronti della Consob, limitandoli però alle sole società esercenti attività bancaria.

Anche per tale ipotesi la norma prevedeva la deliberazione da parte dell'Organo di vigilanza di un apposito modello su cui redarre le comunicazioni, obbligo cui l'Istituto aveva dato seguito. La legge 19 marzo 1990, n. 55, recante «Nuove disposizioni pr la prevenzione della delinquenza di tipo mafioso e di altre gravi forme di manifestazione di pericolosità sociale», ha disposto all'art. 31 la sostituzione del primo comma dell'art. 9, prevedendo che chiunque partecipi in una società esercente attività bancaria, o società con azioni quotate in borsa, o società per azioni esercenti il credito, nonché casse rurali e banche popolari ed ogni altro ente creditizio, in misura rilevante, debba darne comunicazione scritta alla società ed alla Banca d'Italia, ampliando quindi notevolmente il novero dei soggetti tenuti all'obbligo di comunicazione nei confronti della Banca d'Italia.

Tale estensione ha imposto alla Banca d'Italia la necessità di predisporre nuovi modelli per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti, di cui uno relativo alle partecipazioni in società con azioni quotate in borsa.

A tale proposito, e considerato che l'art. 1/5 della legge n. 216/1974 prevede nei confronti della Consob lo stesso obbligo di comunicazione, i due Istituti hanno ritenuto opportuno verificare la possibilità di addivenire alla predisposizione di un unico modello di comunicazione per le partecipazioni in società con azioni quotate in borsa allo scopo, da un lato, di evitare duplicazioni di compilazione che potessero comportare difficoltà a carico dei soggetti tenuti all'adempimento, e, dall'altro, di permettere ai due Istituti di disporre contestualmente delle medesime informazioni.

Sulla base dell'esperienza maturata nel corso degli ultimi anni, gli Uffici della Commissione avevano già avvertito l'esigenza di pervenire ad una modifica dei modelli vigenti (cfr. Rela-



zione annuale 1988, cap. IV, par. 7); il confronto con gli Uffici della Banca d'Italia ha posto in luce la sostanziale convergenza circa la posizione dei due Istituti in merito alla struttura dei nuovi modelli che, anche se emanati con distinte Delibere della Consob e della Banca d'Italia, sono identici nei contenuti.

Peraltro, occorre considerare che l'art. 1/5 prevede un secondo distinto obbligo di comunicazione, rivolto, come accennato in precedenza, alle società quotate in borsa per le partecipazioni da esse detenute nel capitale di società non quotate, per ottemperare al quale la Consob ha predisposto un distinto modello.

Con deliberazione del 27 giugno 1990 sono stati quindi approvati dalla Commissione i predetti modelli, l'uno, denominato 19/A, per le partecipazioni al capitale di società con azioni quotate in borsa o negoziate al mercato ristretto, l'altro, denominato 19/B, per le partecipazioni delle suddette società al capitale di società non quotate.

Le modifiche apportate hanno comportato, nel periodo immediatamente successivo alla loro pubblicazione, un notevole impegno da parte degli Uffici della Commissione, volto a chiarire per le vie brevi le modalità di compilazione.

In particolare, occorre segnalare l'abbandono del precedente criterio di divisione del modulo in tre parti con evidenza del dato relativo all'ultima comunicazione avvenuta, della variazione intervenuta e della situazione successiva alla variazione; la nuova esposizione rappresenta esclusivamente l'ultima posizione precisando il numero di azioni con diritto di voto e quelle per le quali il soggetto è privato dello stesso (ci si riferisce alle ipotesi di pegno, usufrutto, riporto).

Un'ulteriore innovazione è costituita dall'introduzione della specificazione relativa al possesso di azioni ordinarie e privilegiate (desumibili queste ultime per differenza dal totale delle azioni con diritto di voto); tale introduzione risponde all'esigenza di conoscere immediatamente le percentuali di voto di ciascun socio in assemblea ordinaria e in assemblea straordinaria, al fine di individuare correttamente le posizioni azionarie.

Per quanto attiene poi alle ipotesi in cui il soggetto dichiarante si sia, per una quota della partecipazione complessiva, privato del diritto di voto, e sia quindi tenuto a specificare il nominativo di colui che possiede tale diritto (se superiore alla soglia di rilevanza), il precedente modello prevedeva la compilazione di due distinti quadri (G e G1), il primo destinato alla Consob in cui doveva essere indicato oltre al titolo del possesso anche il nominativo del titolare del diritto, ed il secondo alla società partecipata in cui veniva indicato esclusivamente il titolo del possesso (pegno, usufrutto, riporto). Il nuovo modello ha innovato prevedendo un solo quadro (G) da inviare a tutti i destinatari (Consob e società partecipata), in cui deve essere indicato il nominativo dei soggetti titolari del diritto di voto.

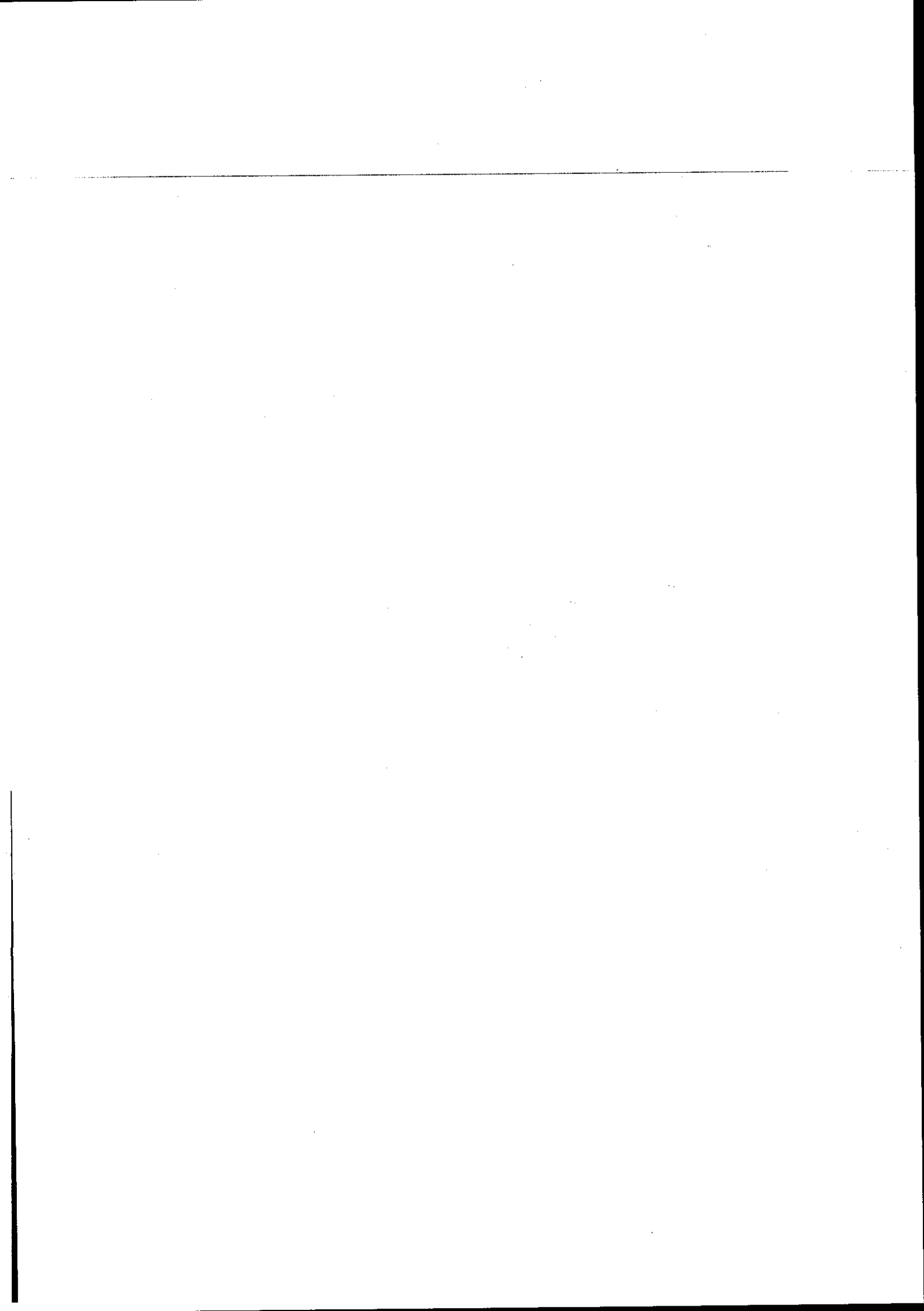
Tale innovazione è motivata dal fatto che il soggetto titolare del diritto di voto (da indicarsi, si ribadisce, esclusivamente se la quota su cui egli eserciti il diritto sia superiore alla

soglia rilevante) è tenuto, per obbligo proprio, a comunicare la sua posizione sia alla Consob che alla società partecipata. Sulla base di tale considerazione si è ritenuto non utile mantenere la predetta distinzione, basata su diritti di riservatezza che la stessa legge non consente.

Degna di rilievo è inoltre l'innovazione relativa agli obblighi concernenti la comunicazione di azioni possedute indirettamente. La precedente modulistica, infatti, prevedeva che il titolare sostanziale comunicasse la partecipazione indiretta solo nel caso in cui il soggetto interposto detenesse in proprietà le azioni; tuttavia, poiché la norma non sembra precludere la possibilità di considerare anche altre ipotesi di possesso mediato che comunque possano assumere rilevanza in ordine al potere di voto nell'assemblea della partecipata indiretta, si è ritenuto opportuno estendere l'obbligo di comunicazione relativo alla partecipazione indiretta prevedendo tutti i titoli di possesso considerati rilevanti dall'art. 1/5 (proprietà, pegno, usufrutto, riporto).

Infine, sempre per le ipotesi di partecipazione indiretta, è stato precisato nelle istruzioni che, se il controllo sulla società direttamente titolare della partecipazione rilevante sia assicurato tramite più catene partecipative, dovrà essere indicata solo la catena relativa alla società che possiede il maggior numero di azioni della società partecipante. Esemplicando, se A controlla direttamente B e C, e ciascuna di esse partecipa in D (la quale possiede la partecipazione rilevante nella società con azioni quotate) rispettivamente con il 15%, 20% e 25%, in maniera tale che A controlla D, andrà indicata esclusivamente la catena che passa per C.

Per quanto concerne gli aspetti interpretativi della norma, occorre ricordare la Comunicazione n. 90002772 del 10 maggio 1990 (in Bollettino Consob, n. 5, maggio 1990), con la quale si è chiarito che le società con azioni quotate in un mercato regolamentato sono tenute a comunicare anche le partecipazioni in società estere (non rilevando l'eventuale quotazione in un mercato estero della società partecipata), se la partecipazione sia superiore al dieci per cento del capitale di queste.



## Capitolo V

### LA SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO E LE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO E DI SCAMBIO

#### 1. Sollecitazione del pubblico risparmio: principali provvedimenti e linee direttive

Nel corso del 1990 è stato effettuato un intervento normativo ulteriore, rispetto a quelli del 1985 e del 1986, volto 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.

Tale intervento (\*) si è sostanziato in modifiche e integrazioni al Regolamento vigente, al fine di adeguarlo alle previsioni di cui alla legge 19 marzo 1990, n. 55, concernente le «Nuove disposizioni per la prevenzione della delinquenza di tipo mafioso», che ha modificato ed integrato le precedenti disposizioni in materia, e di dare risposta a talune rilevanti esigenze operative.

Si è provveduto inoltre ad inserire una norma transitoria nel Regolamento vigente che consente alle società autorizzate alla data di entrata in vigore delle modifiche da ultimo menzionate, avvenuta il 21 ottobre 1990, di continuare ad avvalersi, per un periodo di diciotto mesi decorrenti dalla medesima data, dei c.d. procacciatori di affari di cui si avvalevano al 21 ottobre 1990, ovvero dei soggetti che non sono iscritti agli Albi professionali previsti dal Regolamento vigente, purché in possesso dei requisiti per essere iscritti all'Albo degli agenti di commercio (\*\*).

Nel corso del 1990 è stato infine specificato, su richiesta dell'Associazione Bancaria Italiana, l'ambito di applicabilità della disciplina prevista dai commi secondo e seguenti dell'art. 1/18 *ter* legge 7 giugno 1974, n. 216, nel caso di collocamento dei valori mobiliari di cui all'art. 12, terzo comma, legge 23 marzo 1983, n. 77 (\*\*\*)).

---

(\*) Delibera n. 4912 del 25 settembre 1990 pubblicata nella G.U. della Repubblica — Serie Generale — n. 234 del 6.10.1990 e sul Bollettino Consob n. 9 del settembre 1990.

(\*\*) Delibera n. 5045 dell'11 dicembre 1990 pubblicata nella G.U. della Repubblica — Serie Generale — n. 302 del 29 dicembre 1990.

(\*\*\*) Comunicazioni Consob n. 90003971 del 5 luglio 1990 e n. 90004452 del 30 luglio 1990, pubblicate nel Bollettino Consob del mese di luglio 1990.

È stato precisato in tale occasione che il collocamento dei suddetti valori mobiliari, per i quali è prevista l'esenzione dalla comunicazione e dal deposito di un prospetto informativo, costituisce comunque fattispecie rilevante ai fini dell'applicabilità delle disposizioni contenute nel Regolamento vigente emanato ai sensi del citato art. 1/18 *ter* legge 7 giugno 1974, n. 216.

Da ultimo si è dato inizio ad un lavoro di revisione del Regolamento vigente finalizzato ad approntarne un nuovo testo che tenga conto delle previsioni contenute nella legge n. 1 del 2 gennaio 1991, concernente la «Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari».

\* \* \*

Nel 1990 sono state presentate 19 domande di autorizzazione ai sensi del Regolamento approvato con Delibera n. 1739 del 10 luglio 1985, modificato con successive Delibere n. 1830 del 12 novembre 1985 e n. 4912 del 25 settembre 1990, delle quali:

- 12 hanno avuto seguito con il rilascio dell'autorizzazione;
- 5 risultano ancora in istruttoria alla data del 31 dicembre 1990;
- 1 non ha avuto seguito per rinuncia della società richiedente;
- 1 è stata dichiarata irricevibile.

Complessivamente nell'anno in esame:

— sono state rilasciate 15 autorizzazioni (di cui 12 su domande presentate nel 1990 e 3 su domande presentate nel 1989);

— 18 autorizzazioni sono state revocate (di cui 10 rilasciate nel 1986, 2 nel 1987, 5 nel 1988 e una nel 1989). Di queste:

— 3 sono state revocate a titolo sanzionatorio per gravi violazioni della normativa regolamentare (\*);

— 14 sono state revocate per rinuncia delle società interessate (\*); di queste 2 sono state revocate a seguito di contestazioni finalizzate alla revoca dell'autorizzazione (\*\*);

— 1 provvedimento di autorizzazione è stato ritirato mediante revoca a seguito di un'operazione di fusione che ha comportato l'incorporazione della società autorizzata (\*\*\*).

Si evidenzia che la grave violazione della normativa regolamentare, presupposto dell'ado-

(\*) V. Bollettino Consob n. 5 di maggio 1990, n. 10 di ottobre 1990 e n. 12 di dicembre 1990.

(\*\*) V. Bollettini Consob nn. 1, 5, 6, 8, 9, 10, 12 rispettivamente di gennaio, maggio, giugno, agosto, settembre, ottobre e dicembre 1990.

(\*\*\*) V. Bollettino Consob n. 12 di dicembre 1990.

zione dei sopra menzionati provvedimenti di revoca di tipo sanzionatorio, è consistita nell'ipotesi di abusiva sollecitazione del pubblico risparmio con conseguente violazione dell'art. 1/18 legge 7 giugno 1974, n. 216, riscontrata a seguito di indagine ispettiva svolta presso le sedi delle società revocate, cui hanno fatto seguito le contestazioni degli addebiti riscontrati e le conseguenti controdeduzioni delle società interessate, che non sono state ritenute sufficienti a confutare gli addebiti mossi.

Riepilogando, alla data di entrata in vigore del Regolamento in parola a tutto il 31 dicembre 1990 sono state presentate 147 domande, sulla base delle quali:

- 127 hanno avuto seguito con il rilascio dell'autorizzazione;
- 9 sono state dichiarate irricevibili;
- 3 sono state dichiarate improcedibili;
- 5 risultano, come detto, ancora in istruttoria alla data di riferimento;
- 2 non hanno avuto seguito per rinuncia delle società;
- 1 è stata autorizzata con Delibera in data 2 gennaio 1991, n. 5107 (\*).

Delle 127 autorizzazioni rilasciate:

- 88 sono tuttora in vigore;
- 37 sono state revocate;
- 2 sono state dichiarate decadute.

## **2. L'offerta al pubblico di quote di fondi comuni di investimento mobiliare**

In materia di fondi comuni di investimento mobiliare non si sono registrate novità di rilievo rispetto a quanto già segnalato con le precedenti Relazioni annuali.

Appare comunque utile sottolineare il consolidarsi di iniziative volte ad incentivare la sottoscrizione di quote, in relazione anche all'andamento non particolarmente brillante della raccolta negli ultimi anni.

Nel corso del 1990, infatti, le società di gestione hanno provveduto ad un'ulteriore diversificazione dei prodotti offerti, sia istituendo fondi comuni ad alto grado di specializzazione (con riguardo alle aree geografiche ovvero ai settori di appartenenza dei titoli oggetto di investimento), sia proponendo con maggiore frequenza fattispecie di abbinamento di quote con altri prodotti, finanziari o assicurativi.

Si sono via via sempre più attivate operazioni di natura promozionale finalizzate ad in-

---

(\*) V. Bollettino Consob n. 1 di gennaio 1991.

crementare il volume delle sottoscrizioni ovvero ad agevolare il passaggio da un fondo ad altri gestiti della medesima società, attraverso la previsione di agevolazioni finanziarie consistenti nella parziale o totale esenzione dal pagamento delle commissioni altrimenti dovute.

Si segnala, infine, il numero sempre crescente di iniziative volte a realizzare il collegamento fra un conto corrente bancario e la partecipazione a fondi comuni, per lo più a vocazione monetaria, attraverso il quale si determina, automaticamente, la sottoscrizione o il disinvestimento di quote a seconda che la disponibilità liquida sul conto corrente superi ovvero scenda al di sotto di livelli prefissati di giacenza.

\* \* \*

Nella Relazione per il 1986 sono stati illustrati gli indirizzi seguiti dalla Consob relativamente ai fondi comuni di investimento mobiliare di diritto estero, sostanziatisi nella estensione alle operazioni afferenti i 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 corso del successivo quadriennio.

Nella Relazione sul 1988 (\*) è stato fatto riferimento alla normativa valutaria introdotta con d.P.R. 29 settembre 1987, n. 454 e col decreto 1° febbraio 1988, n. 21, le cui disposizioni sono state assorbite, rispettivamente, dal Testo Unico delle norme di legge in materia valutaria, approvato con d.P.R. 31 marzo 1988, n. 148 e dal decreto 10 marzo 1989, n. 105. Ed è stata nell'occasione illustrata la nuova disciplina in tema di autorizzazioni afferenti l'offerta al pubblico in Italia di prodotti o servizi da parte di non residenti.

Il fatto nuovo del 1990 si ricollega al decreto 7 aprile 1990 («Disposizioni in materia valutaria») che all'art. 5, secondo comma, lett. e), ha incluso nel novero dei prodotti che possono essere liberamente offerti al pubblico in Italia da parte di non residenti le quote di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari situati negli altri stati membri della Comunità economica europea autorizzati a svolgere la propria attività in tali stati sulla base di disposizioni conformi alla direttiva CEE n. 85/611 del 20 dicembre 1990.

L'offerta di quote dei sopra indicati organismi era invece assoggettata dal precedente decreto n. 105 del 1989 (art. 4, quarto comma) ad autorizzazione del Ministro del commercio con l'estero, di concerto con il Ministro del tesoro, da concedersi previa verifica della compatibilità, in tema di criteri operativi e di controllo, tra l'ordinamento italiano e l'ordinamento

(\*) Vedi Relazione sul 1988, cap. IV, pag. 111.

dell'emittente il prodotto estero. La succitata norma del decreto n. 105 prevedeva, inoltre, che si considerasse rilasciata l'autorizzazione per silenzio-assenso, una volta decorsi 30 giorni dalla notifica da parte dell'interessato del positivo espletamento degli adempimenti previsti dall'art. 11 della legge n. 77 del 1983 (comunicazione alla Banca d'Italia in ordine all'emissione) e dall'art. 1/18 della legge n. 216 del 1974 (comunicazione alla Consob e pubblicazione del prospetto), sempre che non fosse intervenuto un motivato divieto da parte del Ministro del commercio con l'estero di concerto con il Ministro del tesoro.

La procedura autorizzatoria appena richiamata risulta peraltro riprodotta nel nuovo decreto del 27 aprile 1990 (art. 5, quarto comma) ed è tuttora applicabile alle offerte al pubblico di quote di fondi comuni situati in stati extracomunitari ovvero di fondi comuni che, pur essendo situati in stati comunitari, non espletino la propria attività sulla base di disposizioni conformi alla normativa comunitaria di settore.

Si segnala, infine, che l'art. 22, lett. h), della recentissima legge comunitaria per il 1990 (legge 29 dicembre 1990, n. 428) fissa i criteri di delega al Governo per l'emanazione di norme relative alla procedura autorizzatoria ed al regime dei controlli relativi agli organismi da ultimo indicati.

\* \* \*

Nella Relazione sul 1988 (\*) 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 della 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, non ancora conclusi a fine 1990, sono al momento incentrati sulla formulazione di un testo normativo di recepimento, sulla base dei criteri di delega contenuti nell'art. 22 della legge comunitaria per il 1990.

\* \* \*

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 1990,

---

(\*) Vedi Relazione sul 1988, cap. IV, pag. 113.



la pubblicazione mediante deposito presso l'apposito Archivio Consob.

Relativamente ai fondi di investimento mobiliare di diritto italiano, si segnala che a fine 1990 il numero della società di gestione operanti risultava pari a 58 (56 a fine 1989) per un numero di fondi gestiti pari a 194 (158 a fine 1989).

Dei 36 nuovi fondi di investimento, 5 vanno riferiti alle 2 società di gestione divenute operative nel corso del 1990.

I rimanenti fondi segnano la misura della crescita delle iniziative delle società di gestione già operanti a fine 1989.

A fine 1990 la raccolta lorda ammontava a 15.129 miliardi di lire (9.945 a fine 1989) a fronte di riscatti per 14.280 miliardi di lire (16.601 a fine 1989). La raccolta netta risultava pertanto pari a 849 miliardi di lire (—6.656 a fine 1989).

A fine 1990 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.

### 3. L'offerta pubblica di servizi di amministrazione fiduciaria di patrimoni

Nel corso del 1990 anche per l'offerta pubblica di servizi di amministrazione fiduciaria hanno trovato applicazione 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» entrate in vigore l'11 gennaio 1990.

Pertanto il lavoro svolto dagli Uffici della Commissione ha riguardato, soprattutto per i primi mesi dell'anno, l'aggiornamento dei prospetti informativi, già depositati presso l'Archivio Consob, in conformità di quanto prescritto dal nuovo schema n. 10, allegato alle suddette disposizioni che, come illustrato nella precedente Relazione annuale, ha introdotto una nuova struttura del prospetto diviso ora in due sezioni. La sezione I concerne la descrizione del servizio offerto, nonché le caratteristiche del contratto di mandato; la sezione II, soggetta a periodico aggiornamento, concerne le notizie sui soggetti che offrono il servizio e che lo collocano presso il pubblico risparmio.

(\*) L'efficacia dei prospetti informativi relativi al fondo Mediolanum Selective Fund è stata dalla Commissione sospesa con Delibera n. 4703 del 29.5.1990, pubblicata nel Bollettino Consob n. 5, maggio 1990, pag. 57 e s.

Nel secondo semestre dell'anno in esame, gli Uffici hanno provveduto ad aggiornare le sezioni II, aventi validità sino al 31 ottobre, afferenti le società che chiudono il bilancio di esercizio il 31 dicembre.

Le nuove disposizioni hanno infatti stabilito la scadenza del termine di validità della sezione II in dieci mesi a decorrere dalla chiusura dell'esercizio sociale della fiduciaria.

Durante il 1990 cinque società fiduciarie hanno per la prima volta 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; di queste, quattro hanno pubblicato, depositandoli presso l'apposito Archivio, i prospetti informativi relativi ai servizi offerti, e una, alla fine dell'anno in esame, aveva ancora in corso l'istruttoria finalizzata al suddetto deposito.

Cinque società fiduciarie hanno inoltre pubblicato prospetti informativi relativi a servizi di amministrazione fiduciaria con caratteristiche diverse da quelli oggetto di precedenti offerte al pubblico.

Nell'anno di riferimento non hanno proceduto ad aggiornare i rispettivi prospetti informativi otto società fiduciarie. Per cinque di queste società la Commissione ha infatti deliberato l'improcedibilità dell'istruttoria relativa al prospetto; tre hanno invece comunicato essere venuta meno l'intenzione di sollecitare il pubblico risparmio.

Nel corso dell'anno la Commissione ha inoltre deliberato, nei confronti di tre società fiduciarie, la sospensione dell'offerta al pubblico dei servizi di amministrazione in quanto, in conseguenza di modifiche intervenute nella compagine sociale, l'informativa contenuta nei rispettivi prospetti non risultava più corrispondente alla mutata realtà societaria.

Per 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. Una delle suddette società non ha peraltro provveduto ad aggiornare il prospetto a seguito della delibera assembleare di scioglimento ai sensi dell'art. 2448 del codice civile.

Nei confronti delle altre due società, la Commissione, al fine di rendere più trasparente ai risparmiatori interessati lo svolgersi dell'attività sociale nonché di permettere una eventuale valutazione in merito all'esercizio del diritto di recesso, ha ritenuto opportuno esercitare i poteri previsti dall'art. 1/3, lett. b), della legge n. 216/1974, richiedendo agli amministratori di predisporre una comunicazione da inoltrare ai propri fiducianti per dare notizia ai medesimi delle modifiche intervenute nell'ambito societario.

Anche nel corso del 1990 si è presentato il caso di due società fiduciarie aventi pendente, presso il Ministero dell'industria, il procedimento di emanazione del decreto di conferma dell'autorizzazione all'esercizio della attività fiduciarie.

Per entrambe le società la Commissione, in applicazione di quanto stabilito nelle citate nuove disposizioni, ha dichiarato irricevibili le rispettive comunicazioni inoltrate ai sensi del-

l'art. 1/18 della citata legge n. 216.

A conclusione di un anno di concreta e larga applicazione delle nuove disposizioni all'offerta pubblica dei servizi di amministrazione fiduciaria, si è potuto constatare che la nuova struttura dei prospetti in questione, oltre a consentire una più adeguata collocazione delle informazioni utili al risparmiatore ai fini delle scelte d'investimento, ha anche soddisfatto l'esigenza delle società di semplificare e snellire le procedure relative al periodico aggiornamento.

Sembra comunque opportuno evidenziare alcune problematiche riscontrate nel corso dell'attività istruttoria in sede di applicazione dell'attuale schema 10 (schema di riferimento per l'offerta di servizi di amministrazione fiduciaria).

Uno dei profili più delicati nell'ambito dell'informativa contenuta nell'attuale schema 10 è quello concernente la finalità di salvaguardare il fiduciante dall'investimento non autorizzato in società nelle quali il gruppo di comando della fiduciaria abbia comunque un interesse in potenziale contrasto con quello del fiduciante.

La scelta effettuata dalla Commissione è stata quella di richiamare ai fini dell'individuazione delle operazioni in conflitto di interesse quelle effettuate con soggetti correlati così come definiti dall'art. 2 del d.l. 233/1986 ai fini dell'assoggettamento alla liquidazione coatta amministrativa (\*).

L'esperienza maturata nel corso del 1990 ha evidenziato che tale definizione non ricomprende le ipotesi in cui il controllo della fiduciaria non è riconducibile ad un unico soggetto ma la partecipazione è detenuta da più azionisti in via paritetica e pertanto si è in presenza di un azionariato diffuso ovvero di un'ipotesi di controllo congiunto.

In tali circostanze è possibile quindi che gli amministratori della società fiduciaria, che sono sempre espressione di una volontà assembleare, effettuino investimenti in valori mobiliari emessi dai soggetti che partecipano alla società fiduciaria ovvero da società ad essi collegate senza il preventivo assenso del fiduciante.

Si profila pertanto la necessità di una più circoscritta individuazione del fenomeno del conflitto di interesse ed al riguardo occorrerà comunque tener conto della disciplina contenuta nella legge sulle SIM, disciplina che come noto sarà applicabile anche alle società fiduciarie che intendano svolgere l'attività di gestione di patrimoni.

---

(\*) Tale norma stabilisce che sono soggette alla liquidazione coatta in ipotesi di insolvenza:

- a) la società che controlla direttamente od indirettamente la società posta in liquidazione coatta amministrativa;
- b) le società direttamente od indirettamente controllate dalla società posta in liquidazione coatta amministrativa o dalla società che la controlla;
- c) le società che, in base alla composizione dei rispettivi organi amministrativi, risultano sottoposte alla stessa direzione della società posta in liquidazione coatta amministrativa;
- d) le società finanziate in via continuativa o in misura prevalente dalla società posta in liquidazione coatta amministrativa; si considera finanziamento l'erogazione, anche per conto dei fiducianti, sia di capitale di credito che di capitale di rischio, nonché l'acquisto a qualsiasi titolo di crediti da tali società.

Altro elemento di estrema rilevanza informativa nell'ambito del prospetto è rappresentato dalla massa amministrata. L'esame di tale elemento risulta infatti centrale sia per la valutazione del comportamento della società fiduciaria rispetto al mandato conferitole dal fiduciante sia per l'apprezzamento dell'efficienza dell'operato di tale soggetto e quindi del suo equilibrio gestionale.

L'osservazione della composizione della massa amministrata, come meglio viene illustrato in seguito, ha messo in evidenza la preponderanza della raccolta di massa statica rispetto alla dinamica.

Il fenomeno, particolarmente delicato per i profili concernenti le modalità della raccolta e della effettiva forma di gestione, ha indotto la Commissione ad emanare la Comunicazione n. 90/05899 del 15 ottobre 1990 con la quale è stato richiesto alle società di revisione di effettuare, in occasione sia dei lavori di revisione e certificazione dei bilanci sia delle operazioni di verifica dei prospetti di cui alla Comunicazione Consob n. 87/04733 del 26 marzo 1987, un più puntuale esame in ordine alla natura giuridica del rapporto instaurato dalle società fiduciarie con i propri fiducianti, al fine di verificare la correttezza della ripartizione operata nel prospetto tra la massa in amministrazione c.d. statica e quella c.d. dinamica.

Ciò sulla base dei criteri distintivi dettati in proposito dal Ministero dell'industria con la circolare n. 3188/C del 5 maggio 1989.

Al riguardo occorre osservare che tale distinzione rimarrà valida per l'anno 1991 in quanto le disposizioni relative alle società fiduciarie contenute nella legge sulle SIM saranno operanti a partire dall'anno 1992.

Ulteriore problema che investe la massa amministrata concerne la presenza nella stessa di titoli emessi, contrattati e collocati da società del gruppo cui la fiduciaria appartiene e ciò sia ai fini del controllo delle situazioni in conflitto di interesse nonché del riscontro dell'autonomia gestionale della società fiduciaria.

Con riferimento alle suddette informazioni, nell'applicazione dell'attuale schema 10 le problematiche riscontrate sono state le seguenti:

— per ciò che concerne la richiesta contenuta nella sezione II, paragrafo 9, relativa alla presenza nella massa amministrata statica e dinamica di titoli emessi da società del gruppo si è riscontrata la scarsa rilevanza della mera indicazione di tale presenza quando non corredata con i dati quantitativi relativi al numero ed al controvalore di detti titoli nonché con le informazioni puntuali sulla situazione economico-patrimoniale ovvero sull'andamento borsistico della società del gruppo oggetto di investimento;

— per ciò che concerne la richiesta contenuta nel citato paragrafo 9 relativa alla presenza nella massa amministrata di titoli contrattati essa è risultata di difficile applicazione. Infatti risulta problematico per le società fiduciarie individuare nei titoli presenti nella massa ad una certa data quelli provenienti da contrattazioni con società del gruppo trattandosi di

compravendita di «genere». Sembra farsi strada l'idea che, sia ai fini dell'analisi della redditività che dell'autonomia e della correttezza dei comportamenti delle fiduciarie e degli altri soggetti coinvolti, appare più significativa la rilevazione del volume delle operazioni di intermediazione realizzate con le controparti del gruppo in un determinato arco temporale;

— per quanto riguarda la richiesta contenuta nel paragrafo 9 relativa alla presenza nella massa amministrata di titoli collocati da società del gruppo, si rileva che attualmente viene indicata l'esistenza di tale fattispecie senza addivenire ad una individuazione di tale fenomeno e pertanto vengono a riproporsi gli stessi problemi sopra evidenziati per i titoli contrattati. Al riguardo occorre precisare che tale informazione assume particolare rilevanza laddove nell'ambito del gruppo esista un soggetto che partecipi istituzionalmente a consorzi di garanzia e/o collocamento in operazioni di offerta pubblica.

Infine appare opportuno osservare che l'attuale schema di prospetto nella sezione II, paragrafo 9, relativo alla massa amministrata nel prevedere la rappresentazione della stessa ripartita nelle diverse tipologie di investimento non richiama la categoria dei beni in amministrazione statica diversi dai valori mobiliari.

Ciò comporta l'incompletezza della rappresentazione della massa statica.

Nel corso dell'attività istruttoria si è posto poi il problema della rappresentazione nel prospetto informativo dei profili professionali e gestionali dell'attività fiduciaria.

Tali elementi, come dimostra l'esperienza fin qui maturata, assumono un'estrema rilevanza per l'investitore perché spesso attorno ad essi, più che ad altri elementi, ruota la scelta d'investimento.

Al riguardo appare opportuno sottolineare che la rilevanza di dette informazioni trova conferma nell'attuale legge sulle SIM (e sulle fiduciarie iscritte alla sezione speciale dell'albo) laddove viene dedicata molta attenzione sia ai requisiti professionali che devono sussistere in capo agli amministratori ed al personale dipendente (art. 3, comma 2), sia alle procedure organizzative interne delle società (art. 6, comma 1, lettera h)).

Appare da ultimo necessario soffermarsi sulle problematiche relative alla coesistenza nel gruppo cui la fiduciaria appartiene di società collegate funzionalmente alla stessa, in specie commissionarie e reti di vendita.

L'esistenza di siffatti rapporti sia sotto il profilo sinergico che sotto quello degli scambi *intercompany* è di primaria rilevanza, tenuto conto dell'influenza che le politiche di bilancio attuate nell'ambito del gruppo di appartenenza possono avere sui risultati della società fiduciaria facente parte del gruppo, soprattutto quando gli altri intermediari del gruppo devono rispondere in via autonoma a determinati requisiti patrimoniali.

In tale ottica si rende opportuno prevedere uno schema di riclassificazione del conto economico delle società fiduciarie che evidenzii il contributo dei rapporti *intercompany* sul margine di contribuzione dell'attività fiduciaria.

Appare in proposito utile evidenziare che in tema di rappresentazione dei conti delle società di intermediazione mobiliare e dei soggetti autorizzati (fiduciarie iscritte nella sezione speciale dell'albo) nonché di criteri contabili atti alla separazione delle varie attività esercitate, la legge n. 1 del 1991 sulle SIM prevede l'emanazione di un apposito Regolamento (art. 9, comma 5) che disciplini le suddette materie. È inoltre previsto che i soggetti che partecipano in una SIM in misura superiore al 2% del suo capitale sottoscrivano dei protocolli di autonomia gestionale e si astengano da qualsiasi comportamento che possa essere di ostacolo a una gestione indipendente, sana e prudente della società (art. 4, comma 1).

#### *Caratteristiche del settore*

L'analisi che segue è stata condotta sulle 68 fiduciarie che hanno depositato presso l'Archivio Consob il prospetto informativo relativo all'offerta di servizi di amministrazione fiduciaria di patrimoni ed hanno provveduto al suo periodico aggiornamento.

Nel periodo 31.12.1988/30.6.1990 il mercato delle gestioni patrimoniali ha riscontrato un'evoluzione positiva; la massa amministrata in forma cosiddetta dinamica (di seguito dinamica) si è sviluppata del 22,7%, passando da 7.690 mld. nel 1988 a 9.438 mld. nel 1990, mentre la massa amministrata in forma cosiddetta statica (di seguito statica) è cresciuta del 73,7%, passando da 8.040 mld. nel 1988 a 13.971 mld. nel 1990.

La massa gestita nel complesso dalle società esaminate al 30.6.1990 ammonta a circa 23.409 mld., mostrando uno sviluppo del 48,8% rispetto al 1988.

Essa è rappresentata per il 40,3% dalla massa dinamica e per il 59,7% dalla massa statica.

Alla stessa data i valori mobiliari oggetto di investimento nell'ambito dell'attività di amministrazione dinamica risultano essere prevalentemente titoli di stato (61,5% del totale degli investimenti) e azioni quotate (20,5% del totale degli investimenti).

Nell'ambito della amministrazione statica assume invece particolare rilievo la detenzione di azioni non quotate (21% del totale degli investimenti) e di titoli di stato (19,7% del totale degli investimenti).

Con riferimento alla clientela delle società fiduciarie si osserva che al 30.6.1990 i fiduciari sono nel complesso 136.349, di cui 98.681 con amministrazione dinamica e 37.668 con amministrazione statica.

Ne discende che l'investimento medio pro-capite ammonta a circa 96 mln. nell'ambito dell'amministrazione dinamica ed a circa 371 mln. nell'ambito dell'amministrazione statica.

Il settore sia nel suo complesso che per tipologia di amministrazione (statica e dinamica) si presenta fortemente concentrato.

Infatti sul totale della massa al 30.6.1990 i primi 5 operatori raccolgono e amministrano il 50,2% (circa 11.755 mld.) mentre i primi 10 operatori raccolgono e amministrano il 65,5% (circa 15.325 mld.).

Considerando la massa in amministrazione dinamica, i primi cinque attori gestiscono il 55% (circa 5.188 mld.) ed i primi 10 il 67,1% (circa 6.337 mld.).

Infine, con riferimento alla massa in amministrazione statica i primi 5 operatori ne raccolgono il 62,8% (circa 8.776 mld.) ed i primi 10 il 77,1% (circa 10.774 mld.).

Tale fenomeno è confermato dall'analisi condotta sulle caratteristiche dimensionali delle società fiduciarie (tav. A.48). Infatti le 6 società con massa superiore a 1.000 mld. assorbono il 55% della massa totale ed il 37,3% del totale clienti.

Tale indagine evidenzia peraltro che la classe dimensionale nella quale si colloca il maggior numero di fiduciarie (21 società, pari al 30,8% del totale) è quella con massa dinamica o statica compresa tra 100 e 300 mld.. Tale classe assorbe il 15,9% della massa totale ed il 39,9% del totale clienti.

Si osserva inoltre che il 94% delle società fiduciarie esaminate appartiene ad un gruppo (64 su 68); di queste il 38% (24) fa parte di gruppi che presentano al loro interno almeno una società con titoli quotati in borsa o negoziati al mercato ristretto.

La struttura del gruppo nella quasi generalità dei casi manifesta, quale strategia organizzativa, il collegamento diretto con altri intermediari finanziari: reti di vendita e/o commissionarie (tav. A.49.).

Infatti 53 fiduciarie su 68 sono collegate con almeno una rete di distribuzione o una commissionaria; di queste 31 evidenziano un rapporto diretto con entrambe le tipologie di intermediari.

Tali società raccolgono e gestiscono il 96,3% della massa dinamica totale ed il 90,9% della massa statica.

Occorre inoltre sottolineare che l'analisi dei risultati netti conseguiti dalla generalità delle fiduciarie operanti nel settore evidenzia che 48 fiduciarie su 68 (70,6%) hanno chiuso il bilancio al 31.12.1989 con un risultato positivo; di queste 19 appartengono al settore bancario e 15 rientrano tra quelle appartenenti a piccoli gruppi d'intermediazione mobiliare.

Infine si osserva che 19 fiduciarie chiudono il bilancio con una perdita mentre una mostra un risultato in pareggio.

Passando ad analizzare le caratteristiche generali del settore, schematizzate nella tavola A.50, si osserva innanzitutto la preponderanza di società fiduciarie a matrice bancaria (26 su 68, pari a circa il 38%) nonché di società fiduciarie appartenenti a piccoli gruppi di intermediazione mobiliare (in genere formati da una fiduciaria, da una commissionaria e da una rete di vendita) non inquadrabili in un settore produttivo specifico (23 su 68, pari a circa il 34%) (\*).

(\*) Ai fini dell'analisi e sulla base dell'esperienza operativa sono stati individuati quali settori produttivi caratteristici: l'assicurativo, il bancario, l'industriale, il finanziario.

Dall'analisi dei settori così come individuati emerge poi la forte capacità attrattiva delle fiduciarie appartenenti al settore bancario (tav. A.52).

Infatti tali soggetti al 30.6.1990 raccolgono e gestiscono rispettivamente il 68,1% (6.433,2 mld.) della massa dinamica ed il 79,5% (11.108,6 mld.) della massa statica. Essi detengono dunque il 74,9% della massa fiduciaria complessivamente raccolta.

Tale predominanza trova conferma anche dall'analisi della clientela: risulta infatti che le fiduciarie di matrice bancaria assorbono il 44,9% (61.330 unità) della clientela totale, rappresentata per il 49% (48.401 unità) da clienti in gestione dinamica e per il 34,3% (19.929 unità) da clienti in amministrazione statica.

Si rileva inoltre che con riferimento alla composizione della massa totale, in funzione delle due tipologie di amministrazione (statica e dinamica), l'analisi dei singoli settori evidenzia per i comparti assicurativo, industriale e finanziario una prevalenza della massa dinamica sulla massa statica.

Ciò risulta in antitesi rispetto a quanto rilevato in merito alla massa complessivamente raccolta dai soggetti esaminati in ragione della sopra evidenziata predominanza del settore bancario soprattutto per quel che concerne la massa statica.

Dall'esame delle tipologie di valori mobiliari componenti la massa dinamica gestita dalle fiduciarie appartenenti ai diversi settori si rileva una omogeneità, a livello aggregato, nelle scelte di investimento operate da tali soggetti; esse risultano infatti prevalentemente concentrate sui titoli di stato e azioni quotate (tavv. A.51, A.52, A.53, A.54, A.55).

Sotto tale profilo peraltro l'analisi della massa statica per singoli settori non manifesta un'analoga omogeneità nella distribuzione dei valori mobiliari ad essa relativi.

#### **4. L'offerta pubblica di vendita e di sottoscrizione di titoli rappresentativi di quote di capitale di enti pubblici esercenti l'attività bancaria**

Nel corso del 1990 sono state effettuate n. 62 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 (75 l'anno precedente).

Di queste, 49 hanno riguardato aumenti di capitale ed emissione di obbligazioni, anche convertibili, poste in essere da società con titoli quotati in borsa; 4 offerte sono state finalizzate alla diffusione dei titoli in vista della quotazione degli stessi presso le borse valori; una offerta è stata finalizzata alla diffusione dei titoli in vista della negoziazione degli stessi presso il mercato ristretto (\*): 3 operazioni hanno riguardato offerte effettuate da piccole e medie imprese che hanno fatto ricorso al mercato allo scopo di finanziare la propria attività;

(\*) Il relativo prospetto informativo è stato depositato in data 9 gennaio 1991 al n. 1828.



5 operazioni, infine, sono state rappresentate da offerte destinate esclusivamente ai dipendenti delle società emittenti e delle società da queste controllate.

Di queste ultime, tre sono state effettuate da società straniere (due di diritto statunitense e una di diritto francese) le quali, per il collocamento presso i dipendenti delle società italiane, hanno utilizzato la stessa documentazione informativa già depositata presso le rispettive Autorità di controllo (*Securities and Exchange Commission* e *Commission des Opérations de Bourse*) e diffusa presso i dipendenti residenti nello stato in cui ha sede la società emittente nonché presso tutti gli altri stati nei quali è stata effettuata l'offerta.

La predetta documentazione, infatti, adeguatamente tradotta in lingua italiana, è stata sottoposta all'esame della Commissione per il successivo deposito presso l'apposito Archivio Prospetti della Consob.

Si sottolinea, infine, che da ultimo la Commissione ha ritenuto che la traduzione della documentazione originale, accompagnata da un'attestazione di conformità rilasciata dal legale rappresentante, potesse sostituire la traduzione giurata precedentemente richiesta, anche al fine di evitare inutili ritardi ed aggravii economici della procedura di offerta al pubblico.

Nell'anno in esame sono state inoltre presentate n. 4 comunicazioni effettuate ai sensi dell'art. 18 *sub* art. 1 della legge 7 giugno 1974, n. 216, la cui istruttoria non si è conclusa con il deposito del prospetto informativo presso l'Archivio Consob. In tre casi perché le società proponenti hanno manifestato il venir meno della volontà di sollecitare il pubblico risparmio, in un caso perché la Commissione, con provvedimento motivato, ha dichiarato irricevibile la comunicazione effettuata ai sensi del citato art. 18 (\*).

##### **5. L'offerta pubblica di acquisto e di scambio**

Nel corso del 1990 sono state comunicate, ai sensi dell'art. 18 *sub* art. 1 della legge 7 giugno 1974, n. 216, 5 operazioni di offerta pubblica di acquisto, una di scambio e una di acquisto e scambio.

Le offerte pubbliche di acquisto hanno riguardato le azioni ordinarie delle Banca Cooperativa di Capranica Montelupo e Vitolini acquistate dalla Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio; le azioni ordinarie della Mira Lanza acquistate dalla Benkital s.r.l.; le azioni della Banca Subalpina acquistate dalla Banca Cassa di Risparmio di Torino; le azioni ordinarie, le azioni di risparmio e le obbligazioni convertibili Fisac, acquistate dalla Trevitex s.p.a.; le azioni ordinarie e le azioni di risparmio della Talco e Grafite Val Chisone s.p.a., acquistate dalla Finanziaria Minerario Industriale s.r.l..

Tutte le offerte pubbliche di acquisto sopra indicate sono state finalizzate al conseguimento

(\*) Vedi Bollettino Consob n. 11, novembre 1990, pagg. 56-57.

mento, da parte delle società offerenti, del possesso totalitario delle azioni delle società oggetto dell'offerta in vista della successiva fusione per incorporazione di queste ultime.

Inoltre, l'operazione effettuata dalla Banca Cassa di Risparmio di Torino sulle azioni della Banca Subalpina è stata motivata anche dal fatto che, avendo l'offerente la forma giuridica di fondazione di natura pubblica, la fusione avrebbe avuto luogo senza concambio di azioni o comunque di titoli partecipativi. Pertanto, per effetto della incorporazione si sarebbe verificato lo scioglimento senza liquidazione dell'incorporato.

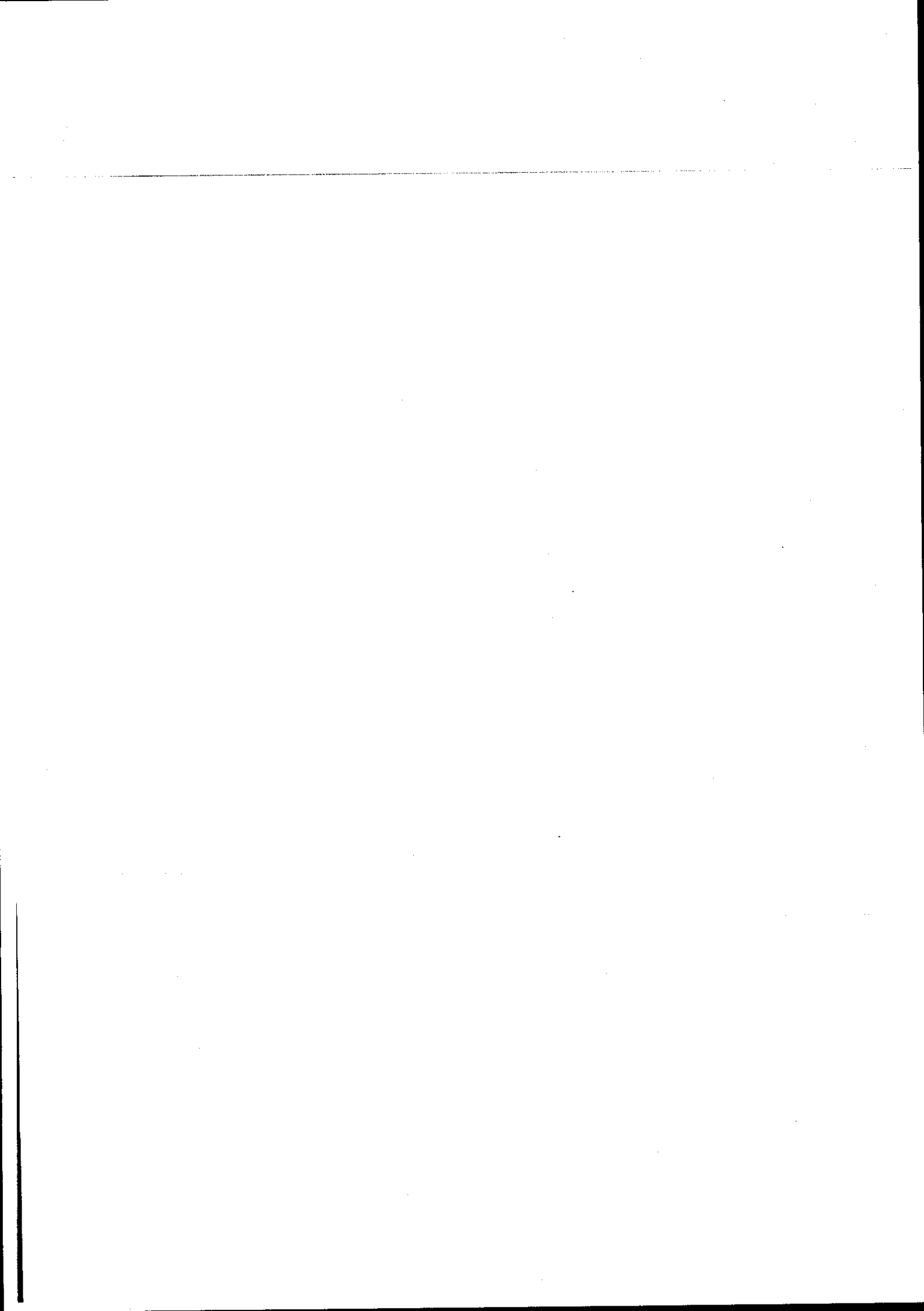
La Banca Cassa di Risparmio di Torino ha altresì ritenuto opportuno estendere anche agli azionisti di minoranza lo stesso prezzo riconosciuto all'azionista dal quale era stato acquistato il pacchetto di maggioranza.

L'offerta di scambio è stata lanciata dall'ENI — Ente Nazionale Idrocarburi — che ha offerto di scambiare le azioni Enimont s.p.a. con un proprio prestito obbligazionario appositamente emesso.

L'ENI, divenuto azionista di maggioranza assoluta di Enimont s.p.a. con il possesso dell'80% del capitale sociale a seguito dell'acquisto del 40% detenuto dal gruppo Ferruzzi-Montedison, intendendo procedere ad una stretta integrazione tra le attività chimiche di Enimont s.p.a. e le proprie attività, ha ritenuto opportuno acquistare il residuo 20% del capitale Enimont s.p.a. in circolazione offrendo agli azionisti di minoranza un trattamento in linea con le condizioni di acquisto del pacchetto azionario rilevato dal gruppo Ferruzzi-Montedison.

Infine, l'offerta pubblica di acquisto e scambio è stata lanciata dalla Arnoldo Mondadori Editore s.p.a. che ha offerto di acquistare le azioni Editoriale l'Espresso pagandole parte in contanti e parte con azioni della Cartiera di Ascoli.

Il gruppo Mondadori, in sede di acquisto del pacchetto di maggioranza assoluta, si era impegnato ad effettuare un'offerta pubblica di acquisto per tutte le residue azioni ordinarie Editoriale l'Espresso a condizioni equivalenti a quelle alle quali era stato rilevato il pacchetto di maggioranza.



## Capitolo VI

### L'ATTIVITÀ DELLE SOCIETÀ DI REVISIONE ISCRITTE NELL'ALBO SPECIALE

#### **1. Le linee direttrici in materia di controllo contabile e certificazione dei bilanci e principali provvedimenti adottati**

Nell'ambito dell'attività istituzionale della Commissione in relazione ai poteri alla medesima attribuiti dal d.P.R. 31 marzo 1975, n. 136 in tema di controllo contabile e certificazione dei bilanci, svolto da società di revisione iscritte nell'Albo speciale, sono proseguiti nel corso del 1990 gli studi e gli approfondimenti volti sia all'individuazione delle necessarie linee direttrici in materia, sia all'adozione di provvedimenti ed all'assunzione di interventi per un puntuale svolgimento dell'attività di vigilanza del settore.

Una particolare attenzione è stata dedicata dalla Commissione all'evoluzione dei lavori parlamentari concernenti il recepimento delle direttive comunitarie in materia societaria, nonché dei lavori delle Commissioni governative incaricate della predisposizione dei decreti legislativi relativi a tale recepimento. In materia di controllo legale dei conti la Consob ha partecipato assiduamente, tramite propri funzionari, alle riunioni della Commissione preposta all'elaborazione di un disegno di legge delegata per il recepimento dell'VIII direttiva relativa all'abilitazione delle persone incaricate del controllo di legge dei documenti contabili. I lavori sono stati in parte influenzati dall'evolversi delle discussioni parlamentari per l'emanazione del relativo disegno di legge delega, il quale è stato oggetto di alcune proposte di modifica e che soltanto negli ultimi giorni dell'anno 1990 ha trovato una sua approvazione definitiva. I lavori quindi continueranno e dovranno essere conclusi entro il mese di gennaio dell'anno 1992, sulla base del contenuto della delega che il Governo ha ricevuto dal Parlamento con l'approvazione della legge n. 428 del 29 dicembre 1990 («legge comunitaria per il 1990» - cfr. art. 7).

Comunque tutto quanto precede ha rappresentato un'occasione di utile riflessione per la Commissione in considerazione delle modifiche previste dalla nuova disciplina.

In particolare sono stati oggetto di approfondimento alcuni aspetti concernenti le modalità di tenuta del Registro dei revisori contabili. È stata al riguardo valutata la duplice ipo-

tesi di attribuzione della tenuta di tale Registro al Ministero di grazia e giustizia, ovvero alla Consob, con tutte le implicazioni conseguenti, anche in termini di vigilanza, nei confronti delle persone fisiche iscritte nel medesimo Registro. In merito si è ritenuto che, pur essendo la Consob dotata di maggiore competenza tecnica in materia contabile e societaria, fosse preferibile escludere tale ultima ipotesi in quanto inconciliabile con i compiti istituzionali, nonché con il ruolo stesso attribuito dal legislatore alla Commissione. La competenza tecnica di quest'ultima, infatti, comporta in capo alla medesima un ruolo di indirizzo di carattere generale più che di vigilanza sui comportamenti dei singoli. Il controllo della Consob, pertanto, deve essere quello istituzionale volto al raggiungimento delle finalità proprie dell'Istituto, le quali, in materia di controllo contabile, sono essenzialmente rappresentate dalla vigilanza in capo alle società di revisione iscritte nell'apposito Albo speciale.

In tale ottica appare pertanto fondamentale per l'operatività della Commissione l'assunzione, più di quanto non sia avvenuto in passato, di una funzione di indirizzo e di coordinamento dell'intera materia civilistico-contabile, soprattutto in merito al potere di raccomandazione non solo dei principi di revisione ma anche di quelli contabili, i quali, in quanto regole di fonte secondaria e dal contenuto prettamente tecnico, devono necessariamente integrare le norme per la redazione dei bilanci di esercizio delle società commerciali.

#### *L'applicazione della norma concernente l'interruzione quinquennale del rapporto di revisione*

Sul piano interpretativo, considerate le obiettive incertezze in ordine alla disposizione contenuta nell'art. 2, comma 4, del d.P.R. n. 136/1975, anche in relazione ad uno specifico quesito posto da una società di revisione iscritta all'Albo speciale, la Commissione, avvalendosi della facoltà attribuita dall'art. 24, secondo comma del Regolamento concernente la propria organizzazione e funzionamento (\*) ha emesso una Delibera interpretativa in base alla quale la norma deve essere intesa nel senso che la disposizione che prevede l'interruzione quinquennale dell'attività si applica solo con riferimento ad incarichi già rinnovati per due volte e non a seguito di una interruzione a qualunque titolo intervenuta precedentemente.

Ciò in quanto si è ritenuto che il precetto finale della norma («l'incarico potrà essere nuovamente conferito alla stessa società solo dopo il decorso di cinque esercizi») non assuma una valenza autonoma e che sia da porsi in diretta correlazione con il precetto che precede («l'incarico può essere rinnovato per non più di due volte»).

---

(\*) Vedi Bollettino Consob n. 10, ottobre 1990.

*Estensione della certificazione alle società commissionarie di borsa ed alle società ammesse alla negoziazione al mercato ristretto*

Ulteriori provvedimenti adottati dalla Commissione estremamente significativi per il mercato sono quelli concernenti l'estensione della certificazione alla società commissionarie di borsa ed alle società ammesse alla negoziazione al mercato ristretto.

Relativamente alle società commissionarie è stato emanato uno specifico Regolamento, secondo il quale tali società sono tenute, quale condizione necessaria al fine dell'ammissione e della permanenza negli antirecinti alle grida, alla revisione e alla certificazione dei propri bilanci ad opera di una società di revisione iscritta nell'Albo speciale di cui all'art. 8 del d.P.R. 136/1975.

In particolare, la Commissione ha provveduto a fissare schemi uniformi di verifica e di relazioni finali ai quali le società di revisione debbono attenersi, in analogia a quanto precedentemente disposto per i rendiconti trimestrali delle società fiduciarie.

Relativamente alle società ammesse alla negoziazione al mercato ristretto, nel corso dell'anno è stata disposta la certificazione dei bilanci da parte di società di revisione iscritte all'Albo speciale, quale necessario requisito per accedere alle contrattazioni. A tale riguardo si segnala che la Commissione ha provveduto con la Delibera n. 4808 del 24 luglio 1990 (\*) ad apportare modifiche al Regolamento per le negoziazioni dei titoli non ammessi alla quotazione ufficiale nelle borse valori, introducendo, tra l'altro, l'obbligatorietà del requisito della certificazione. Successivamente, con la Delibera n. 4955 del 24 ottobre 1990 (\*\*), ha stabilito che le società e gli enti i cui titoli risultino già ammessi alle negoziazioni in uno o più mercati ristretti, alla data di entrata in vigore della precedente Delibera, debbano conferire ad una società di revisione iscritta nell'Albo speciale l'incarico di certificare il proprio bilancio, pena la sospensione o la revoca del titolo dalle relative contrattazioni, a decorrere dall'esercizio sociale 1991.

Si segnala infine che, sia per le società commissionarie che per le società ammesse alla negoziazione al mercato ristretto, la certificazione dei bilanci rappresenta un requisito essenziale, anche se alle medesime non si applica la normativa di cui al d.P.R. 136/1975, essendo richiesto esclusivamente che gli incarichi di revisione siano affidati ad una società iscritta nell'Albo speciale di cui all'art. 8 dello stesso decreto.

## **2. Gli incarichi di revisione e certificazione**

Nell'anno in esame la Commissione, in adempimento dell'art. 2 del d.P.R. n. 136 del

(\*) Vedi Bollettino Consob n. 7, luglio 1990.

(\*\*) Vedi Bollettino Consob n. 10, ottobre 1990.

1975, ha approvato gli incarichi di revisione e certificazione conferiti da società con azioni quotate in borsa, imprese editoriali, società assoggettate alle disposizioni del citato decreto in applicazione dell'art. 1/18 *quater* della legge n. 216 del 1974, società che svolgono attività, anche di carattere promozionale, 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 (\*) e da altre società che hanno manifestato l'intendimento di richiedere l'ammissione in borsa dei propri titoli azionari (tavv. A.56, A.57, A.58, A.59, A.60).

Al riguardo si sottolinea che, a seguito di alcune iniziative legislative portate a termine nel corso del 1990, per le società che pongono in essere sollecitazione del pubblico risparmio si realizzeranno importanti innovazioni in materia di certificazione dei bilanci.

In particolare ci si riferisce alla legge n. 428 del 29 dicembre 1990 («legge comunitaria 1990» - art. 21, lettera c)) che prevede, fra i criteri di delega che dovranno informare il recepimento della direttiva del Consiglio 89/298/CEE relativa alla pubblicazione del prospetto per l'offerta pubblica di valori mobiliari, l'introduzione dell'obbligo di certificazione dell'ultimo bilancio in capo ai soggetti emittenti.

Inoltre la legge 2 gennaio 1991, n. 1, istitutiva delle società di intermediazione mobiliare, prevede (art. 10, primo comma), anche per tali soggetti, l'obbligo di revisione e certificazione dei bilanci ai sensi del d.P.R. 31 marzo 1975, n. 136; è esclusa l'applicazione dell'art. 6, commi primo e secondo e dell'art. 7.

Per quanto riguarda i conferimenti di incarichi di revisione da parte di società appartenenti a gruppi di imprese, per le quali era decorso il periodo di tre trienni di certificazione legale, l'attività istruttoria della Commissione ha comportato l'applicazione della Comunicazione n. 89/002925 del 13 giugno 1989 (\*\*). Con tale Comunicazione è stato precisato che una volta decorso un novennio di certificazione legale, debba operarsi un ricambio nell'ambito delle società di revisione operanti all'interno del gruppo, individuato secondo le modalità indicate nel secondo paragrafo della stessa, al fine di evitare un'elusione dello spirito della disposizione contenuta nell'art. 2, comma quarto, del d.P.R. 31 marzo 1975 n. 136.

Tale norma prevede che, una volta effettuato il secondo rinnovo, l'incarico non possa essere più conferito alla medesima società di revisione se non dopo un intervallo temporale di cinque anni.

Il divieto in questione mira alla salvaguardia del principio dell'indipendenza del revisore contabile che potrebbe essere pregiudicato da un'eccessiva durata del rapporto di revisione.

(\*) Vedi Delibera n. 1739 del 10 luglio 1985, pubblicata sul Bollettino Consob nn. 4-5, luglio-ottobre 1985.  
(\*\*) Vedi Bollettino Consob n. 6, giugno 1989.

Nella citata Comunicazione è stato pertanto precisato che appare elusivo dello spirito della norma il caso in cui si verifichi nell'ambito di un gruppo un'inversione di ruoli tra il revisore principale uscente (ossia il revisore del bilancio della società controllante) ed il revisore o i revisori secondari (cioè i revisori incaricati dalla certificazione del bilancio delle società controllate).

La predetta Comunicazione del 13 giugno 1989 ha stabilito altresì l'inoltro da parte delle società conferenti, in allegato all'estratto del verbale del consiglio di amministrazione dal quale risulti la proposta all'assemblea degli azionisti di conferimento dell'incarico di certificazione relativo al quarto triennio, di un prospetto delle società facenti parte del gruppo, contenente l'indicazione per ogni società dei rispettivi incarichi di revisione e/o certificazione, delle società di revisione incaricate, della durata dei medesimi, nonché degli eventuali programmi di rinnovo.

Al riguardo va rilevato che nella maggioranza dei casi le società hanno fornito il sopramenzionato prospetto secondo le modalità previste dalla Comunicazione. In alcuni casi l'istruttoria si è potuta svolgere anche in precedenza rispetto alle scelte delle società conferenti, laddove queste abbiano sottoposto alla Commissione i singoli problemi operativi. A volte, al fine di operare le valutazioni necessarie per la verifica dell'effettuazione del ricambio delle società di revisione, si è reso necessario acquisire, ad integrazione del predetto documento, una serie di elementi informativi ulteriori, quali i dati concernenti il fatturato delle imprese facenti parte del gruppo, ovvero il numero di ore di revisione e relativi corrispettivi, nonché incontrare rappresentanti delle società conferenti.

Deve peraltro rilevarsi che, nonostante qualche difficoltà connessa alla fase di prima applicazione della Comunicazione, sostanzialmente il necessario ricambio dei revisori all'interno dei singoli gruppi si è realizzato, anche grazie alla attività di indirizzo svolta dalla Commissione, al fine di garantire che la Comunicazione fosse di fatto rispettata, tenuto conto delle motivazioni di fondo che avevano indotto alla sua emanazione.

### **3. La designazione di società di revisione ai sensi della legge n. 649 del 1983**

Nell'anno in esame, oltre ai normali rinnovi degli incarichi per operazioni già in atto, la Commissione ha provveduto, a seguito di istanza dei soggetti interessati, a due nuove designazioni di società di revisione ai fini della redazione della relazione di stima *ex lege* 5 novembre 1983, n. 649 (tav. A.61).

Di queste, una è connessa all'operazione di emissione di titoli atipici denominati «certificati di investimento» a rendimento fisso predeterminato, mentre l'altra è correlata al collocamento in Italia delle azioni rappresentative del fondo comune di diritto estero di una società d'investimento a capitale fisso.



Relativamente alla prima operazione, la Commissione ha provveduto alla designazione di legge mediante sorteggio fra tutte le società di revisione iscritte all'Albo speciale; per la seconda, invece, è stata designata la società di revisione già incaricata della certificazione dei bilanci della società collocatrice del fondo, peraltro corrispondente italiano del revisore estero della società emittente il fondo medesimo.

#### 4. L'esame di idoneità ex art. 13 del d.P.R. n. 136/1975

La sessione annuale dell'esame di idoneità previsto dall'art. 13 del d.P.R. n. 136 del 1975, indetta con Delibera n. 4519 del 20 febbraio 1990 (\*), si è tenuta nel periodo novembre 1990-gennaio 1991 ed è stata espletata secondo le modalità ed i criteri già seguiti negli anni precedenti (tav. A.62).

Le domande di partecipazione sono state 113, di cui 6 non sono state accolte; dei 107 candidati ammessi a sostenere le due prove scritte, 13 sono risultati ammessi alla prova orale, che è stata superata da 9 candidati, per i quali la prescritta delibera di idoneità è stata emessa nel mese di febbraio 1991.

#### 5. L'Albo speciale delle società di revisione

Nelle precedenti Relazioni annuali (\*\*\*) sono state illustrate le motivazioni riconducibili ai fenomeni della fusione per incorporazione delle società di revisione italiane di medie dimensioni nelle grandi società a matrice internazionale, nonché del processo di concentrazione che ha interessato queste ultime sia a livello mondiale che nazionale.

Tale processo di concentrazione ha avuto un ulteriore sviluppo nel corso del 1990. Al riguardo si rileva che nel mese di dicembre, a seguito della fusione intervenuta a livello mondiale tra le organizzazioni internazionali Deloitte Haskins & Sells e Touche Ross, la Deloitte Haskins & Sells s.n.c. di Adolfo Mamoli & C., con sede in Milano, ha variato, con decorrenza dall'1.1.1991, la propria ragione sociale in Deloitte & Touche s.n.c. di Adolfo Mamoli & C., con sede in Milano. Con tale operazione la società di revisione italiana ha in pratica variato il proprio referente estero, in quanto divenuta rappresentante in Italia dell'organizzazione DRT Deloitte Ross Tohmatsu International, che pertanto conta su una presenza anche in Giappone attraverso la Tohmatsu.

Nel corso dell'anno in esame, due nuove ed interessanti circostanze hanno comportato una modifica nell'evoluzione del fenomeno delle fusioni in Italia. La prima riguarda la Re-

(\*) Vedi Bollettino Consob n. 2, febbraio 1990 e Gazzetta Ufficiale n. 21, 4ª Serie Speciale del 13 marzo 1990.

(\*\*) Vedi Relazione sul 1986, cap. IV, par. 5 e Relazione sul 1989, cap. V, par. 5.

conta Touche Ross di Bruno Gimpel & C. s.a.s., con sede in Milano, la quale, non aderendo agli accordi assunti in campo mondiale dall'associazione internazionale ed avendo pertanto modificato la propria ragione sociale in Reconta di Bruno Gimpel & C., con sede in Milano, ha deliberato, al fine di individuare un proprio referente estero, la fusione con la Ernst & Whinney e la Arthur Young dando origine alla nuova società Reconta Ernst & Young s.a.s. di Bruno Gimpel, con sede legale in Roma. La seconda è relativa ad un'operazione che ha comportato per la prima volta la fusione fra due società italiane di medie dimensioni, in funzione della necessità di raggiungere uno sviluppo dimensionale adeguato alle dinamiche di *marketing* e di penetrazione nel mercato, alla ricerca delle necessarie sinergie a carattere organizzativo-procedurale connesse, tra l'altro, alla adesione ad un'organizzazione a carattere internazionale.

Tale fusione si è realizzata con l'incorporazione della Orga Revisioni s.a.s. di Andrea Trevese e C., con sede in Milano (\*), nella RIA - Società Nazionale di Certificazione in accomandita semplice di Giulio Scala & C., con sede in Milano, che ha variato la propria ragione sociale in RIA & Mazars s.a.s. di Giulio Scala & C., con sede in Milano.

Quest'ultima operazione è stata la fase di avvio di un articolato processo di variazioni che ha avuto come risultato finale l'iscrizione nell'Albo speciale della Società Nazionale di Revisione s.a.s. di Giulio Scala & C., con sede in Milano (\*\*), a seguito dell'incorporazione della suddetta RIA & Mazars s.a.s. di Giulio Scala & C. (\*\*\*).

Si rileva in proposito che l'iscrizione di tale società, ancorché non operativa, si è resa possibile in quanto, per effetto della suddetta fusione, la medesima si era dotata della stessa struttura organizzativa e tecnica esistente in capo alla società incorporata. Successivamente alla iscrizione nell'Albo speciale la Società Nazionale di Revisione s.a.s. di Giulio Scala & C. ha variato la propria ragione sociale in RIA & Mazars s.a.s. di G. Scala, A. Trevese & C..

A seguito della descritte operazioni di fusione, la Commissione ha provveduto a cancellare dall'Albo speciale le sottoindicate società:

a) Ernst & Whinney di Mario Verderio & C. s.a.s., con sede in Milano (\*\*\*\*), a seguito della fusione per incorporazione della medesima nella Arthur Young s.n.c. di Marcello Di Pio & C., con sede in Roma (ora Reconta Ernst & Young s.a.s. di Bruno Gimpel, con sede legale in Roma);

(\*) Vedi Delibera n. 5040 dell'11 dicembre 1990, pubblicata sul Bollettino Consob n. 12, dicembre 1990.

(\*\*) Vedi Delibera n. 5041 dell'11 dicembre 1990, pubblicata sul Bollettino Consob n. 12, dicembre 1990.

(\*\*\*) Cancellata dall'Albo speciale con Delibera n. 5165 del 29 gennaio 1991, pubblicata sul Bollettino Consob n. 1, gennaio 1991.

(\*\*\*\*) Vedi Delibera n. 4797 del 24 luglio 1990, pubblicata sul Bollettino Consob n. 7, luglio 1990.

b) Reconta di Bruno Gimpel & C. s.a.s., con sede in Milano (\*), a seguito della fusione per incorporazione della medesima nella Arthur Young s.n.c. di Marcello Di Pio & C., con sede in Roma (ora Reconta Ernst & Young s.a.s. di Bruno Gimpel, con sede legale in Roma);

c) Orga Revisione s.a.s. di Andrea Trevese e C., con sede in Milano (\*\*), a seguito della fusione per incorporazione nella RIA - Società Nazionale di Certificazione in accomandita semplice di Giulio Scala & C., con sede in Milano, che ha variato la propria ragione sociale in RIA & Mazars s.a.s. di Giulio Scala & C., con sede in Milano.

Nel corso dell'anno in esame, è proseguita l'istruttoria concernente l'istanza di iscrizione nell'Albo speciale presentata nel 1989 da tre società di revisione (\*\*\*), con la richiesta, da parte della Commissione, di integrazioni e precisazioni in merito alla documentazione ed alle informazioni trasmesse dalle società istanti. L'istruttoria si è peraltro conclusa solo per la Euro Revisione s.a.s. di Maurizio Sordini, Guido Zaffaroni & C. - Società di Organizzazione e Revisione, con sede in Milano, che è stata iscritta nell'Albo speciale nel mese di gennaio 1991 (\*\*\*\*).

Per effetto delle variazioni sopra illustrate, nel mese di gennaio 1991 risultano iscritte nell'Albo speciale n. 21 società di revisione (tav. A.63).

Nel corso del 1990 la Commissione non ha potuto procedere all'aggiornamento dell'Albo speciale per le società di seguito indicate, interessate da variazioni della forma giuridica e/o della ragione sociale, ovvero della sede legale, in quanto alla data del 31 dicembre non risultava ancora emesso dal Ministro dell'industria il decreto 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) Arthur Andersen & Co. s.a.s., con sede legale in Roma (variata in Arthur Andersen & Co. s.a.s. con sede legale in Milano);

b) Arthur Young & Company con sede legale in Londra, per la stabile organizzazione italiana in Roma (variata prima in Arthur Young s.n.c. di Marcello di Pio & C., con sede in Roma e successivamente in Reconta Ernest & Young s.a.s. di Bruno Gimpel, con sede legale in Roma).

Inoltre, in relazione a variazioni intervenute nella struttura societaria, come per gli anni precedenti, la Consob ha valutato, per due soci accomandatari di società di revisione iscritte nell'Albo speciale, sulla base di criteri già adottati, l'equipollenza dell'iscrizione dell'Institute

(\*) Vedi Delibera n. 4798 del 24 luglio 1990, pubblicata sul Bollettino Consob n. 7, luglio 1990.

(\*\*) Vedi Delibera n. 5040 dell'11 dicembre 1990, pubblicata sul Bollettino Consob n. 12, dicembre 1990.

(\*\*\*) Vedi Relazione sul 1989, cap. V, par. 5.

(\*\*\*\*) Vedi Delibera n. 5152 del 22 gennaio 1991, pubblicata sul Bollettino Consob n. 1, gennaio 1991.

of Chartered Accountants in England and Wales secondo le previsioni di cui all'art. 8, terzo comma, lettera c) del d.P.R. n. 136 del 1975.

Contestualmente, in relazione ad esplicite richieste formulate dalle società di revisione interessate, la Commissione ha accertato e riconosciuto ai suddetti soci il possesso dei requisiti per la sottoscrizione delle relazioni di certificazione, emesse ai sensi dell'art. 4 del citato d.P.R. n. 136 del 1975.

#### 6. La vigilanza sull'attività delle società iscritte nell'Albo speciale

Come negli anni precedenti, anche nel 1990 le società di revisione iscritte nell'Albo speciale hanno provveduto a trasmettere alla Consob, sulla base di quanto dalla stessa richiesto, una serie articolata di dati e documenti per la verifica della permanenza dei requisiti di indipendenza, efficienza organizzativa, idoneità tecnica, nonché per la valutazione dei carichi di lavoro di ciascuna società.

Si sintetizzano di seguito i dati più significativi emersi dall'indagine svolta:

— l'esame dei bilanci delle società di revisione al 31.12.1989 ha confermato in generale una buona consistenza patrimoniale da parte delle stesse. Tutte le società di revisione hanno chiuso l'esercizio 1989 in utile, per un totale complessivo di circa 29,3 miliardi, con un incremento del 3,9% rispetto ai 28,2 miliardi di utili conseguiti nel 1988;

— il fatturato complessivo del settore per il 1989 è stato pari a circa 322 miliardi, con un incremento del 20,1% rispetto ai 268 miliardi fatturati nell'anno precedente;

— il personale professionale in forza al 15 settembre era di 2.593 unità, contro le 2.511 unità dell'anno precedente, con un aumento netto pari al 3%.

— gli incarichi conferiti a titolo volontario hanno raggiunto una quota di mercato pari al 44,9%, con un incremento del 2,1% rispetto all'anno precedente.

In relazione ai dati trasmessi con la documentazione annuale e relativi, per ciascun incarico di revisione, alle ore previste dal *budget*, alle ore effettivamente prestate, ed alle ore ed ai corrispettivi fatturati, la situazione al 30.9.1990 risultava la seguente: le ore previste nel *budget* sono state complessivamente n. 2.293.750, quelle prestate n. 2.537.888 e quelle fatturate n. 2.384.213.

Le associazioni di categoria (Assirevi e AIRE) delle società di revisione sono state interessate, relativamente al fenomeno degli scostamenti dai preventivi, in merito ad alcune problematiche scaturenti dall'analisi condotta dalla Commissione sulla base dei dati soprariportati.

In particolare è emerso:

a) un frequente utilizzo, da parte delle società di revisione iscritte nell'Albo speciale, di personale nuovo assunto, a fini di addestramento (cosiddetto *training on the job*), nell'espletamento degli incarichi di certificazione;

b) una interpretazione non univoca, da parte delle medesime società di revisione, della

natura degli eventi eccezionali ed imprevedibili di cui alla Delibera Consob n. 805 del 9.12.1980 (\*).

Le predette associazioni di categoria sono state sensibilizzate pertanto sulla necessità di una più attenta vigilanza sulle proprie associate affinché l'espletamento degli incarichi di revisione sia in ogni occasione ispirato a corretti principi deontologici e professionali, al fine di garantire comunque il requisito dell'indipendenza, nonché la qualità e la correttezza dell'attività svolta.

Nel corso dell'anno, inoltre, la Commissione ha affrontato con le medesime associazioni di categoria l'ipotesi di una razionalizzazione dell'invio periodico di dati e documenti da parte delle società di revisione iscritte nell'Albo speciale, istituzionalizzato a partire dal 1984 (\*\*). Al riguardo sono in corso i necessari contatti al fine di giungere all'inoltro dei dati stessi mediante supporti magnetici.

Si segnala altresì che nel corso del 1990 la predetta Assirevi e l'AIRE hanno provveduto ad emanare — nell'ambito del proprio potere di autoregolamentazione — una disciplina in materia di determinazione delle ore di revisione per lo svolgimento degli incarichi di certificazione, nonché le norme di attuazione del relativo regolamento.

La Commissione, nel prendere atto dell'emanazione di tale disciplina, la quale peraltro si riferisce soltanto ad alcuni settori di attività delle società conferenti, ha provveduto a sollecitare le suddette associazioni affinché adottino le opportune iniziative volte ad assicurare il rispetto di adeguati *standards* qualitativi ad opera delle associate, anche mediante l'effettuazione di un efficace controllo di qualità.

Relativamente all'attività espletata su base volontaria dalle società di revisione iscritte nell'Albo speciale di cui all'art. 8 del d.P.R. 31 marzo 1975, n. 136, la Commissione è intervenuta, nell'ambito dei propri poteri di vigilanza, con riguardo ad un accordo stipulato da due società di revisione in relazione a lavori di certificazione da svolgersi sui bilanci di società di piccole e medie dimensioni. L'accordo, censurato da più parti, prevedeva l'applicazione di tariffe notevolmente inferiori a quelle di mercato.

In proposito la Commissione ha dato risposta a società ed enti che avevano denunciato l'accordo in questione, rilevando che la determinazione dei corrispettivi dei servizi di revisione volontaria appartiene alla piena disponibilità delle parti ed effettuando comunque riserva di attivare i propri poteri di vigilanza ai sensi dell'art. 10 del d.P.R. 31 marzo 1975, n. 136 in presenza di concreti elementi che potessero costituire indice di insufficiente professionalità od

(\*) Pubblicata in Consob, Raccolta Delibere, anno 1980.

(\*\*) Vedi Comunicazione n. 84/08819 del 14.6.1984, pubblicata nel Bollettino Consob n. 3, maggio-giugno 1984; Comunicazione n. 85/12470 del 12.7.1985, pubblicata nel Bollettino Consob nn. 4-5, luglio-ottobre 1985 e Comunicazione 89/003742 del 24.7.1989, pubblicata nel Bollettino Consob n. 7, luglio 1989.

indipendenza delle società di revisione interessate. Si è ritenuto inoltre opportuno interessare l'Assirevi, associazione di categoria delle maggiori società di revisione, affinché la stessa potesse in essere, anche in tale fattispecie, ogni idonea iniziativa volta ad assicurare il rispetto da parte delle associate di adeguati livelli qualitativi dei lavori svolti.

Le stesse società di revisione, peraltro, hanno manifestato l'intendimento di non rinnovare l'accordo alla prima scadenza annuale, dandone disdetta alla controparte.

Nel corso del 1990 è proseguito l'esame delle proposte di servizi professionali formulate dalle società di revisione alle rispettive società clienti.

In relazione ad alcune carenze riscontrate nelle suddette proposte, relative all'indicazione del dettaglio dei corrispettivi per categoria professionale e delle modalità di esecuzione dei lavori di revisione e certificazione, la Commissione ha richiesto alle società di revisione interessate di effettuare le opportune modifiche ed integrazioni.

Circa le modalità di conferimento dell'incarico di revisione e certificazione legale, come già illustrato nella Relazione precedente (\*), con la Comunicazione 89/003742 del 24 luglio 1989 (\*\*) la Commissione ha precisato gli elementi necessari da indicare nella delibera assembleare di conferimento dell'incarico di revisione e certificazione. In merito all'osservanza di tale Comunicazione, nell'anno in esame la Commissione è dovuta intervenire nei confronti di alcune società conferenti incarichi legali, al fine di richiedere l'integrazione della delibera assembleare di conferimento, soprattutto in relazione alla mancata indicazione del riferimento normativo, ovvero alla determinazione e/o variabilità di corrispettivi, secondo i criteri di cui alla citata Delibera Consob n. 805 del 9 dicembre 1980 (\*\*\*).

Si è inoltre rilevato che alcune società hanno trasmesso la delibera di conferimento dell'incarico di revisione e certificazione in ritardo rispetto al termine di cui all'art. 2, comma 6, del d.P.R. n. 136 del 1975. Poiché la normativa attualmente non prevede alcuna sanzione in merito, la Commissione si è limitata ad evidenziare il ritardo medesimo, nonché ad invitare le società interessate al rispetto, nel futuro, dei termini di legge.

\* \* \*

Nel corso dell'attività di vigilanza sono state espletate numerose istruttorie al fine di verificare l'idoneità tecnica delle società di revisione nonché le modalità di svolgimento degli incarichi di revisione e certificazione. Molte delle istruttorie hanno avuto per esito l'emanazione

(\*) Vedi Relazione per l'anno 1989, cap. V, par. 1.1.

(\*\*) Vedi Bollettino n. 7, luglio 1989.

(\*\*\*) Pubblicata in Consob, Raccolta Delibere, anno 1980.

di provvedimenti nella forma di lettere di richiamo nei confronti delle società di revisione. Come è noto le lettere di richiamo costituiscono l'unico strumento, diverso dal provvedimento di cancellazione dall'Albo speciale, di cui la Commissione può avvalersi laddove riscontri carenze nell'operato delle società soggette alla propria vigilanza. L'inesistenza, allo stato attuale, di sanzioni amministrative intermedie sottrae all'Organo di controllo la possibilità di comminare sanzioni differenziate secondo le irregolarità riscontrate e comporta la necessità che le lettere di richiamo siano adeguatamente formulate al fine di conseguire, mediante la censura del comportamento scorretto, reso pubblico in forma anonima nel Bollettino Consob, il non reiterarsi del medesimo da parte del soggetto richiamato e di tutti gli altri operatori del settore.

Nel corso del 1990 si è assistito ad una significativa modifica dei contenuti delle lettere di richiamo effettuate. Infatti, contrariamente agli anni precedenti, durante i quali si è fatto ricorso frequentemente a lettere di richiamo per evidenziare l'inottemperanza da parte delle società di revisione a quanto stabilito da Comunicazioni emanate dalla Consob o da disposizioni della normativa vigente, particolare attenzione è stata posta alla verifica delle modalità di espletamento delle funzioni di controllo contabile, avuto riguardo sia all'idoneità tecnica dei soggetti vigilati che ad aspetti più propriamente organizzativi. In questo ambito si evidenzia in particolare che in un caso la Commissione, nel contestare ad una società di revisione le carenze riscontrate in capo alla stessa, a seguito di quanto accertato nel corso di numerose istruttorie nonché di una verifica ispettiva effettuata, ha richiesto, tra l'altro, che venissero fornite dalla società indicazioni in ordine ai provvedimenti adottati, in tema di idoneità tecnica e di organizzazione, al fine di evitare il reiterarsi di circostanze analoghe a quelle censurate.

Con intervento successivo la Commissione, al fine di acquisire elementi utili per la valutazione dell'efficacia dei provvedimenti volti a garantire una migliore qualità del lavoro svolto, ha chiesto l'inoltro di copia delle carte di lavoro riassuntive concernenti tutti gli incarichi riferiti a società assoggettate agli obblighi di cui al d.P.R. 31 marzo 1975, n. 136 ed a società commissionarie di borsa.

In più casi, nel richiamare le società di revisione ad un corretto svolgimento della funzione di controllo contabile e di certificazione dei bilanci, nonché ad un rigoroso rispetto della normativa di cui all'art. 8, secondo comma, punto 1), del d.P.R. 31 marzo 1975 n. 136, in tema di oggetto sociale, è stato altresì richiesto di rendere note alla Commissione le iniziative assunte per il miglioramento delle procedure di controllo di qualità.

A seguito dei richiami inoltrati dalla Consob, le società di revisione, nel formulare le osservazioni attinenti ai rilievi riscontrati sotto il profilo tecnico, hanno reso noti i provvedimenti posti in essere ai fini del miglioramento della propria organizzazione.

Per il miglioramento delle procedure di controllo di qualità dei lavori di revisione e certificazione di bilancio si è fatto ricorso alla corresponsabilizzazione, formalizzata con la

sottoscrizione delle relazioni di certificazione da parte di un socio della società di revisione diverso dal socio responsabile del lavoro, alla sottoposizione a controllo periodico di un campione di lavori di revisione effettuati, anche con l'intervento della corrispondente organizzazione internazionale, alla maggiore attenzione riposta all'addestramento, all'aggiornamento e alla specializzazione del proprio personale professionale. Da parte di alcune società di minori dimensioni inoltre è stato assunto l'impegno di avvalersi, nel futuro, di manuali di revisione forniti dalle suddette organizzazioni internazionali loro corrispondenti.

In tutti i casi che sono stati oggetto di particolare attenzione da parte della Commissione, questa si è riservata comunque di porre in essere ogni ulteriore iniziativa nell'ambito dei propri poteri di vigilanza, di cui all'art. 10 del d.P.R. 31 marzo 1975, n. 136.

\* \* \*

La Commissione ha continuato a seguire con attenzione il fenomeno delle organizzazioni collaterali alle società di revisione, ponendo in essere alcuni approfondimenti, acquisendo ulteriori dati e notizie, nonché attuando alcuni interventi su casi specifici.

In due casi sono emersi collegamenti fra società di revisione iscritte nell'Albo ed enti che esercitano attività di consulenza professionale; al fine di verificare l'eventuale sussistenza di situazioni di incompatibilità ai sensi dell'art. 3, punto 4), del d.P.R. 31 marzo 1975, n. 136, la Consob ha richiesto, alle società che avevano conferito alle società di revisione interessate incarichi di certificazione legale, se le stesse si fossero avvalse di prestazioni di consulenza fornite da soggetti alle stesse collegati, ricevendo in proposito risposte negative.

Nel corso di un'istruttoria relativa ad un conferimento di incarico per la revisione e certificazione dei bilanci, è emerso che la società conferente, contravvenendo alla Comunicazione n. 87/01002 del 23 gennaio 1987, si avvaleva, per lo svolgimento di alcuni servizi professionali, di una organizzazione collaterale alla società di revisione incaricata. Nel corso dell'istruttoria la stessa società conferente ha comunicato di aver risolto l'accordo contrattuale per una parte delle prestazioni concordate con la società di servizi; la Commissione, per il servizio già prestato, ha richiesto ad una società conferente che del corrispettivo pattuito venisse data informativa nel corso dell'assemblea dei soci (\*).

\* \* \*

---

(\*) Vedi Bollettino Consob n. 1, gennaio 1991.



Nel corso dell'anno, nello svolgimento dell'attività di vigilanza, la Commissione ha esaminato anche alcuni casi in cui gli incarichi di revisione e certificazione del bilancio non sono stati portati a termine, per il verificarsi di eventi sopravvenuti, tali da rendere impossibile la prosecuzione del rapporto.

Al riguardo si fa presente innanzitutto che il d.P.R. n. 136/1975 prevede, oltre la revoca d'ufficio per accertati motivi di sopravvenuta incompatibilità, l'ipotesi di revoca per giusta causa da parte della società conferente. Ciò costituisce espressa deroga, per le certificazioni obbligatorie, alla disciplina generale in tema di recesso di cui all'art. 2227 ed al primo comma dell'art. 2237 del codice civile.

Pertanto in tutti i casi sottoposti all'attenzione della Commissione è stata data attuazione al principio di carattere generale che prevede la possibilità di una risoluzione del rapporto operata in modo contestuale tra le parti. Deve al riguardo segnalarsi che la prassi riferita della risoluzione consensuale è stata sottoposta allo stesso *iter* procedimentale previsto dall'art. 2, comma 7, del d.P.R. 31 marzo 1975, n. 136 per la revoca degli incarichi. Ciò al fine di garantire comunque l'esigenza di continuità dello svolgimento delle funzioni di controllo contabile.

Dalle istruttorie svolte è emerso che in tutti i casi esaminati l'interruzione del rapporto rispondeva ad effettive necessità, riconducibili generalmente a rilevanti modifiche strutturali delle società conferenti o del gruppo di appartenenza delle stesse e comunque avveniva con il pieno assenso delle parti e, per gli incarichi legali, nel rispetto della disciplina prevista dal d.P.R. 31 marzo 1975, n. 136.

Nell'ambito degli incarichi volontari è stato esaminato, tra gli altri, anche il caso di una società di revisione la quale è receduta dall'incarico di revisione e certificazione conferitole, ritenendo che fosse venuta meno la propria indipendenza nei confronti della società cliente.

Si è reso pertanto necessario in primo luogo valutare se possa sussistere in capo alla società di revisione un diritto di recesso dall'incarico e, laddove riconosciuto, a quali condizioni esso possa esercitarsi.

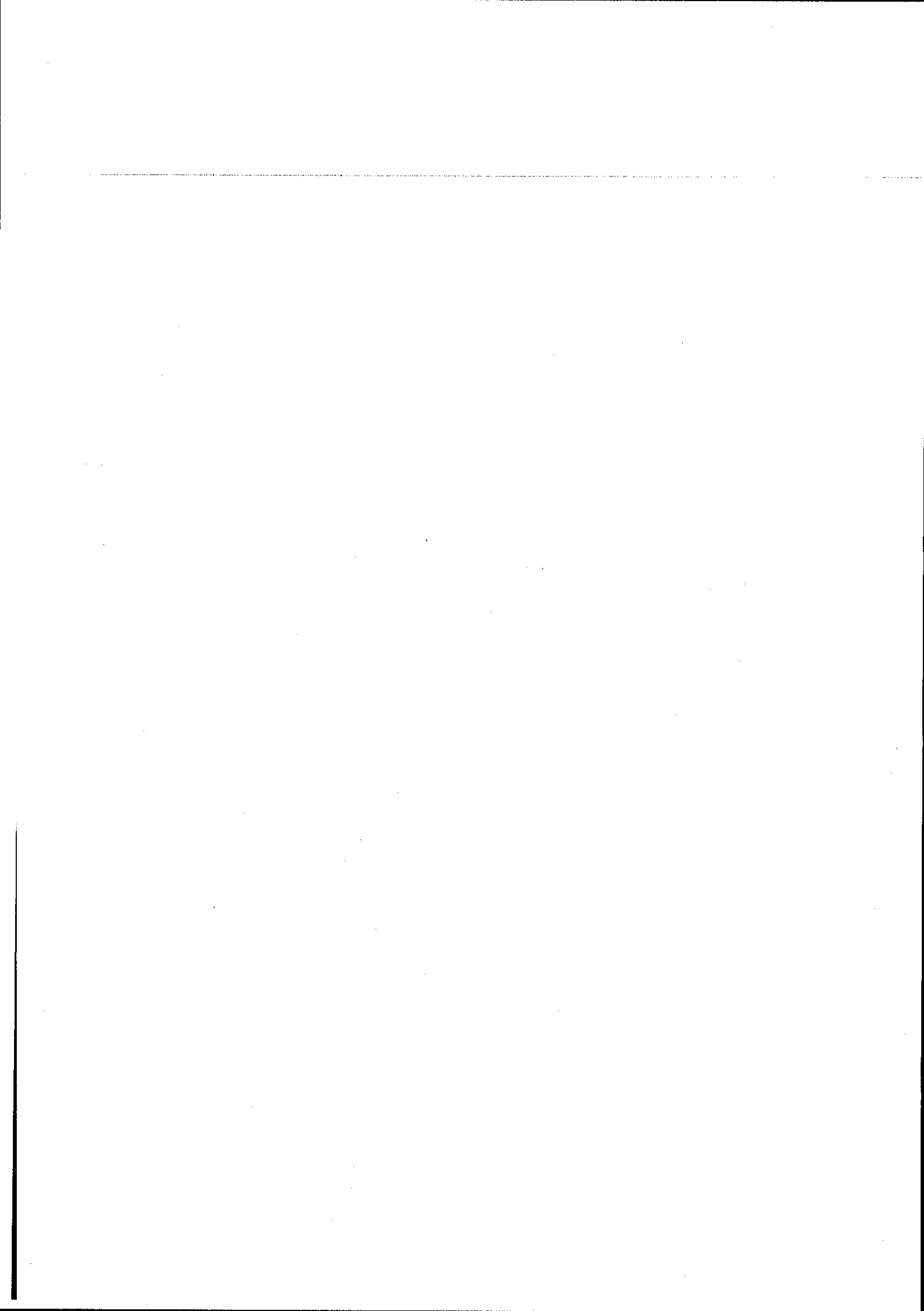
La Commissione ha ritenuto che tale diritto sussista sulla base della considerazione che il contratto di revisione, pur in assenza di specifica menzione al riguardo nel d.P.R. n. 136/1975, trova la sua disciplina, oltre che in tale decreto, che assolve la funzione di disciplina speciale, nella disciplina generale relativa alle professioni intellettuali, avendo il suddetto contratto ad oggetto l'esercizio di un'attività squisitamente tecnica e professionale, e, in via residuale, nelle norme generali in materia di contratti di cui agli artt. 1321 e seguenti del codice civile.

Si è pertanto ritenuto che, ai sensi dell'art. 2237, comma 2 del codice civile, spetti alla società di revisione (prestatrice d'opera) il diritto di recesso dal contratto, sia in ordine ad incarichi volontari che legali, ove ricorra una giusta causa, recesso che, peraltro, in forza

del comma terzo del predetto art. 2237, deve essere esercitato in modo tale da non causare nocimento alle società il cui bilancio è soggetto a certificazione (cliente); per gli incarichi legali assume inoltre rilevanza l'interesse pubblico connesso con il rilascio della relazione di certificazione del bilancio.

In particolare la Commissione, nell'esaminare le motivazioni addotte per l'interruzione del rapporto di revisione, come noto, fondato sull'*intuitus personae*, ha verificato che le modalità di recesso seguite dalla società di revisione fossero tali da salvaguardare l'interesse della società a conseguire comunque la certificazione del proprio bilancio.

Le stesse finalità, nonché l'interesse pubblico di cui sopra, inducono a ritenere che l'esigenza di continuità della revisione e certificazione dei bilanci, in ipotesi di incarichi conferiti ai sensi del d.P.R. n. 136/1975, comporti l'applicazione, nei casi di recesso da parte della società di revisione, delle disposizioni di cui all'art. 2 del citato decreto, che prevedono espressamente che le funzioni di controllo contabile continuino ad essere esercitate dalla società di revisione precedentemente incaricata fino a quando la deliberazione dell'assemblea di conferimento del nuovo incarico non sia divenuta efficace.



## Capitolo VII

### L'ATTIVITÀ ISPETTIVA

Nell'ambito della complessiva attività di vigilanza sul mercato mobiliare spettante alla Commissione, particolare rilievo assume l'attività ispettiva. Le ispezioni, del resto, costituiscono uno degli strumenti tipici di esercizio della funzione di controllo da parte della Commissione stessa, che si sviluppa su tre canali: quello del c.d. controllo cartolare, consistente nella verifica della documentazione che per legge i soggetti sottoposti alla vigilanza della Consob sono tenuti ad inviarle; quello della audizione diretta dei predetti soggetti; quello costituito dalle ispezioni.

Dalle norme di legge concernenti l'attività ispettiva della Consob emerge come vari e diversi siano i soggetti nei cui confronti la Consob può esercitare poteri ispettivi e, correlativamente, diverse siano le finalità dell'attività ispettiva.

L'ambito applicativo dell'attività ispettiva, cioè i soggetti nei cui confronti tale attività si esplica, possono riassuntivamente così indicarsi:

- intermediari in titoli quotati;
- società ed enti che intendono ottenere l'ammissione dei propri titoli alla quotazione di borsa;
- società ed enti con titoli quotati in borsa;
- società ed enti con titoli quotati al mercato ristretto;
- società ed enti che sollecitano il pubblico risparmio;
- società ed enti autorizzati alla sollecitazione del pubblico risparmio c.d. porta a porta;
- società finanziarie;
- società che controllano o sono controllate da società quotate in borsa o al mercato ristretto, nonché società fiduciarie;
- società di revisione iscritte all'Albo speciale.

Nei confronti degli intermediari in titoli quotati, l'attività ispettiva risulta finalizzata all'accertamento della regolarità e dei modi di finanziamento delle operazioni di intermediazione e negoziazione poste in essere.

Nei confronti delle società (e loro controllanti e controllate) ed enti con titoli quotati, delle società ed enti che sollecitano il pubblico risparmio, delle società ed enti autorizzati alla sollecitazione c.d. porta a porta e delle società finanziarie, essa è volta invece ad accertare l'esattezza e completezza dei dati e delle notizie comunicati o pubblicati nonché la correttezza dei comportamenti posti in essere.

Nei confronti, infine, delle società di revisione, essa è volta ad accertare l'indipendenza, l'idoneità tecnica e il modo in cui esse esercitano il controllo contabile.

Come già rilevato in precedenti Relazioni annuali, la varietà di tipologia dei destinatari degli interventi ispettivi Consob e la connessa diversità delle finalità ad essi assegnate hanno sin qui reso estremamente complessa la definizione dell'assetto organizzativo della funzione ispettiva, che, tuttavia, costituisce tema centrale all'attenzione della Commissione.

In tale contesto, va comunque sottolineato il significativo ruolo svolto dagli interventi ispettivi realizzati nel corso del 1990 (44 in totale) al fine di rendere più efficace ed incisiva la complessiva attività di vigilanza esercitata dalla Commissione.

### **1. L'attività ispettiva nei confronti dei soggetti che fanno appello al risparmio diffuso**

La Commissione, nell'ambito dell'attività di vigilanza sui soggetti che fanno appello al pubblico risparmio, ha disposto nel 1990 l'effettuazione di accertamenti ispettivi nei confronti di 5 società fiduciarie e di 8 società autorizzate alla vendita a domicilio di prodotti finanziari.

Gli accertamenti disposti nei confronti di quattro società autorizzate alla vendita a domicilio di prodotti finanziari sono stati motivati da una situazione di protratta inattività da parte delle stesse ed hanno avuto ad oggetto la verifica del rispetto da parte delle medesime società delle norme di legge e regolamentari in materia.

Analogo oggetto hanno avuto altresì gli accertamenti ispettivi disposti nei confronti di un'altra società autorizzata alla vendita a domicilio di prodotti finanziari. A seguito degli accertamenti ispettivi, la Commissione ha revocato alla società in questione, stanti le gravi irregolarità riscontrate, l'autorizzazione alla vendita a domicilio di prodotti finanziari.

Nei confronti di una società fiduciaria è stata disposta una verifica ispettiva al fine di accertare le modalità di svolgimento dell'attività di amministrazione fiduciaria con particolare riferimento ai rapporti instaurati con una società autorizzata alla vendita a domicilio di prodotti finanziari, facente parte dello stesso gruppo societario. Nei confronti di tale ultima società la verifica ha avuto invece ad oggetto l'accertamento del rispetto da parte della società stessa delle disposizioni di legge e regolamentari in materia. All'esito degli accertamenti ispettivi, la Commissione ha disposto, per un verso, il divieto, nei confronti di ambedue le suindicate società, di sollecitare il pubblico risparmio relativamente ad operazioni per le quali non risultavano adempiuti gli obblighi informativi prescritti dall'art. 1/18 della legge 7 giu-

gno 1974, n. 216; per altro verso, la revoca, nei confronti della società autorizzata alla vendita a domicilio di prodotti finanziari, della relativa autorizzazione. La Commissione ha altresì provveduto ad inoltrare rapporto all'Autorità Giudiziaria nei confronti delle due società per ipotesi di violazione degli obblighi di cui agli artt. 1/18 e 1/18 *ter* della citata legge n. 216.

Relativamente ad una società fiduciaria sono state disposte in epoca diversa due ispezioni, la prima delle quali volta ad accertare l'esattezza e la completezza dei dati e delle notizie fornite alla Consob in relazione all'acquisizione di incarichi di amministrazione fiduciaria c.d. dinamica. In relazione agli esiti della prima ispezione, gli ulteriori accertamenti hanno poi avuto lo scopo di verificare le conseguenze sui patrimoni dei fiducianti del meccanismo attraverso il quale viene riconosciuta alla fiduciaria, da parte dei soggetti intermediari di borsa con i quali la stessa opera, un c.d. «premio di volume» correlato alla movimentazione dei conti dei fiduciari medesimi.

Nei confronti di una società autorizzata alla vendita a domicilio di prodotti finanziari, facente parte dello stesso gruppo societario della fiduciaria sopra menzionata, gli accertamenti ispettivi hanno riguardato il rispetto da parte della società stessa delle disposizioni di legge e regolamentari in materia.

Nei confronti di altra società fiduciaria sono stati disposti accertamenti ispettivi al fine di verificare l'eventuale svolgimento di attività di sollecitazione del pubblico risparmio concernente la sottoscrizione di titoli emessi da altra società.

Una ispezione ha inoltre riguardato una società autorizzata alla vendita a domicilio di prodotti finanziari facente parte dello stesso gruppo societario della fiduciaria, ed ha avuto ad oggetto la verifica del rispetto da parte della società stessa delle disposizioni normative in materia. All'esito delle suddette verifiche ispettive, la Commissione ha disposto, da un lato, il divieto, nei confronti di ambedue le suindicate società, di esecuzione dell'attività di sollecitazione del pubblico risparmio sopra descritta, dall'altro lato, la revoca alla società autorizzata alla vendita a domicilio di prodotti finanziari della relativa autorizzazione. In tale occasione, la Commissione ha altresì provveduto ad inoltrare rapporto all'Autorità Giudiziaria nei confronti delle due società per ipotesi di violazione degli obblighi di cui agli artt. 1/18 e 1/18 *ter* della citata legge n. 216.

Relativamente ad una società fiduciaria, l'attività ispettiva ha avuto lo scopo di accertare le modalità di acquisizione della massa fiduciaria nonché le modalità di svolgimento dell'attività di amministrazione fiduciaria connessa al prospetto informativo pubblicato mediante deposito presso l'Archivio Consob.

Un accertamento ispettivo è stato poi disposto nei confronti di una società fiduciaria con lo scopo di verificare i rapporti operativi e finanziari in essere con le società controllanti, nonché le modalità di acquisizione, nel primo semestre '90, di incarichi di amministrazione fiduciaria c.d. statica.

## 2. L'attività ispettiva nei confronti degli intermediari in titoli quotati

Nel corso del 1990 la Commissione, in esplicazione del generale potere di controllo conferitole dalla legge sull'operato degli intermediari in titoli quotati, ha disposto 29 accertamenti ispettivi, nei confronti rispettivamente di 5 agenti di cambio e 22 società commissionarie di borsa (per due delle quali sono state disposte due diverse e successive verifiche).

In quattro casi le ispezioni nei confronti di agenti di cambio hanno avuto carattere generale. Si è infatti proceduto a verificare: l'organizzazione generale amministrativa e contabile; la tenuta e la conservazione dei registri e delle scritture obbligatorie; la gestione dei rapporti con i committenti; l'entità delle operazioni di riporto dagli stessi poste in essere con particolare riferimento agli obblighi di denuncia di cui alla Delibera n. 274 del 5 ottobre 1977; 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 ispettivi nei confronti dell'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. 30 giugno 1932, n. 815; nonché le modalità di svolgimento ed i modi di finanziamento delle operazioni di borsa poste in essere in un arco di tempo determinato.

Sei ispezioni sono state disposte nei confronti di altrettante società commissionarie di borsa di Milano al fine di accertare la loro situazione patrimoniale e finanziaria, nonché i volumi ed i modi di finanziamento delle operazioni di borsa poste in essere in un arco di tempo determinato. Per una delle citate società commissionarie gli accertamenti ispettivi hanno riguardato anche la relativa composizione azionaria.

Nei confronti di altra delle suddette società è stato altresì disposto un supplemento di verifica volto ad accertare le concrete modalità operative e, in particolare, le operazioni effettuate per conto proprio e per conto terzi in un arco di tempo determinato. A seguito delle risultanze dell'ispezione, dapprima il Presidente della Commissione ha assunto un provvedimento urgente di invito alla competente Camera di commercio a ritirare le tessere di ingresso in borsa rilasciate ai rappresentanti ed al personale della commissionaria, e successivamente, stante anche la intervenuta dichiarazione di fallimento della società, la Commissione ha disposto la revoca dell'ammissione negli antirecinti alle grida della borsa valori di Milano della società stessa.

Nei confronti di una commissionaria di Roma, che aveva fatto istanza di subentro nell'ammissione agli antirecinti della borsa valori di Roma alla omonima ditta individuale, è

stata disposta una verifica ispettiva al fine di accertare il possesso dei requisiti di situazione patrimoniale e finanziaria di cui all'art. 2, terzo comma, del Regolamento Consob adottato con Delibera n. 3267 del 23 febbraio 1988, nonché la regolarità delle operazioni di borsa poste in essere in un arco di tempo determinato con specifico riferimento all'adempimento degli obblighi di garanzia di cui alla Delibera n. 929 del 3 luglio 1981. All'esito degli accertamenti effettuati, la Commissione ha disposto di rigettare l'istanza di subentro negli antirecinti alle grida avanzata dalla società commissionaria, contestualmente disponendo la revoca dell'ammissione già rilasciata alla omonima ditta individuale.

Riguardo ad una società commissionaria di borsa di Roma, è stata poi disposta una verifica ispettiva al fine di accertare il possesso dei requisiti di situazione patrimoniale e finanziaria di cui all'art. 2, terzo comma, del Regolamento Consob adottato con Delibera n. 3267 del 23 febbraio 1988, nonché la regolarità delle operazioni di borsa poste in essere in un arco di tempo determinato con specifico riferimento all'adempimento degli obblighi di garanzia di cui alla Delibera n. 929 del 3 luglio 1981. Nei confronti della suddetta società si è altresì proceduto ad accertare l'effettivo assetto proprietario e l'esistenza di rapporti operativi con un soggetto determinato. All'esito degli accertamenti ispettivi, il Presidente della Commissione ha assunto un provvedimento urgente di invito alla competente Camera di commercio a ritirare le tessere di ingresso in borsa rilasciate ai rappresentanti ed al personale della società commissionaria. Successivamente, la Commissione ha disposto la sospensione dell'ammissione della società negli antirecinti alle grida della borsa valori di Roma, procedendo, infine, alla revoca della suddetta ammissione.

Nei confronti di una commissionaria di borsa di Milano sono stati disposti due successivi accertamenti ispettivi. Il primo ha avuto come oggetto la verifica della situazione patrimoniale e finanziaria ad una data determinata, le modalità di estinzione dei crediti, l'ammontare dei crediti stessi a date individuate, nonché la regolarità ed i modi di finanziamento delle operazioni di vendita in conto proprio ed in conto terzi poste in essere in un determinato mese borsistico. Il secondo accertamento ispettivo è stato invece disposto al fine di verificare la situazione patrimoniale e finanziaria alla data di svolgimento dell'ispezione. All'esito degli accertamenti ispettivi effettuati, la Commissione ha dapprima disposto la sospensione dell'ammissione della società negli antirecinti alle grida della borsa valori di Milano e, successivamente, stante anche l'intervenuta dichiarazione di fallimento della società commissionaria in questione, ha disposto la revoca dell'ammissione stessa.

Nei confronti di una commissionaria di borsa di Torino è stata disposta una verifica ispettiva al fine di accertare la regolarità delle operazioni di borsa poste in essere in un arco di tempo determinato, con specifico riferimento all'adempimento degli obblighi di garanzia di cui alla Delibera n. 929 del 3 luglio 1981.

Relativamente ad una commissionaria di borsa di Milano gli accertamenti sono stati volti



a verificare la situazione patrimoniale e finanziaria, l'assetto organizzativo della società, l'entità e le modalità di finanziamento delle operazioni sia in conto proprio che in conto terzi poste in essere in un arco di tempo specificato, nonché l'entità del contenzioso in atto con la clientela. In relazione alle risultanze dell'ispezione, la Commissione ha provveduto a disporre la revoca dell'ammissione della società negli antirecinti alle grida della borsa valori di Milano.

Un'ispezione di carattere generale è stata disposta nei confronti di una commissionaria di borsa di Roma. Tale ispezione ha infatti riguardato l'assetto proprietario, la situazione patrimoniale e finanziaria, l'organizzazione amministrativa e contabile, con particolare riferimento alla tenuta ed alla conservazione dei registri e delle scritture obbligatorie, la gestione dei rapporti con i committenti e le controparti di borsa, nonché gli adempimenti previsti dalle Delibere n. 274 del 5 ottobre 1977 e n. 929 del 3 luglio 1991.

Nei confronti di una società commissionaria di borsa di Milano la verifica ispettiva ha avuto lo scopo di accertare l'effettiva situazione patrimoniale e finanziaria ad una data determinata anche sulla base dei dati relativi alla situazione esistente al momento dell'ispezione.

Una commissionaria di borsa di Roma è stata ispezionata al fine di accertare la natura dei rapporti contrattuali intercorrenti con la clientela con particolare riferimento all'attività di gestione di portafoglio.

Due ispezioni nei confronti di altrettante società commissionarie di Torino hanno avuto lo scopo di accertare le modalità di finanziamento delle operazioni di borsa dalle stesse poste in essere in un periodo di tempo determinato.

Nei confronti di due società commissionarie di borsa rispettivamente di Torino e Milano sono stati invece disposti accertamenti ispettivi al fine di verificare i rapporti finanziari ed operativi in essere tra le stesse, nonché tra ciascuna di esse ed altri soggetti appartenenti al medesimo gruppo societario.

Nei confronti di una società commissionaria di borsa di Napoli gli accertamenti hanno riguardato l'operatività della stessa, nonché la sua situazione patrimoniale e finanziaria alla data dell'ispezione.

Nei riguardi di una società commissionaria di borsa di Genova la verifica ispettiva ha avuto lo scopo di accertare le modalità di finanziamento delle operazioni di borsa in conto proprio poste in essere a partire da una determinata data.

Nei confronti di una commissionaria di borsa di Firenze gli accertamenti ispettivi hanno riguardato l'effettiva situazione patrimoniale e finanziaria della società sia al 31 dicembre sia alla data dell'ispezione.

Relativamente infine ad una società commissionaria di borsa di Torino l'ispezione ha avuto ad oggetto l'accertamento delle modalità di finanziamento delle operazioni di borsa poste in essere, la tipologia della clientela, la natura e le modalità di svolgimento dell'attività

di negoziazione in borsa con riguardo, altresì, ai rapporti eventualmente intercorsi con uno specifico singolo imprenditore intermediario in titoli quotati.

### **3. L'attività ispettiva nei confronti delle società di revisione iscritte all'Albo speciale**

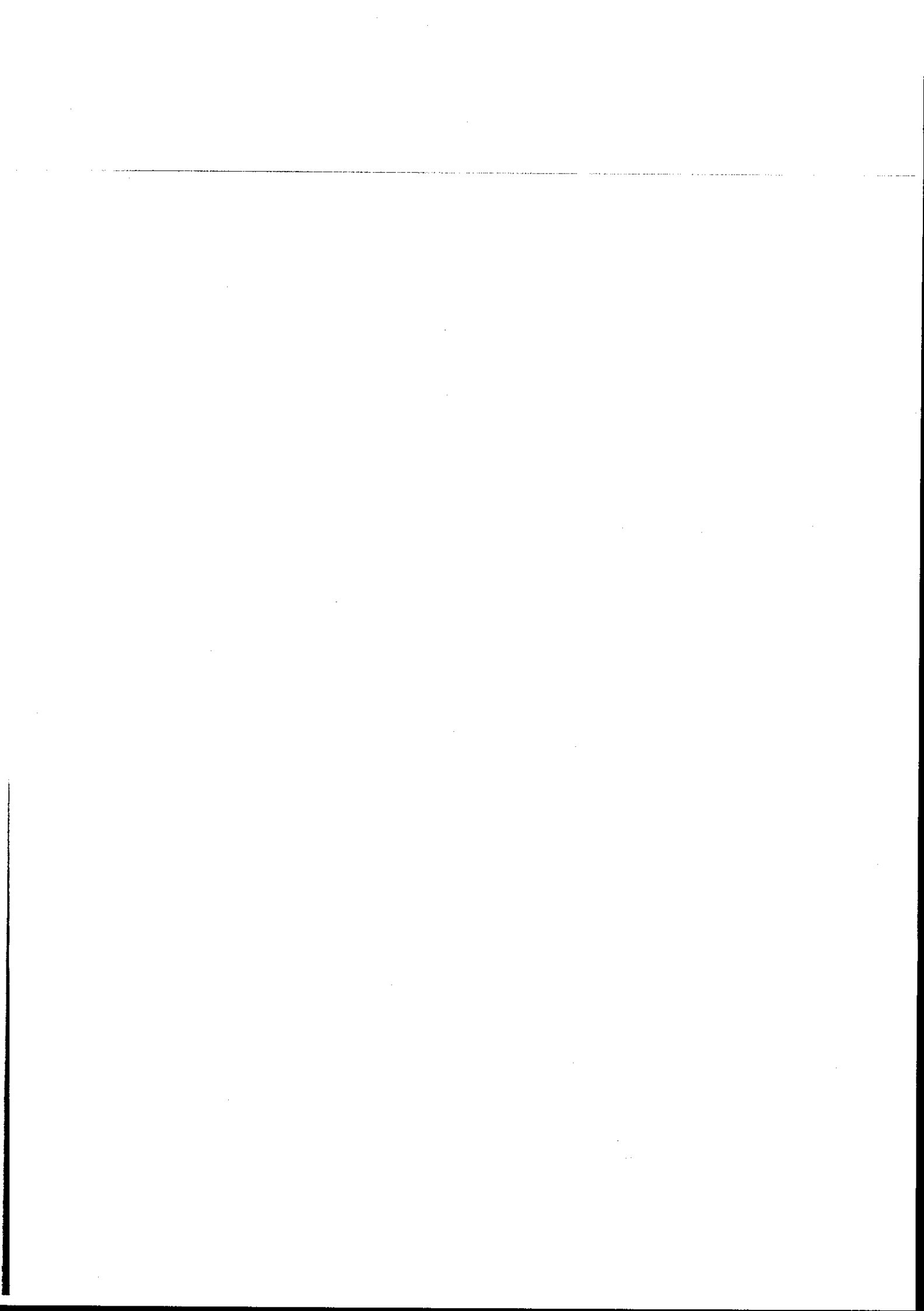
Nell'ambito dell'attività di vigilanza sulle società di revisione iscritte all'Albo speciale, la Commissione ha disposto, nel corso del 1990, 3 accertamenti ispettivi.

In un caso la verifica ha avuto lo scopo di accertare la natura dei rapporti intercorsi con una società fiduciaria; l'idoneità tecnica e le modalità di svolgimento dell'attività di controllo contabile, con particolare riferimento all'attività di revisione e certificazione dei bilanci di una società per azioni e di una società a responsabilità limitata; l'esistenza di eventuali situazioni di incompatibilità ai sensi degli artt. 3 e 8 del d.P.R. n. 136 del 1975; la corrispondenza tra le notizie fornite alla Consob ai sensi dell'art. 10, secondo comma, dello stesso decreto, e la documentazione esistente presso la società stessa, nonché l'eventuale espletamento di attività non ricomprese nell'oggetto sociale.

In un altro caso gli accertamenti hanno avuto ad oggetto le modalità di svolgimento dell'attività di revisione e certificazione dei bilanci dell'esercizio 1988 di una società di *leasing* e delle sue controllate.

In un ulteriore caso, infine, la verifica ispettiva ha avuto ad oggetto l'accertamento dell'indipendenza della società, in relazione ai lavori di revisione svolti nel triennio 1985-1988 sulla contabilità e sul bilancio di una società di gestione di fondi comuni d'investimento mobiliare e sulla contabilità e sui rendiconti trimestrali dei fondi stessi, nonché l'idoneità tecnica e l'indipendenza riguardo al controllo contabile effettuato sul bilancio dell'esercizio 1987 di una società per azioni.

Va osservato che, stante la complessità e la vastità delle problematiche risultanti dalle verifiche ispettive in questione, sono tuttora in corso da parte degli Uffici della Commissione le conseguenti e connesse attività istruttorie.



## Capitolo VIII

### GLI AFFARI LEGALI E L'ATTIVITÀ DI RICERCA

#### 1. L'inoltro di rapporti all'Autorità Giudiziaria

Nell'anno in esame sono stati trasmessi all'Autorità Giudiziaria penale 574 rapporti inerenti:

- a) in un caso, 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 una società con titoli quotati;
- b) in 97 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 18 enti/società con titoli quotati, di 64 società finanziarie di cui all'art. 1/19 della citata legge, di 7 società fiduciarie sollecitanti il pubblico risparmio ai sensi degli artt. 1/18 e ss. della stessa legge e di 8 società autorizzate dalla Consob alla vendita a domicilio di prodotti finanziari;
- c) in 116 casi, ad ipotesi di violazione dell'art. 1/5 della legge n. 216 del 1974 (falsa, omessa o ritardata comunicazione di partecipazioni o di variazione di partecipazioni) da parte di 21 enti/società con titoli quotati, di una società con titoli sospesi, di 53 società non quotate, di 32 società estere e di 9 persone fisiche;
- d) in 43 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 298 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 17 casi, ad ipotesi di violazione degli artt. 1/18 e ss. della legge n. 216 del 1974 (omessa comunicazione di operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio — in 10 casi realizzata anche mediante vendita a domicilio di prodotti finanziari in carenza di relativa autorizzazione ovvero in violazione di disposizioni di cui al Regolamento Consob adottato con Delibera n. 1739 del 10 luglio 1985 — e omessa pubblicazione di prospetto informativo) da parte di 6 società fiduciarie, di 6 società autorizzate dalla Consob alla vendita a domicilio di pro-

dotti finanziari, di una società commissionaria, di una società estera, di 11 società per azioni non quotate, di una società a responsabilità limitata e di 5 persone fisiche;

g) in un caso, ad ipotesi di violazione degli obblighi di cui all'art. 14 del d.P.R. 31 marzo 1975, n. 136, da parte di una società di revisione;

h) in un caso, ad ipotesi di violazione dell'art. 640 del codice penale (truffa) da parte di un agente di una società autorizzata dalla Consob alla vendita a domicilio di prodotti finanziari.

## 2. Il contenzioso

Con due distinti ricorsi la Miller & Benson s.p.a. ha impugnato le note di Banca d'Italia e della Consob con le quali si riteneva improponibile l'operazione di offerta ai soci di contratti di finanziamento da parte della medesima società.

In particolare col primo ricorso, notificato anche nei confronti di questa Commissione in data 21.3.1990, è stato richiesto l'annullamento della nota di Banca d'Italia n. 00029007 del 5.2.1990, ove ad essa fosse attribuita natura provvedimento. Successivamente con ricorso notificato in data 28.3.1990 si è chiesto l'annullamento della nota Consob n. 00855 dell'8.2.1990.

La medesima Miller & Benson aveva in precedenza presentato ricorso al TAR del Piemonte per l'annullamento della Delibera Consob n. 4370 del 29 novembre 1989 recante divieto di esecuzione dell'operazione di sollecitazione del pubblico risparmio da parte della stessa Miller & Benson.

Per tale ricorso l'Avvocatura distrettuale dello Stato di Torino aveva sollevato ricorso per regolamento di competenza, sostenendo che una tale controversia doveva essere esaminata dal TAR del Lazio.

Con ricorso notificato il 10 novembre 1989 il sig. Domenico Quarta ha chiesto l'annullamento e la sospensione della Delibera Consob 5 settembre 1989 n. 4232 con cui si revocava la precedente Delibera n. 3775 del 22 novembre 1988 approvante la nomina del sig. Domenico Quarta a rappresentante alle grida. Il TAR della Lombardia ha accolto la domanda incidentale di sospensione del provvedimento impugnato nella parte in cui tale provvedimento eccede il termine di sei mesi previsto dall'art. 20, r.d. 4.8.1913, n. 1068.

In data 27 febbraio 1990 è stato notificato alla Commissione il ricorso presentato dalla More Stephens di Giancarlo Rossi & Co. s.a.s. al TAR del Lazio per l'annullamento della Delibera Consob n. 4380 del 6 dicembre 1989 con la quale veniva revocato, ai sensi dell'art. 2, nono comma, del d.P.R. n. 136/1975, il conferimento dell'incarico di revisione e certificazione deliberato dall'assemblea ordinaria della San Paolo Gruppo Periodici s.r.l. in favore della citata società di revisione.

Nella seduta del 27 agosto 1990 la Commissione ha deliberato di impugnare, ai sensi

dell'art. 6 del d.P.R. 31 marzo 1975, n. 136, la Deliberazione assembleare della Scotti Finanziaria s.p.a. che ha approvato il bilancio della medesima società chiuso al 31.10.1989. L'Avvocatura distrettuale di Milano ha provveduto a stendere per conto della Commissione l'atto di citazione ed a notificarlo alla Scotti Finanziaria il 13 settembre 1990. La causa è stata così iscritta al n. 14050/90 del ruolo generale del Tribunale di Milano.

Avverso la Delibera n. 4803 del 24 luglio 1990 con cui la Consob ha disposto la revoca dell'ammissione della Giammei & C. s.p.a. negli antirecinti alle grida della borsa valori di Roma, la medesima società Giammei ha proposto ricorso al TAR del Lazio. Il ricorso, notificato alla Consob il 31 ottobre 1990, conteneva pure un'istanza cautelare di sospensione del provvedimento che era respinta dal medesimo TAR del Lazio in data 5 dicembre 1990, ma successivamente accolta in appello con ordinanza del Consiglio di Stato del 1° febbraio 1991.

Con ricorso, notificato alla sola Avvocatura dello Stato l'8 ottobre 1990, la Pubblica Primomercato s.p.a. ed il sig. Mendella hanno impugnato la Delibera Consob n. 4829 del 31 luglio 1990 recante il divieto definitivo delle operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio poste in essere dai detti soggetti tramite trasmissioni televisive.

In precedenza la Pubblica Primomercato ed il sig. Mendella avevano impugnato anche la Delibera Consob n. 4736 del 19 giugno 1990 recante la sospensione cautelativa delle predette operazioni di sollecitazione per il termine di sessanta giorni.

In data 16 gennaio 1991 la Gruppo Eurocentro, in persona del suo amministratore delegato sig. Riccardo Poggianti, ha impugnato presso il TAR del Lazio la Delibera Consob n. 5000 del 13 novembre 1990, con la quale la Commissione aveva definitivamente vietato le operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio poste in essere tramite programmi radiotelevisivi e pubblicità sulla stampa locale.

Anche in questo caso era stata in precedenza impugnata al medesimo Tribunale amministrativo regionale dai medesimi soggetti la Delibera (n. 4888 del 18.9.90) di sospensione cautelativa, per sessanta giorni, della attività sollecitatoria in questione.

La domanda incidentale di sospensione del provvedimento definitivo di divieto dell'operazione è stata respinta dal TAR del Lazio.

### **3. L'attività di esame delle segnalazioni e dei reclami provenienti dai privati**

La Commissione, come già rilevato nella Relazione per l'anno 1988, è destinataria di una notevole quantità di lettere provenienti, in misura crescente, da privati cittadini che contengono richieste di chiarimenti, dati, informazioni ovvero lamenti di vario tipo, esposti, denunce, richieste d'intervento, sintomatiche di una diffusa esigenza di tutela del consumatore di prodotti finanziari.

In materia la Commissione si trova ad intervenire in uno spazio non coperto da trama normativa, attesa la mancanza, nella legge istitutiva della Consob e nella normativa successiva, di disposizioni analoghe a quelle che hanno dotato un organismo avente natura istituzionale affine come l'I.S.V.A.P. di un'apposita struttura con il compito — funzionale a una serie di attività ulteriori legislativamente indicate — di raccogliere i «reclami» presentati dagli interessati nei confronti degli enti e delle imprese soggetti al controllo del predetto istituto.

Peraltro, come rappresentato nella ricordata Relazione, considerazioni improntate a sensibilità per la posizione del contraente economicamente più debole e al tema dell'interesse individuale e collettivo dei risparmiatori, pur in mancanza di specifici obblighi procedurali, hanno determinato la Commissione sul finire del 1988 ad attivare, presso l'Area studi giuridici, una apposita funzione di centro di raccolta, esame e valutazione delle richieste, esposti e doglianze varie dei privati, con il compito di fornire tendenzialmente riscontro, sussistendone i presupposti, ad ogni singola richiesta o segnalazione.

Dall'epoca, pertanto, l'esame delle questioni così prospettate all'Istituto non è più limitato, come in precedenza, all'accertamento di aspetti di eventuale illiceità penale dei fatti segnalati ai fini dell'inoltro di denuncia, ricorrendone le condizioni, all'Autorità Giudiziaria competente.

Nello svolgimento di tale attività, risultano pervenute nel 1990 495 comunicazioni a vario titolo da parte di privati (480 nel 1989) a fronte delle quali sono state fornite risposte ovvero formulate richieste istruttorie in numero di 170 (140 nel 1989).

È peraltro da rilevare che nell'anno di riferimento si è, altresì, provveduto all'archiviazione della documentazione pervenuta in 220 casi circa che non richiedevano risposta ovvero in cui non si è ravvisata l'esigenza di procedere, dopo l'esame effettuato, ad ulteriori accertamenti.

In particolare, per quanto concerne gli esposti anonimi, intendendosi per tali sia quelli mancanti di sottoscrizione, sia quelli che recano elementi di identificazione del mittente chiaramente apocrifi, si segnala che il loro numero ammonta al 10% circa del totale.

Gli esposti anonimi vengono archiviati ove contengano affermazioni palesamente infondate ovvero del tutto generiche, mentre si dà corso agli opportuni accertamenti laddove espongano circostanziati elementi di riferimento che possono attivare funzioni di vigilanza.

La tipologia della corrispondenza pervenuta nell'anno di riferimento è risultata quanto mai varia ed articolata.

I casi tipici e più frequentemente ricorrenti concernono:

a) doglianze relative ad asserite irregolarità nelle procedure di sottoscrizione o rimborso di quote di fondi comuni di investimento mobiliare, in particolare per ritardi nell'avvaloramento o nel rimborso delle quote stesse (è interessante notare che le doglianze della specie assommano a circa il 50% del totale);

b) doglianze concernenti l'operatività degli intermediari (banche, commissionarie, agenti

di cambio, ecc.) per operazioni relative a valori mobiliari, specialmente per addebiti di spese, commissioni, ecc. asseritamente non dovuti ovvero per risultati negativi di gestioni patrimoniali;

c) doglianze relative a fatti appropriativi posti in essere da agenti di reti di vendita, cui seguono spesso controversie sulla risarcibilità del danno per il concorso del comportamento colposo del danneggiato e quindi contestazioni sull'operatività della copertura assicurativa;

d) doglianze relative a collocamenti di titoli azionari tra il pubblico essenzialmente per asserita violazione dei criteri di riparto nel caso di operazioni accolte con molto favore dal mercato;

e) segnalazioni di comportamenti di società quotate ritenuti irregolari, con riferimento soprattutto ad operazioni di aumento del capitale asseritamente lesive dei diritti degli azionisti o ancora a presunte limitazioni del diritto di informazione e discussione dei soci in assemblea.

A questi casi si aggiungono richieste varie di informazioni, formulate con speciale riferimento a società i cui titoli sono stati sospesi o revocati dalla quotazione ovvero ad investimenti effettuati in società fiduciarie poi assoggettate alla procedura della liquidazione coatta amministrativa.

È da rilevare che non di rado le doglianze denotano scarsa conoscenza, da parte del pubblico degli investitori, dei limiti dei poteri propri di un organo amministrativo, quale è la Consob, il che rende il «colloquio» tra cittadino ed istituzione non del tutto agevole proprio per incomprendimento dei meccanismi che ne regolano l'azione.

In particolare, frequentemente si constata che all'Istituto viene attribuito, da chi ad esso si rivolge, un ruolo sostanzialmente analogo a quello del giudice, che ha il potere di giudicare, nell'ambito di un rapporto contrattuale controverso portato alla sua cognizione, quale delle parti in causa ha torto e quale ha ragione.

Non mancano peraltro casi di doglianze talmente fondate che la semplice richiesta di chiarimenti, rivolta dalla Commissione a soggetti sottoposti al controllo dell'Istituto, è risultata spiegare effetti positivi ai fini della definizione di taluna delle questioni evidenziate dai privati.

#### **4. L'attività di ricerca giuridica ed economica**

Nel corso del 1990 l'attività di ricerca svolta dall'Area studi giuridici ed economici è stata volta:

- a) alla costituzione di banche dati riguardanti diversi aspetti del mercato mobiliare;
- b) all'approfondimento dello studio di alcuni aspetti specifici riguardanti i soggetti e le caratteristiche istituzionali e regolamentari del mercato.

Per quanto riguarda il punto a), è stata avviata la costituzione di due banche dati. La



prima è una banca dati storica del mercato mobiliare, alla cui costituzione dovrebbero partecipare in primo luogo la Banca d'Italia, la Consob e un numero ristretto ma qualificato di altre istituzioni. Questa banca dati ha lo scopo di colmare una grave lacuna informativa costituita dalla mancanza di dati affidabili e strutturati in modo organico ed efficiente sul mercato mobiliare. La banca dati dovrà fornire una visione storica completa del mercato attraverso le informazioni anagrafiche sui titoli e le società emittenti, i principali dati di bilancio delle società quotate e i dati relativi alle contrattazioni dei singoli titoli e a livello aggregato.

La seconda banca dati per la quale sono stati avviati i lavori di reperimento e immissione dati è rivolta a raccogliere in maniera sistematica le informazioni fornite dai prospetti informativi presentati alla Consob in occasione di emissione e vendita di titoli. L'obiettivo è quello di fornire le basi informative per lo studio della struttura del mercato della raccolta di capitale da parte delle società quotate, con attenzione sia alle caratteristiche degli emittenti sia alla struttura dell'industria dell'intermediazione finanziaria. Anche questa banca dati avrà carattere storico e sarà aggiornata costantemente: sono già stati classificati i prospetti presentati nel corso del 1990 e presto verrà intrapresa l'opera di ampliamento della serie agli anni immediatamente precedenti.

Per quanto riguarda il punto b), l'esigenza di contribuire a sviluppare la riflessione economica sui temi di interesse istituzionale ha portato alla creazione di una nuova pubblicazione della Consob a carattere scientifico: i «Quaderni di Finanza». Si tratta di una collana di studi riguardanti aspetti teorici, empirici ed istituzionali dei mercati finanziari, destinata a raccogliere le riflessioni elaborate nell'attività di ricerca svolta all'interno della Consob ma anche aperta a contributi esterni che possono portare un utile apporto al dibattito scientifico sui temi finanziari. L'obiettivo è di creare un'ulteriore occasione di confronto e stimolo reciproco tra riflessione teorica e le esigenze operative e decisionali di chi opera sui mercati finanziari, sia in veste di responsabile dei compiti di vigilanza e di regolamentazione sia in veste di soggetto attivo dei mercati stessi.

Nel 1990, è stato pubblicato il primo Quaderno di Finanza contenente uno studio, elaborato nell'ambito dell'Ufficio studi economici della Consob, relativo al tema dell'informazione sui mercati finanziari e, in particolare, alla definizione del concetto di *insider trading* e dei suoi principali effetti sul corretto ed efficiente funzionamento del mercato mobiliare. È in corso di pubblicazione un secondo Quaderno, sempre basato su una ricerca condotta dall'Ufficio studi economici della Consob, relativo alla interdipendenza e integrazione delle borse internazionali e specialmente della borsa di Milano negli ultimi dieci anni.

Con l'ausilio di un ristretto nucleo di consulenti economici la Consob ha anche avviato nel corso del 1990 lo studio di alcuni temi quali la struttura e il ruolo dei gruppi societari, l'innovazione finanziaria e l'industria del collocamento di titoli; del risultato di questa attività di ricerca si potrà dare conto nella Relazione per il 1991.

## Capitolo IX

### L'ATTIVITÀ INTERNAZIONALE

Nel corso del 1990 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 della procedura di recepimento delle direttive stesse nella normativa italiana.

Inoltre, ha partecipato all'attività dell'Organizzazione internazionale delle Commissioni di valori mobiliari-OICV, che raccoglie gli organismi di controllo dei mercati di valori mobiliari di 45 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.

La Consob ha anche contribuito attivamente ai lavori dei Comitati e dei gruppi di lavoro dell'OCSE, dedicati ad argomenti attinenti ai valori mobiliari.

Infine, la Consob ha partecipato agli incontri indetti, nell'ambito della Banca dei Regolamenti Internazionali, tra Autorità di vigilanza del settore creditizio e dei mercati di valori mobiliari.

#### **1. La cooperazione nell'ambito della Comunità europea**

##### *1.1 Le direttive comunitarie in materia di mercato dei valori mobiliari*

##### *1.1.1 Direttiva del Consiglio del 23 aprile 1990 n. 90/211/CEE che modifica la direttiva n. 80/390/CEE per quanto riguarda il reciproco riconoscimento dei prospetti di offerta pubblica come prospetti di ammissione alla quotazione ufficiale ad una borsa valori*

In data 23 aprile 1990 il Consiglio ha adottato la direttiva n. 90/211/CEE che modifica la direttiva 80/390/CEE per quanto concerne il reciproco riconoscimento dei prospetti di of-

ferta pubblica come prospetti di ammissione alla quotazione ufficiale di una borsa valori.

Il testo della citata direttiva è identico a quello della posizione comune adottata dal Consiglio medesimo in data 13 novembre 1989 e diffusamente illustrato nel corso della Relazione annuale per il 1989 cui si rinvia.

### 1.1.2 Proposta modificata di direttiva sui servizi d'investimento in valori mobiliari

Nel corso del 1990 sono proseguite presso il Consiglio CEE le riunioni del gruppo incaricato di esaminare la proposta modificata di direttiva sui servizi di investimento, presentata dalla Commissione CEE in data 8 gennaio 1990.

Scopo della proposta di direttiva è essenzialmente quello di 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.

Dei contenuti della proposta modificata di direttiva si è direttamente trattato nella Relazione annuale per il 1989. Nel 1990 le riunioni del gruppo di lavoro hanno avuto riguardo soprattutto alla delimitazione dell'ambito di applicabilità della proposta di direttiva attraverso la definizione della lista di attività che gli intermediari possono svolgere, alla elaborazione di una nozione di mercato regolamentato e alla opportunità di concentrare gli scambi di valori ammessi a negoziazione in mercati regolamentati nei mercati stessi.

Nel corso del semestre di presidenza italiana, la Commissione CEE ha predisposto una proposta informale di compromesso per quanto riguarda il controverso punto della concentrazione delle transazioni in valori mobiliari in mercati regolamentati dalla Comunità.

La proposta della Commissione CEE è incentrata su tre aspetti principali:

- a) la facoltà per gli stati membri di imporre, in determinati casi, agli intermediari di eseguire le transazioni in mercati regolamentati;
- b) la libertà degli investitori di decidere che la transazione sia effettuata al di fuori di mercati regolamentati;
- c) l'obbligo di *reporting* alle Autorità di controllo.

a) Gli stati membri hanno facoltà di prevedere un obbligo per gli intermediari di eseguire le transazioni in mercati regolamentati nelle seguenti ipotesi:

1) la transazione è inferiore ad un certo importo (peraltro non determinato). In tal modo, il mercato dei blocchi non sarebbe concentrato; la concentrazione riguarderebbe le sole transazioni di piccoli o medi investitori (c.d. *retail market*);

2) gli strumenti finanziari cui si potrebbe applicare la concentrazione sarebbero le azioni «o strumenti equivalenti». Rimarrebbero, pertanto, escluse le obbligazioni, i *futures*, le

*options*, gli strumenti del mercato monetario;

3) l'investitore sia residente nello stato membro in questione (nella fattispecie quello ospitante);

4) vi sia stata offerta di servizi da parte dell'impresa di investimento, tramite succursali o libera prestazione di servizi, essendo, pertanto, esclusa l'ipotesi in cui l'investitore di sua iniziativa si rivolga all'impresa di investimento.

b) In conformità ai principi stabiliti dal Trattato, agli investitori è riconosciuto il diritto «di esprimere esplicitamente il proprio accordo affinché i loro ordini siano eseguiti fuori del mercato regolamentato».

c) È previsto un obbligo di comunicazione delle transazioni (prezzo e quantità) alle Autorità di controllo entro il primo giorno lavorativo successivo a quello in cui è avvenuta la transazione. La disposizione è dettata, principalmente, per motivi di controllo delle operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni riservate (*insider trading*).

La Commissione CEE prevede, infine, un generico diritto per gli investitori ad accedere alle informazioni sulle transazioni (prezzo e quantità) fornite alle Autorità di controllo.

In luogo della *disclosure* al mercato di prezzi e quantità trattate gli investitori potrebbero, in tal modo, accedere, anche se non agevolmente, alle informazioni in questione.

A seguito delle discussioni sviluppatesi nel gruppo di lavoro presso il Consiglio CEE il Segretariato del Consiglio ha elaborato una ulteriore proposta di compromesso, non esaminata sotto la presidenza italiana. La proposta si discosta da quella predisposta dalla Commissione sui seguenti punti principali:

1) gli stati membri possono subordinare l'autorizzazione dell'investitore all'intermediario ad effettuare l'operazione al di fuori di mercati regolamentati ad una «espressione esplicita» di detta autorizzazione;

2) l'estensione dell'obbligo di concentrazione riguarda gli strumenti finanziari che figurano nell'allegato alla proposta di direttiva e che sono trattati in mercati regolamentati;

3) la data e l'ora della transazione, rilevante per la verifica del rispetto delle regole di condotta (si pensi all'ordine cronologico per l'inoltro degli ordini dei clienti);

4) disposizioni da parte degli stati membri volte a permettere, invece, agli investitori un agevole e tempestivo accesso ai «riferimenti pertinenti» per valutare in qualsiasi momento i termini di ciascuna singola transazione. Per le azioni detti riferimenti consistono in prezzo e volume delle più recenti singole transazioni.

Nella proposta di compromesso complessivo del Segretariato vi sono, inoltre, disposizioni che disciplinano gli intermediari persone fisiche, che possono beneficiare del passaporto

europeo solo se il patrimonio destinato all'esercizio di impresa è «protetto dai debiti personali» assunti.

Per quanto attiene alle norme di condotta, verrebbe consentito di tener conto della natura professionale dell'investitore cui è offerto il servizio.

Nelle more della predisposizione di una normativa comunitaria, agli stati membri ospitanti verrebbe consentito di imporre l'adesione al proprio sistema di garanzia a quegli intermediari che offrano la prestazione di servizi, qualora privi della garanzia di un fondo od assistiti da una garanzia che assicuri un livello di protezione inferiore di quella del paese ospitante.

Ancora aperto rimane invece il problema dell'accesso diretto delle banche in borsa. La Commissione sembrerebbe orientata ad adottare un regime transitorio che incontrerebbe tuttavia l'opposizione degli stati membri.

### *1.1.3 Proposta di direttiva del Consiglio CEE in materia di requisiti di capitale per le imprese di investimento bancarie e non bancarie*

La proposta di direttiva sui servizi di investimento è poi completata da una proposta di direttiva, presentata dalla Commissione CEE al Consiglio il 30 aprile 1990, avente ad oggetto la disciplina dei requisiti patrimoniali delle imprese di investimento e degli enti creditizi.

Obiettivo della proposta di direttiva in questione è quello di indicare i requisiti patrimoniali che gli intermediari devono possedere affinché risulti garantita la loro stabilità.

La proposta di direttiva stabilisce l'entità di capitale iniziale delle imprese di investimento, l'entità dei fondi propri che dette imprese devono possedere e le misure prudenziali che devono adottare per far fronte ai rischi di mercato. L'individuazione in ambito CEE di omogenei requisiti di capitale sembra costituire, inoltre, un presupposto primario per il riconoscimento reciproco delle autorizzazioni all'esercizio di attività, previsto dalla proposta di direttiva in materia di servizi di investimento. In particolare, quest'ultima assoggetta anche le imprese di investimento che siano enti creditizi, autorizzati ai sensi della seconda direttiva banche, alle disposizioni della direttiva sui requisiti di capitale relative ai rischi di posizione.

Per quanto riguarda gli intermediari che sono al contempo enti creditizi autorizzati ai sensi della seconda direttiva banche, il capitale iniziale è già previsto dalla direttiva stessa.

Sempre per quanto riguarda gli enti creditizi si deve rilevare che essi sono già sottoposti alla disciplina dettata dalla direttiva 86/647/CEE del 18 dicembre 1989 sui coefficienti di solvibilità degli enti creditizi per una quota essenziale del rischio connesso con le loro attività.

I principali problemi emersi nel corso delle discussioni dell'apposito gruppo di lavoro che ha portato alla formulazione della proposta di direttiva possono essere individuati come segue:

- 1) categorie di rischio rilevanti;

- 2) requisiti di capitale minimo iniziale;
- 3) definizione di capitale;
- 4) doveri di informazione.

#### 1) *Categorie di rischio rilevanti*

Le categorie di rischio considerate nell'ambito del gruppo di lavoro sono: a) rischio di posizione, b) rischio di contropartita/liquidazione, c) rischio di cambio.

a) Il rischio di posizione consiste nel rischio cui è esposto l'intermediario quando svolge attività in conto proprio (*dealer*). Tale rischio viene suddiviso in due categorie: i) rischio specifico legato alla situazione finanziaria dell'emittente del titolo, e ii) rischio generale di mercato (fluttuazioni del prezzo del titolo o dei tassi di cambio/interesse).

b) Il rischio di contropartita/liquidazione costituisce, invece, il rischio dell'inadempimento della controparte o, nel caso di operazioni eseguite dall'intermediario non in proprio, ma per conto di un cliente, dell'inadempimento da parte del cliente medesimo.

c) Il rischio di cambio, relativo alla fluttuazione del corso delle valute in relazione ad operazioni su titoli denominati in valuta diversa da quella nazionale.

Sussistono poi 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 ai tipi di rischio precedentemente individuati.

Rilevanti problemi sono emersi, in sede di gruppo di lavoro, in relazione alla determinazione dei requisiti di capitale posti a fronte del rischio di posizione e all'opportunità di applicare il medesimo trattamento sia alle imprese di investimento sia agli enti creditizi che, autorizzati ai sensi della seconda direttiva banche, operano in valori mobiliari.

Il problema della predisposizione di adeguate norme prudenziali riguardo ai rischi cui sono esposti gli intermediari è attualmente allo studio nell'ambito del Comitato di Basilea al fine di individuare parametri comuni per intermediari enti creditizi e diversi dagli enti creditizi.

In particolare, viene esaminato il rischio di variazione del tasso d'interesse relativo ai titoli obbligazionari ed il rischio di mercato relativo ai titoli azionari posseduti da imprese bancarie e non bancarie in due distinti gruppi di lavoro.

Sull'applicazione del rischio di credito ad intermediari di matrice non bancaria non vi è ancora un orientamento omogeneo. A giudizio di alcuni, l'intermediario mobiliare che non sia ente creditizio non corre un vero e proprio rischio di credito, perché non detiene il titolo in portafoglio come investimento.

Il testo della Commissione prevede un'opzione fra due sistemi alternativi. Secondo il primo sistema, le Autorità di vigilanza competenti dovranno esigere il rispetto da parte degli enti creditizi dei criteri fissati dalla direttiva sui coefficienti di solvibilità (direttiva n. 89/647/CEE).

Inoltre, le banche dovranno disporre di fondi adeguati a copertura del rischio di cambio nonché predisporre sistemi adeguati, approvati dalle Autorità di vigilanza, per il controllo dell'esposizione al rischio di mercato.

Alternativamente, le Autorità dei singoli paesi membri hanno facoltà di introdurre un sistema che prevede l'applicazione 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, mentre i requisiti della direttiva sui coefficienti di solvibilità rimarranno applicabili alla rimanente attività dell'ente creditizio.

Tuttavia, è all'esame la proposta volta ad introdurre un metodo unitario di calcolo, applicabile tanto agli enti creditizi che alle imprese di investimento non bancarie, che eliminerebbe l'opzione sopracitata e individuerebbe i diversi rischi secondo un metodo analitico per ciascuna posizione aperta dell'intermediario.

## 2) Requisiti di capitale minimo iniziale

La proposta della Commissione ha indicato come capitale iniziale minimo l'importo di 500.000 ECU che può essere ridotto a 50.000 ECU qualora l'impresa di investimento non sia autorizzata a detenere contanti o titoli della clientela e non assuma rischi di alcun genere. Per gli intermediari che prestano servizi di gestione di portafoglio il capitale minimo è previsto in 100.000 ECU.

Il dibattito tra gli stati membri sul livello di capitale iniziale, riflette due punti di vista concettualmente antitetici:

- a) capitale iniziale molto elevato, stabilito secondo il tipo di attività svolto dall'impresa, posto a copertura genericamente di ogni rischio possibile;
- b) capitale iniziale relativamente basso, variabile poi in funzione dell'esposizione a rischio dell'impresa.

Le soluzioni divergenti sopra citate derivano dalla contrapposizione della figura di «banca universale» propria del sistema tedesco con quella della pura «*securities house*» caratteristica del sistema anglosassone. Per queste ultime, infatti, i requisiti di capitale previsti nel sistema inglese sono minori e possono ridursi sostanzialmente alla garanzia prestata dalla casa madre. Sotto questo profilo, le banche universali sarebbero pregiudicate nella concorrenza alle pure imprese di investimento, in quanto vincolate al rispetto di requisiti di capitale che vengono stabiliti in relazione al consolidato delle attività dell'ente creditizio.

Nell'ambito del Gruppo di lavoro si sta esaminando l'opportunità di considerare gli importi di capitale minimo in funzione dei rischi legati al tipo di attività svolta dagli intermediari.

### 3) Definizione di capitale

La definizione di capitale adottata dalla proposta rinvia, sia per gli enti creditizi sia per le pure imprese di investimento, alla nozione adottata dalla direttiva 89/299 sui fondi propri degli enti creditizi, e comprende capitale sociale versato, riserve e utili non distribuiti.

È, tuttavia, consentito alle Autorità competenti adottare i criteri alternativi, previsti all'allegato 6 della proposta, i quali permettono, in particolare, di 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 nei limiti ed alle condizioni stabilite nell'allegato medesimo. In particolare, nel riformulare il testo di proposta, la Commissione ha ridotto l'ammontare massimo dei prestiti subordinati computabili quali fondi propri dal 400% al 250% del capitale sociale.

Tuttavia, da parte di alcuni stati membri, si era sostenuta la necessità di affiancare ai mezzi patrimoniali veri e propri ed ai *subordinated loans* forme ancora più flessibili di copertura dei rischi, in specie le garanzie fideiussorie prestate a favore dell'intermediario. La Commissione ha specificato che, mentre i prestiti subordinati costituiscono somme effettivamente versate, le garanzie fideiussorie non offrono una assoluta certezza circa la loro corresponsione in caso di necessità, giustificando quindi la loro esclusione ai fini della determinazione del capitale.

### 4) Obblighi di informazione

La proposta contiene disposizioni in relazione agli obblighi di informazione gravanti sulle imprese di investimento nei confronti delle Autorità di vigilanza.

Per gli enti creditizi si sta ancora esaminando la cadenza con la quale le Autorità di vigilanza dovranno ricevere le informazioni.

Le imprese sono comunque obbligate a comunicare immediatamente alle Autorità competenti ogni eventuale inottemperanza ai requisiti di capitale nella quale siano incorse.

#### 1.1.4 Posizione comune del Consiglio CEE sulla proposta di direttiva relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività illecite

La proposta di direttiva, presentata dalla Commissione al Consiglio il 23 marzo 1990 e discussa nell'apposito gruppo di lavoro presso il Consiglio CEE, ha lo scopo di impedire l'uso del sistema finanziario per fini di riciclaggio di capitali. Sulla proposta è stata raggiunta una posizione comune nel corso del mese di febbraio 1991.

La posizione comune in questione fa seguito alla Convenzione delle Nazioni Unite di



Vienna del 1988 contro il traffico illecito di stupefacenti e sostanze psicotrope, nell'ambito della quale vi sono disposizioni relative al riciclaggio dei capitali provenienti dal traffico di stupefacenti. Detta Convenzione è stata sottoscritta dalle Comunità europee.

Tra le misure di prevenzione, quale precedente va menzionata, altresì, la raccomandazione del Consiglio d'Europa del 1980 e la «Dichiarazione di principi», adottata nel dicembre 1988 a Basilea dal Gruppo dei 10.

Anche i sette paesi più industrializzati hanno creato, in occasione dell'incontro di Parigi del luglio 1989, un gruppo di lavoro per studiare possibili misure di intervento. In materia, da ultimo, è stata predisposta un'apposita Convenzione del Consiglio d'Europa su riciclaggio, individuazione, sequestro e confisca dei proventi di reato, aperta alla firma il 18 novembre 1990, che disciplina, tra l'altro, la cooperazione tra Autorità competenti per la repressione del fenomeno del riciclaggio.

Ad avviso della Commissione CEE, il riciclaggio va combattuto, principalmente, con strumenti penali; tuttavia esistono anche altri strumenti d'intervento, che utilizzano i requisiti di onorabilità degli amministratori degli enti creditizi, la qualità degli azionisti, ecc..

Detti requisiti verranno, peraltro, richiesti per le imprese d'investimento mediante la proposta di direttiva sui servizi d'investimento, attualmente all'esame dell'apposito gruppo di lavoro del Consiglio CEE.

Sul contenuto della posizione comune si rileva che:

1. essa si applica all'intero sistema finanziario comprensivo degli enti creditizi, intermediari che offrono servizi finanziari ed assicurazioni;

2. la definizione di riciclaggio è ricavata dalla Convenzione di Vienna citata. Essa riguarda la conversione o il trasferimento di beni, nella consapevolezza che detti beni provengono da attività criminose (traffico di droga ed ogni attività che sia considerata tale da ciascuno stato membro ai fini della direttiva), al fine di celarne l'origine illecita o di aiutare le persone coinvolte in tale attività a sottrarsi alle conseguenze giuridiche del loro operato. La fattispecie include anche il comportamento inteso a celare la natura, fonte, luogo o disposizione di beni o di diritti reali ad essi connessi, nella consapevolezza della loro provenienza dal traffico di droga. Gli stati membri sono invitati ad estendere i controlli sui proventi di altre attività criminose come ad esempio la criminalità organizzata ed il terrorismo;

3. le istituzioni finanziarie debbono procedere alla identificazione dei clienti quando le operazioni superano 15.000 ECU e pervenire ad identificare le persone in nome delle quali l'operazione è effettuata. L'identificazione del cliente deve venir conservata negli archivi dell'intermediario per un periodo di almeno 5 anni. Amministratori e dipendenti delle istituzioni finanziarie debbono informare le Autorità competenti di ogni fatto suscettibile di rientrare tra quelli ascrivibili al riciclaggio. È vietato rendere noto ai clienti o ai terzi che la suddetta informazione è stata trasmessa alle Autorità;

4. le istituzioni finanziarie sono tenute ad un obbligo di diligenza che comporta l'astensione ad effettuare operazioni sospette;

5. si deve instaurare una cooperazione tra Autorità giudiziarie e di polizia ed istituzioni finanziarie nonché tra Autorità di vigilanza finanziaria ed Autorità giudiziarie e di polizia. Se nel corso di un'ispezione sulle istituzioni finanziarie si trova traccia di riciclaggio le Autorità debbono informare le Autorità competenti.

### *1.2 Le direttive comunitarie in materia di diritto societario*

#### *1.2.1 Direttiva n. 90/604/CEE dell'8 novembre 1990 che modifica la quarta e la settima direttiva in materia societaria*

La direttiva in questione approvata dal Consiglio l'8 novembre 1990 consente agli stati membri di accordare deroghe alle piccole e medie imprese per quanto riguarda la pubblicazione delle remunerazioni accordate ai membri dell'organo di amministrazione, di direzione o di vigilanza, di attenuare gli adempimenti imposti in materia di redazione e pubblicazione dell'allegato al bilancio nonché di poter esonerare tali società dall'obbligo di redigere la relazione sulla gestione. La direttiva consente alla società in questione di redigere i conti anche in ECU.

#### *1.2.2 Direttiva n. 90/605/CEE dell'8 novembre 1990 che modifica la quarta e la settima direttiva in materia societaria*

La direttiva adottata dal Consiglio in data 8 novembre 1990 modifica l'ambito di applicazione della quarta e della settima direttiva prevedendo che gli obblighi di redazione e pubblicazione dei conti annuali e consolidati e la relativa disciplina si applichino anche alle società in nome collettivo e alle società in accomandita semplice quando tutti i soci illimitatamente responsabili siano società di capitali oppure società non disciplinate dal diritto di uno stato membro costituite in una forma comparabile a quelle contemplate nella direttiva 68/151/CEE Prima direttiva in materia societaria.

#### *1.2.3 Proposta modificata di XIII direttiva del Consiglio CEE in materia di diritto delle società concernente le offerte pubbliche di acquisto o scambio*

In data 14 settembre 1990 la Commissione CEE ha presentato la nuova proposta di direttiva, che tiene conto del dibattito svoltosi nel Gruppo di lavoro Problemi economici (stabilimento e servizi) nel corso del 1989 e del 1990 nonché del parere del Parlamento europeo, emesso il 17 gennaio 1990.

*a) Campo di applicazione*

L'obbligo di OPA è limitato ai titoli ammessi a negoziazione su un mercato regolamentato, controllato dalle Autorità di vigilanza, funzionante in modo regolare, direttamente o indirettamente accessibile al pubblico. Non soltanto, quindi, il mercato ufficiale di borsa ma anche il mercato ristretto e qualsiasi altro mercato, le cui caratteristiche corrispondono alla definizione sopracitata.

In precedenza, il testo della Commissione stabiliva l'applicabilità della disciplina dell'OPA obbligatoria sulla totalità dei titoli della società bersaglio a tutte le s.p.a.; il Parlamento europeo aveva proposto un emendamento, in base al quale l'obbligo di OPA doveva essere limitato ai soli acquisti di titoli emessi da società ammesse alla negoziazione sui mercati regolamentati. Nello stesso senso si erano pronunciate le delegazioni degli stati membri.

La Commissione CEE si riserva, tuttavia, al termine di un periodo di 5 anni, di sottoporre al Consiglio una relazione che valuti l'opportunità di estendere alle società non quotate la disciplina comunitaria dell'OPA.

*b) Obbligatorietà dell'OPA sulla totalità dei titoli*

La proposta modificata di direttiva formulata dalla Commissione CEE mantiene fermo il principio dell'OPA obbligatoria sulla totalità del capitale della società bersaglio. Sul punto, la maggioranza delle delegazioni degli stati membri aveva formulato perplessità e suggerito di limitare l'obbligo di OPA al raggiungimento del 50% dei titoli della società oggetto di OPA.

La Commissione CEE non ha neppure accolto il suggerimento, formulato originariamente dalla delegazione belga e accolto dalla presidenza francese del Gruppo di lavoro, di introdurre nella normativa comunitaria, accanto alla disciplina dell'OPA, una disciplina che permetta agli stati membri di obbligare 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.

*c) Deroghe alla disciplina dell'OPA*

A differenza del testo originario della proposta di direttiva la Commissione ha indicato una serie di ipotesi nelle quali gli stati membri sono lasciati liberi di stabilire che, nonostante sia stata oltrepassata la soglia stabilita dalla direttiva, non vi è obbligo di effettuare l'OPA.

I casi indicati sono i seguenti:

- titoli ricevuti tramite atto a titolo gratuito;

- sussista l'impegno da parte dell'acquirente ad effettuare una fusione ai sensi della direttiva 78/859/CEE;
- l'acquisto risulti da un'operazione di scissione ai sensi dell'art. 2 della direttiva 82/891/CEE;
- l'acquirente si sia impegnato a rivendere i titoli e tornare al di sotto della soglia in un arco di tempo di 12 mesi;
- la società, i cui titoli sono stati acquistati, sia già controllata dall'acquirente medesimo, dalla sua controllante o da una controllata ai sensi dell'art. 8 della direttiva 88/627/CEE;
- la società i cui titoli sono stati acquistati sia già controllata ai sensi dell'art. 8 della direttiva 88/627/CEE da un azionista o congiuntamente da più azionisti che si sono impegnati per iscritto a non rivendere i titoli all'acquirente alle condizioni loro proposte dal medesimo;
- l'acquisto è avvenuto a seguito dell'esercizio del diritto di opzione in relazione ad un aumento di capitale.

In ogni caso, come già stabilito dalla versione originaria della proposta di direttiva, l'Autorità di vigilanza ha sempre facoltà di concedere deroghe all'obbligo di effettuare l'OPA, anche al di fuori dei casi elencati sopra, purché le deroghe siano concesse con provvedimento debitamente motivato.

#### d) Determinazione della soglia

La soglia al raggiungimento della quale scatta l'obbligo di OPA è fissata ad 1/3 dei diritti di voto della società bersaglio. Nel computare la percentuale in questione si tiene conto anche degli acquisti effettuati per il tramite di mandatari senza rappresentanza e di società controllate.

Nel computo dei diritti di voto, che comportano un obbligo di lanciare l'OPA in caso di avvenuto superamento della soglia (1/3 dei titoli forniti di diritto di voto), la Commissione ha ritenuto che debbano essere presi in considerazione soltanto i diritti di voto esistenti alla data dell'acquisto.

Ciò significa che non vengono presi in considerazione titoli quali *warrants*, obbligazioni convertibili, che hanno un diritto di voto potenziale, prima dell'effettivo esercizio del diritto di conversione.

Sempre nel computo dei diritti di voto sono inclusi quelli delle società controllate così come definite all'art. 8 della direttiva 88/627/CEE riguardante le informazioni da pubblicare al momento dell'acquisto e cessione di una partecipazione importante in una società quotata in borsa.

Anche i titoli ricevuti in pegno e quelli sui quali si ha l'usufrutto sono presi in considerazione per la determinazione della soglia, salvo diverso accordo tra le parti, relativamente

a quelli costituiti in pegno, in merito all'esercizio del diritto di voto.

Rispetto alla versione originaria della proposta di direttiva la Commissione ha inteso armonizzare i criteri per individuare il controllo di una società, ai fini dell'obbligo di effettuare l'OPA con i criteri indicati nella direttiva del dicembre 1988 sulle comunicazioni in materia di acquisto e cessione di partecipazioni importanti al capitale di una società quotata in borsa.

#### *e) Autorità di vigilanza*

Come anche nella versione originaria, la Commissione CEE specifica che le Autorità di controllo debbono essere dotate dei necessari poteri per vigilare sul rispetto degli obblighi previsti dalla direttiva.

Tuttavia, per meglio specificare la funzione di controllo che tali Autorità debbono svolgere, sono stati indicati una serie di principi generali ai quali le Autorità stesse si debbono attenere nell'esercizio delle loro funzioni.

I principi indicati dalla proposta di direttiva sono i seguenti:

- la parità di trattamento degli azionisti;
- il tempo sufficiente che deve essere accordato agli azionisti per valutare l'offerta;
- il corretto comportamento delle parti in causa per non creare mercati falsati sui titoli della società oggetto di OPA o della società offerente o di qualsiasi altra;
- gli amministratori della società oggetto di OPA non debbono adottare comportamenti tali da ostacolare lo svolgimento dell'OPA, senza essere a ciò autorizzati dall'assemblea degli azionisti.

Il Parlamento europeo nel formulare il proprio parere aveva, infatti, specificato che le Autorità di vigilanza debbono disporre di tutti i poteri necessari per l'esercizio delle loro funzioni, funzioni che comprendono «la responsabilità di garantire che le parti dell'offerta rispettino gli obblighi imposti dalla direttiva».

Per quanto riguarda il controllo preventivo del documento di offerta, ove previsto, l'Autorità di vigilanza dispone di tre giorni di tempo per pronunciarsi in merito a tale documento. In caso di mancata pronuncia dell'Autorità di controllo, il documento si intende approvato per silenzio-assenso.

La Commissione CEE ha in questo modo accolto un emendamento in tal senso formulato nel parere del Parlamento europeo.

Le competenti Autorità di controllo hanno, come si è già detto, conservato il potere previsto già nella versione originale di concedere deroghe all'obbligo di OPA purché con provvedimento debitamente motivato.

#### *f) Poteri degli amministratori della società oggetto di OPA*

Il nuovo testo dispone che il consiglio di amministrazione della società oggetto di

offerta non possa, salva autorizzazione dell'assemblea conferita durante il periodo d'accettazione dell'offerta, deliberare l'emissione di nuovi titoli e prendere decisioni o effettuare operazioni che possano modificare in modo significativo la situazione patrimoniale della società. In quest'ultimo caso, è richiesta oltre all'autorizzazione dell'assemblea anche quella, debitamente motivata, dell'Autorità di controllo.

Il nuovo testo di proposta di direttiva specifica pertanto, rispetto alla precedente versione, che l'autorizzazione ad adottare misure di difesa deve essere concessa in corso d'OPA. Sul punto il Parlamento europeo aveva espresso un avviso favorevole a prevedere una facoltà in capo agli stati membri di permettere agli amministratori di dare corso ad operazione di aumento del capitale sociale, a condizione che vi fosse l'autorizzazione motivata dell'Autorità competente e «l'assemblea generale degli azionisti avesse 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». La proposta della Commissione non contempla, invece, la possibilità di consentire in corso d'OPA l'esecuzione da parte degli amministratori di un aumento del capitale della società oggetto dell'offerta che sia stato deliberato dall'assemblea, anteriormente al lancio dell'OPA stessa e la cui effettiva esecuzione sia stata rimessa alla discrezionalità degli amministratori medesimi.

Conformemente alla comunicazione al Consiglio del Vice Presidente della Commissione CEE Bangemann del 3 maggio 1990, la Commissione ha, altresì, stabilito il divieto in periodo di OPA, salvo autorizzazione da parte dell'assemblea degli azionisti concessa nel periodo stesso, di acquistare azioni proprie da parte della società, nei termini previsti dall'art. 19 par. 1 a) e 2 della II direttiva societaria (limite del 10% del capitale sottoscritto con sospensione del diritto di voto delle azioni e per una durata non superiore ai 18 mesi, dietro autorizzazione dell'assemblea).

#### *1.2.4 Proposta modificata di V direttiva del Consiglio CEE concernente la struttura della s.p.a. nonché i poteri e gli obblighi dei suoi organi*

Nel corso del 1990 sono proseguiti presso il Consiglio CEE i lavori del gruppo incaricato di esaminare la proposta modificata di V direttiva concernente la struttura della società per azioni nonché i poteri e gli obblighi dei suoi organi. Il gruppo di lavoro è stato invitato dalla presidenza ad esaminare la proposta di direttiva tralasciando l'aspetto relativo alla partecipazione dei lavoratori e focalizzando invece l'attenzione sugli aspetti relativi al diritto delle società. Si è, infatti, rilevato che nell'armonizzazione dei diversi diritti societari degli stati membri sussistono difficoltà connesse alla diversa impostazione adottata dai singoli stati sulla composizione, l'attività ed i poteri degli organi societari, approvazione e controllo legale dei conti, gruppi di società, intervento delle pubbliche autorità sulla gestione di società per azioni.

Inoltre, il 20 dicembre 1990 la Commissione CEE ha presentato al Consiglio una seconda modifica alla citata proposta di quinta direttiva volta ad introdurre ulteriori disposizioni in materia di diritto di voto e di nomina dell'organo di amministrazione, direzione o vigilanza.

In estrema sintesi, le modifiche proposte dalla Commissione CEE sono volte a stabilire, per quanto riguarda il diritto di voto, che tale diritto deve essere attribuito al socio in misura proporzionale alla partecipazione al capitale sociale da questi detenuta ma gli stati membri possono consentire che l'atto costitutivo o lo statuto prevedano una limitazione o una esclusione di tale diritto per azioni che attribuiscono vantaggi speciali di natura patrimoniale. Tali azioni possono essere emesse nella misura massima del 50% del capitale sottoscritto. In ogni caso, la proposta di direttiva prevede che quando la società non abbia integralmente adempiuto agli obblighi connessi a queste azioni per un periodo non superiore a tre esercizi consecutivi, i loro detentori acquisiscono un diritto di voto uguale a quello degli altri azionisti.

Per quanto riguarda la nomina degli organi societari, le modifiche sono volte a stabilire che l'atto costitutivo o lo statuto non possono disporre, a favore dei detentori di una categoria di azioni, il diritto esclusivo di fare proposte per la nomina della maggioranza dei membri degli organi sociali la cui competenza rientra tra quelle dell'assemblea generale. In ogni caso, per quanto attiene alla nomina e alla revoca dei componenti degli organi sociali né la legge, né l'atto costitutivo o lo statuto possono prescrivere una maggioranza superiore alla maggioranza assoluta dei voti presenti in assemblea generale.

Tali modifiche sono state apportate dalla Commissione CEE a seguito della presentazione della citata Comunicazione Bangemann, del 10 maggio 1990, sulle barriere frapposte dalle normative dei diversi stati membri alla effettuazione di offerte pubbliche di acquisto e/o scambio. In tale comunicazione si sottolineava, infatti, che fonte di ostacolo all'esecuzione di offerte pubbliche di acquisto e/o scambio sono essenzialmente le disposizioni in materia di composizione del capitale sociale e acquisto di azioni da parte della società o di società da questa controllate e la disciplina del diritto di voto degli azionisti là dove si preveda una asimmetria tra la partecipazione al capitale e il diritto di voto relativo e là dove si prevedano particolari disposizioni per la nomina dei componenti degli organi sociali.

### *1.2.5 Proposta di regolamento sulla società per azioni europea*

Nel corso del 1990 è proseguito l'esame della proposta di regolamento sullo statuto della società europea (SE) in merito alla quale il Comitato economico e sociale ha espresso il proprio parere in data 28 marzo 1990.

Dei contenuti della proposta di regolamento si è data notizia nel corso della Relazione annuale per il 1989 cui si rinvia. Per quanto riguarda i lavori svoltisi nel corso del 1990 si deve sottolineare che in assenza del parere del Parlamento europeo e in assenza di una eventuale proposta modificata della Commissione è stato possibile esclusivamente l'approfondi-

mento dei problemi tecnici emersi a seguito della prima lettura.

La complessità delle questioni e l'attenzione dedicata ai problemi sollevati da ciascun articolo ha tuttavia consentito esclusivamente l'esame dei titoli I (disposizioni generali), II (costituzione) e III (capitale) della proposta di regolamento.

I punti sui quali sono stati realizzati progressi significativi possono essere così riassunti:

a) tra le disposizioni generali, particolarmente importante è la disciplina del trasferimento di sede della SE, da uno stato membro all'altro.

Si ritiene, infatti, opportuno inserire tali disposizioni per consentire la massima mobilità possibile all'interno della Comunità, ferma restando la previsione di pubblicità e controlli atti a garantire i soggetti interessati, segnatamente i creditori e agli azionisti;

b) è stato anche definito il contenuto dell'art. 7 che indica le fonti normative che disciplinano la SE. La SE è disciplinata dalle norme indicate nel regolamento medesimo e, nei casi in cui il regolamento lo consente, dalle disposizioni contenute nell'atto costitutivo o nello statuto. Tuttavia, per le ipotesi non disciplinate dal regolamento, la SE è sottoposta alle norme di diritto interno dello stato membro in cui ha la propria sede sociale;

c) nell'ambito delle disposizioni del titolo II relative alla costituzione della SE, il Gruppo di lavoro ha confermato l'orientamento, già espresso in prima lettura, di allargare i modi di costituzione della SE onde facilitare l'accesso allo strumento della SE, che potrebbe avere più larga applicazione nel mercato comunitario. Si è discusso sia della possibile disciplina della trasformazione in SE di una società per azioni nazionale avente già dimensione europea, sia di una disciplina meno restrittiva in merito alla costituzione di filiali della SE da parte di una SE già esistente, sia della possibilità di costituire una SE sotto forma di *holding* «classica», in cui le partecipazioni detenute dalla *holding* sono fornite direttamente dagli azionisti, sia ancora, più in generale, dell'opportunità di consentire anche ad imprenditori individuali (piccole e medie imprese) aventi sede in diversi stati membri di procedere direttamente alla costituzione di una SE;

d) quanto alle modalità di costituzione, già previste nella proposta della Commissione, notevole impegno è stato profuso nella definizione dei problemi giuridici relativi alla costituzione attraverso fusione (titolo II, sezione 2). Detta fusione dovrebbe avere carattere transnazionale, dovendovi partecipare almeno due società appartenenti a stati membri differenti. La complessità nella disciplina di una tale fusione, che non costituisce, come noto, oggetto di armonizzazione né di regolamentazione in tutti gli stati membri, ha molto impegnato e sta impegnando il Gruppo di lavoro convocato presso il Consiglio incaricato di esaminare il testo della proposta.



## 2. L'attività nell'ambito dell'Organizzazione Internazionale delle Commissioni di Valori (OICV)

### *La XV Conferenza annuale*

La XV Conferenza annuale dell'OICV si è svolta a Santiago del Cile dall'11 al 15 novembre 1990 ed è stata organizzata dalla *Superintendencia de valores y seguros de Chile*, in collaborazione con il Segretariato dell'OICV.

Alla Conferenza hanno partecipato Autorità di controllo dei mercati di valori di 45 paesi in qualità di membri, inoltre 6 paesi erano rappresentati come osservatori.

La larga partecipazione è indice dell'interesse crescente per l'Organizzazione, che costituisce ormai, in ambito mondiale, il *forum* dove vengono discussi i problemi ed elaborate le proposte di regolamentazione dei mercati di valori mobiliari.

I temi esaminati dai Gruppi di lavoro, istituiti nell'ambito della Conferenza, vertevano su:

- 1) mercati emergenti: problemi comuni all'automatizzazione dei mercati;
- 2) fusioni ed acquisizioni transfrontaliere;
- 3) posizione e protezione del piccolo investitore;
- 4) scambio di informazioni tra Autorità di vigilanza dei mercati di valori.

1) In tema di automatizzazione di mercati di valori, è stato ribadito, in prosecuzione del dibattito svoltosi alla Conferenza di Venezia del 1989, che questa costituisce un'occasione per raggiungere finalità di efficienza dei mercati, stabilità degli intermediari e protezione degli investitori.

È stato, inoltre, stabilito che il processo deve avvenire sotto la vigilanza delle Autorità preposte al controllo dei mercati nelle sue tre fasi:

- prima della negoziazione (inoltre degli ordini);
- durante la negoziazione (pubblicità dei prezzi);
- dopo la negoziazione (regolamento del prezzo, consegna dei titoli e diffusione dell'informazione al mercato).

2) In relazione alle fusioni ed acquisizioni transfrontaliere, è stato esaminato il tema delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio (OPAS):

— in proposito, la SEC, preoccupata di agevolare le offerte negli Stati Uniti, allorché gli azionisti americani detengano una percentuale limitata di capitale della società bersaglio, è disposta a:

- a) disapplicare, in determinate fattispecie, la regolamentazione statunitense per l'offerente (*disclosure* e procedure in corso d'offerta) e per la società bersaglio (termini concessi a quest'ultima per pronunciarsi sull'annuncio di OPA);

b) consentire che le modalità dell'offerta avvengano secondo le norme del paese nel quale l'OPA è lanciata, sempreché la regolamentazione sia ritenuta dalla SEC «adeguata»;

— in generale, è stato riconosciuto il diritto per tutti gli azionisti a partecipare alle OPAS in condizioni di parità di trattamento.

3) È stata riconosciuta l'importanza dei piccoli investitori come fonte di liquidità al sistema. Alle Autorità di vigilanza compete di operare per assicurare la protezione dei piccoli azionisti, in particolare per la tutela del diritto di voto nelle assemblee societarie, specie in presenza di investitori istituzionali. È stato registrato ampio consenso sul principio, proposto dalla SEC: *one share, one vote* (un'azione, un voto) come rimedio al proliferare di azioni prive del diritto di voto. Il principio di «un'azione, un voto» trova riscontro, in ambito comunitario, nella proposta di V direttiva, come modificata a seguito del rapporto al Consiglio CEE del Vice Presidente della Commissione CEE Bangemann del maggio 1990, che individuava nella esistenza di azioni con voto plurimo un ostacolo all'effettuazione di OPA transfrontaliere.

4) Anche la cooperazione tra Autorità di vigilanza ha costituito un tema di rilievo nella Conferenza; in proposito è stata ribadita la necessità di un efficace scambio di informazioni volte:

- all'individuazione di comportamenti illeciti;
- al controllo degli intermediari;
- all'acquisizione di notizie su società quotate.

È stato, peraltro, riconosciuto che la trasmissione di informazioni trova un limite nel contrasto con gli interessi legittimi di paesi o di persone coinvolte, alle quali ultime devono essere assicurati adeguati diritti di difesa.

#### *L'attività del Comitato tecnico*

Nell'ambito della Conferenza sono state approvate le linee di ristrutturazione del Comitato tecnico, sulla base di un rapporto presentato dal Presidente della SEC.

Il Comitato tecnico, corrispondendo al Comitato dei 10 istituito nell'ambito della BRI a Basilea, costituisce l'organo di elaborazione delle proposte di armonizzazione e di cooperazione tra i paesi con mercati più sviluppati.

La ristrutturazione prevede l'istituzione di gruppi di lavoro nell'ambito di quattro aree di interesse, così riassumibili:

- 1) modalità di *disclosure* nelle offerte multinazionali e principi contabili;
- 2) regolamentazione del mercato secondario;
- 3) regolamentazione degli intermediari;
- 4) *enforcement* e scambio di informazioni.

I funzionari della Consob hanno partecipato attivamente, anche nel corso del 1990, ai gruppi di lavoro del Comitato tecnico OICV, dedicati all'esame dei seguenti temi:

- a) *disclosure* nelle offerte multinazionali (n. 1);
- b) scambio di informazioni tra le Autorità di vigilanza (n. 5);
- c) mercati telematici relativi ai prodotti derivati (n. 7);
- d) transazioni *off market* (n. 6);
- e) principi deontologici (n. 8).

Come consuetudine, nel corso della Conferenza, i presidenti di alcuni gruppi di lavoro del Comitato tecnico hanno presentato i rapporti conclusivi.

Di particolare rilievo, il rapporto del gruppo di lavoro sui mercati telematici per prodotti derivati, così articolato:

- elenco di principi, sottostanti alla vigilanza e riguardanti la trasparenza, l'accesso al mercato, il controllo, l'operatività, i requisiti patrimoniali degli intermediari;
- indagine sulle regolamentazioni esistenti in alcuni paesi;
- descrizione sommaria dei differenti sistemi ed individuazione dei settori in cui sarebbe auspicabile lo scambio di informazioni.

Anche il gruppo di lavoro sui requisiti patrimoniali degli intermediari multinazionali ha presentato il proprio rapporto, che fornisce uno studio comparato dei requisiti di capitale in quattro paesi: Francia, Giappone, Regno Unito, Stati Uniti. Lo studio concerne i requisiti relativi ai rischi di posizione assunti dall'intermediario rispetto ad azioni e ad obbligazioni, i requisiti di capitale minimo iniziale e la definizione di capitale. Il rapporto afferma sussistere una certa convergenza tra i paesi considerati per quanto attiene alla valutazione del rischio di posizione per azioni ed obbligazioni; ugualmente, vi sarebbe un accordo di principio tra *regulators* sulla definizione di capitale e sull'individuazione dei requisiti minimi limitatamente alle competenze sulle *independent securities firms*.

Il gruppo di lavoro sul *clearing* e il *settlement* ha presentato il proprio rapporto conclusivo in linea con quello del Gruppo dei 30 e con il rapporto della FIBV (Federazione internazionale delle borse valori).

Inoltre, lo IOSCO ha approvato, nel corso della Conferenza, i principi di comportamento per gli intermediari, da applicare in ciascun paese membro in conformità alla propria legislazione ed organizzazione. Secondo tali principi gli intermediari, nello svolgimento della loro attività, devono:

- comportarsi con correttezza (*honesty and fairness*), diligenza e professionalità (*diligence*) nella cura dell'interesse del cliente;
- avere una struttura ed una organizzazione interna adeguate (*capabilities*);
- acquisire preventivamente informazioni sulla situazione finanziaria del cliente (*informations about customers*);

— fornire informazioni ai clienti: sulla natura e i rischi delle operazioni e, continue, sull'attività svolta (*informations for customers*);

— evitare conflitti di interesse e, nel caso sorgessero, trattare i clienti in maniera equa (*conflict of interests*);

— conformarsi alla regolamentazione del mercato (*compliance*).

I suddetti principi risultano in linea con quelli contenuti all'art. 6 della legge italiana sulla disciplina dell'attività d'intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari.

Nell'ambito della Conferenza si è proceduto, altresì, alla nomina del Sig. Walker quale Presidente del Comitato esecutivo, nel quale la Consob è stata rieletta per un periodo biennale, nonché del Sig. Breeden, Presidente della SEC, quale Presidente del Comitato tecnico.

### 3. La partecipazione all'attività dell'OCSE

Anche nel corso del 1990 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 all'organizzazione, al funzionamento e alla sorveglianza dei mercati di valori mobiliari.

In particolare, la Consob ha partecipato alle riunioni del Comitato mercati finanziari (CMF) e del Comitato per l'investimento e le imprese multinazionali (CIME) e del gruppo misto Comitato sui movimenti di capitale e transazioni invisibili-Comitato mercati finanziari (CMIT-CMF).

Il Comitato mercati finanziari ha proseguito, nel corso del 1990, 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 possibile 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.

Funzionari della Consob sono stati, altresì, impegnati ai lavori del gruppo *ad hoc*, istituito nell'ambito del CMF ed incaricato dello studio sul «rischio sistemico» globale dei mercati finanziari. Il Gruppo ha presentato il proprio rapporto conclusivo al Comitato mercati finanziari, soffermandosi, tra l'altro, sugli aspetti strutturali di detti mercati e sulle diverse modalità in cui è articolata la vigilanza nei diversi stati membri.

Nell'ambito delle attività del Comitato per l'investimento e le imprese multinazionali, la Consob ha partecipato alle riunioni del gruppo di lavoro — istituito in seno al Comitato stesso — avente ad oggetto i principi contabili e, in particolare, le proposte dell'*International Accounting Standards Committee* (IASC), volte a ridurre le opzioni nella redazione dei bilanci, per permettere una migliore comparabilità dei documenti contabili.

Nel corso del 1990 l'attività del gruppo misto Comitato movimento di capitali e transazioni invisibili e Comitato mercati finanziari ha avuto principalmente ad oggetto l'estensione dell'ambito di applicabilità del Codice di liberalizzazione dei movimenti di capitale e del Codice per la liberalizzazione delle transazioni invisibili correnti. In quest'ottica, il gruppo misto ha proceduto da un lato ad un attento riesame delle riserve apposte dagli stati membri agli obblighi di liberalizzazione nell'intento di ottenerne la eliminazione. Dall'altro lato, il gruppo ha proceduto ad ampliare, mediante le modifiche ai codici, approvate dal Consiglio dell'organizzazione, gli obblighi di liberalizzazione ai nuovi strumenti e tecniche finanziarie sviluppatasi negli ultimi anni nel settore bancario e finanziario. In particolare, l'attuazione dei nuovi codici comporta l'inclusione tra i movimenti di capitale liberalizzati anche di prodotti finanziari come *swaps*, *options*, *futures*, operazioni del mercato monetario ed altri. Inoltre, la liberalizzazione attiene anche alla libera prestazione dei servizi finanziari su base transfrontaliera nonché allo stabilimento di filiali e succursali di imprese finanziarie non residenti.

La suaccennata liberalizzazione consente, peraltro, agli stati membri di adottare apposite misure volte a garantire la protezione degli investitori e la sicurezza del mercato.

#### 4. Gli accordi di cooperazione e le riunioni in sede Banca dei Regolamenti Internazionali

Anche nel corso del 1990 si è svolta l'annuale riunione del Gruppo di Wilton Park, organizzata dal *Department of Trade and Industry* inglese. Il gruppo, cui partecipano la quasi totalità dei membri del Comitato tecnico dello OICV, inclusa la Consob, si propone di agevolare la cooperazione e lo scambio di informazioni tra le Autorità di vigilanza dei mercati finanziari.

In quest'ottica sono stati discussi i progressi realizzati rispetto agli anni precedenti e sono state esaminate le innovazioni legislative introdotte in diversi stati membri, volte a favorire la cooperazione nella ricerca e repressione degli illeciti.

In particolare, si è sottolineato come l'introduzione delle normative di recepimento delle direttive comunitarie porti alla realizzazione di un mercato finanziario unico, regolato dal principio del mutuo riconoscimento e della cooperazione tra le Autorità di vigilanza che non potrà non avere un notevole impatto sulla regolamentazione a livello mondiale del settore. Particolare attenzione è stata dedicata agli accordi tra Autorità di controllo intesi a realizzare fattispecie di cooperazione su base di reciprocità nella repressione degli illeciti su mercati finanziari.

Rimangono da risolvere problemi legati alla diversa natura degli ordinamenti giuridici, ordinamenti di *civil law* e ordinamenti di *common law*, alla diversa qualificazione degli illeciti penali, amministrativi, civili e alle diverse competenze e poteri delle Autorità di vigilanza interessate. In particolare, si è ricordato come si siano realizzati progressi nell'assisten-

za tra Autorità di controllo nella conduzione di indagini volte alla ricerca di prove in merito a comportamenti illeciti e come non sia in molti casi richiesta la *dual criminality*. Non si è mancato, tuttavia, di rilevare come la differenza tra sistemi di *civil law* e *common law* comporti notevoli difficoltà nell'utilizzo delle informazioni raccolte ai fini probatori.

Allo stesso modo, si è ricordato che l'esistenza di differenti regolamentazioni sostanziali dei mercati finanziari agevola la possibilità di commettere illeciti, consentendo ai soggetti sottoposti a sistemi di regolamentazione più stringenti di operare, appunto, in mercati meno regolamentati.

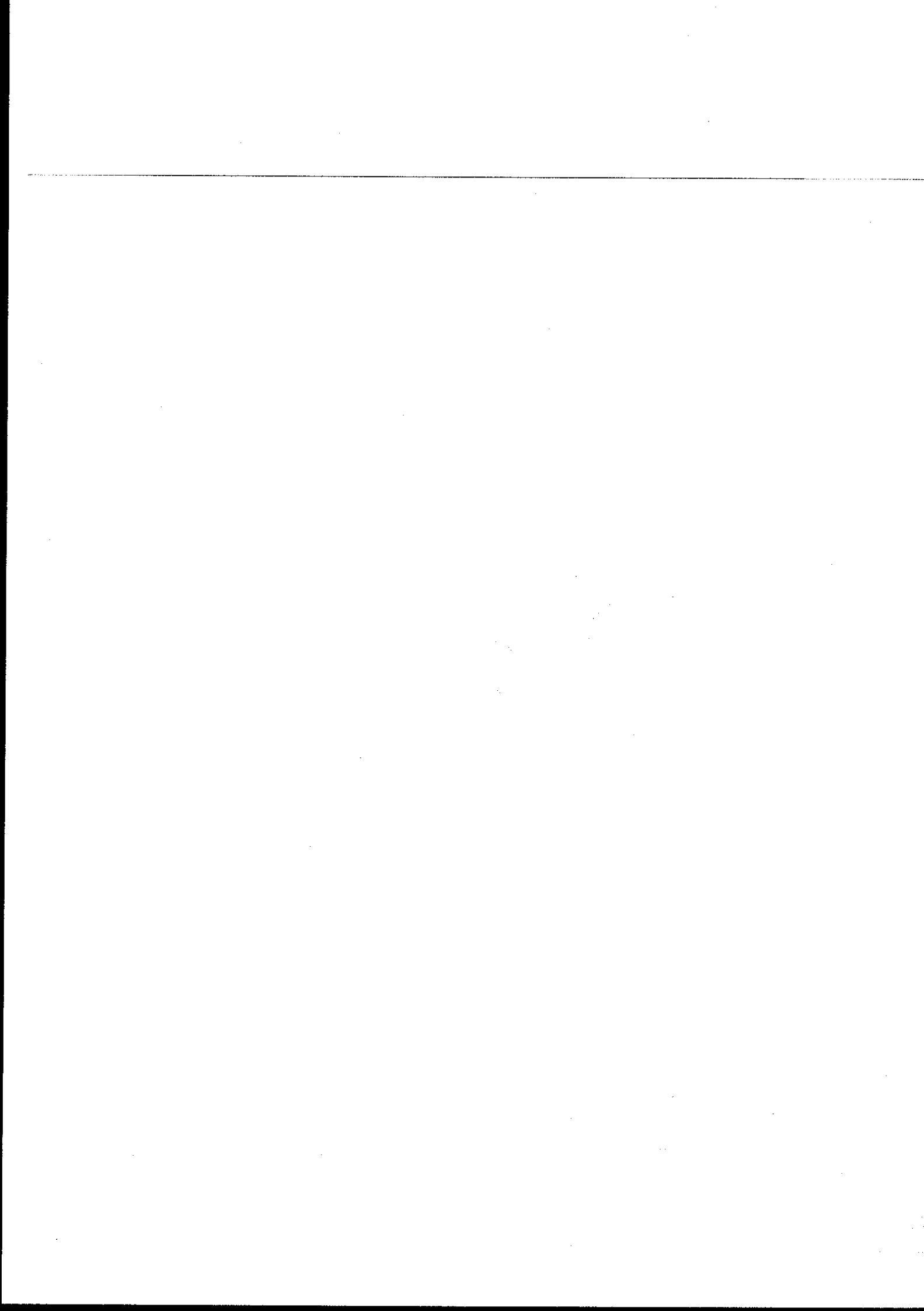
Difficoltà sono state segnalate anche per quanto riguarda la repressione a livello internazionale dell'*insider trading*. Esse dipendono sia dalla diversa qualificazione giuridica (reato o illecito civile) attribuita dagli ordinamenti all'*insider trading*, sia dal fatto che spesso gli ordinamenti non prevedono forme di repressione dell'*insider trading* su base internazionale quando l'operazione è stata effettuata in un mercato nazionale da un soggetto non residente in tale stato e che ha trasferito il profitto dell'illecito in un ulteriore stato ancora diverso da quello in cui risiede.

L'analisi volta a superare questi problemi e ad addivenire ad una migliore regolamentazione e cooperazione fra Autorità di controllo ha impegnato e impegna tutt'ora i membri del Gruppo di Wilton Park in vista della prossima riunione annuale fissata per il 3-5 aprile 1991.

Funzionari della Consob hanno partecipato agli incontri a cadenza annuale, che si tengono a Basilea nell'ambito del Comitato Muller e il cui scopo consiste nell'esaminare i problemi comuni alle Autorità di vigilanza del settore creditizio e quelle dei mercati di valori mobiliari.

In particolare, sono stati discussi gli argomenti relativi ai requisiti di capitale degli intermediari che operano in valori mobiliari, nell'intento di addivenire ad una regolamentazione omogenea per gli intermediari sia di matrice bancaria che non bancaria.

In tale contesto, gruppi di lavoro specifici hanno esaminato i requisiti di capitale relativi ai rischi derivanti dalla fluttuazione dei tassi d'interesse per i titoli obbligazionari nonché ai rischi di mercato per i titoli azionari.



## Capitolo X

### LE STRUTTURE E L'AMMINISTRAZIONE DELLA CONSOB

#### 1. L'informativa afferente il personale

Alla data del 31 dicembre 1990 il personale in servizio presso la Commissione ammontava a 238 unità di cui:

— 170 dipendenti inquadrati in ruolo (su un organico complessivo stabilito per legge di 215 unità) così suddivisi per carriere: 91 appartenenti alla carriera direttiva, 63 alla carriera operativa e 16 alla carriera ausiliaria:

— un dipendente di altra amministrazione in posizione di distacco, sottoposto alla procedura di inquadramento in ruolo prevista dall'art. 4 della legge 4 giugno 1985, n. 281;

— 67 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 n. 230 del 1988.

Nel corso dell'anno la Commissione, ai sensi di quanto prescritto dagli artt. 42 e 43 del proprio Regolamento di organizzazione, ha provveduto a costituire uffici preposti alla realizzazione dei compiti istituzionali, nell'ambito delle tre aree operative, ed uffici preposti allo svolgimento delle attività di supporto strumentali alla realizzazione dei compiti istituzionali, definendone i compiti; la Commissione ha altresì provveduto alla nomina dei titolari delle Aree e degli Uffici ed all'assegnazione agli stessi del personale in servizio.

La struttura organizzativa realizzata è la seguente:

#### *Uffici coordinati nell'ambito dell'Area Borsa*

Ufficio I: «coordinamento e controllo degli intermediari»

Ufficio II: «quotazioni»

Ufficio III: «tecniche operative»

Ufficio IV: «analisi del mercato»

Ufficio V: «andamento titoli».



*Uffici coordinati nell'ambito dell'Area Società*

Ufficio I: «coordinamento e problemi di carattere generale»

Ufficio II: «informazione societaria»

Ufficio III: «sollecitazione del pubblico risparmio»

Ufficio IV: «società di revisione»

*Uffici coordinati nell'ambito dell'Area Studi Giuridici ed Economici*

Ufficio I: «coordinamento»

Ufficio II: «consulenza legale e studi giuridici»

Ufficio III: «studi economici»

Ufficio IV: «materie comunitarie e relazioni internazionali»

*Uffici di supporto*

Segretariato generale della Commissione

Affari generali

Amministrativo

Elaborazione dati

Gestione del personale

Rapporti con la stampa.

In relazione alle funzioni attribuite il personale è stato così assegnato:

- Area Borsa: 45 unità, di cui 9 con l'incarico di commissario di borsa
- Area Società: 52 unità
- Area Studi Giuridici ed Economici: 23 unità
- Uffici preposti allo svolgimento delle attività di supporto strumentali alla realizzazione dei compiti istituzionali: 117 unità.

\* \* \*

Nel corso dell'anno 1990 sono stati espletati i seguenti concorsi pubblici per titoli ed esami:

- dodici posti di funzionario di 2<sup>a</sup> in prova nella carriera direttiva; sono stati immessi nelle funzioni undici candidati risultati vincitori;
- nove posti di funzionario di 2<sup>a</sup> in prova nella carriera direttiva — profilo professionale di commissario di borsa; hanno assunto servizio due dei sette candidati risultati vincitori;
- tre posti di assistente in prova nella carriera operativa; sono stati immessi nelle funzioni i tre candidati risultati vincitori ed un candidato idoneo;

— un posto di assistente in prova nella carriera operativa; sono stati immessi nelle funzioni il candidato risultato vincitore ed un idoneo;

— tre posti di vice assistente in prova nella carriera operativa; sono stati immessi nelle funzioni i tre candidati risultati vincitori;

— un posto di commesso in prova nella carriera dei servizi generali; sono stati immessi nelle funzioni il candidato risultato vincitore ed un candidato idoneo.

È stato poi espletato il concorso interno a tredici posti di funzionario di 2<sup>a</sup> e sono stati immessi nelle funzioni i tre candidati risultati vincitori.

Nel corso dell'anno si sono inoltre svolte le prove scritte del concorso pubblico, per titoli ed esami, a tre posti di vice assistente in prova nella carriera operativa.

Sono stati infine banditi i seguenti concorsi pubblici, per titoli ed esami:

— due posti di condirettore in prova nella carriera direttiva superiore;

— dieci posti di funzionario di 2<sup>a</sup> in prova nella carriera direttiva;

— due posti di funzionario di 2<sup>a</sup> in prova nella carriera direttiva — profilo professionale di commissario di borsa;

— un posto di vice assistente in prova nella carriera operativa, riservato a non vedenti; il concorso era stato bandito due volte nel corso dell'anno 1989 ma non si era potuto espletare per mancanza di domande di partecipazione.

Nel corso dell'anno sono cessati dal servizio — per dimissioni volontarie — complessivamente quattro dipendenti, due dei quali di ruolo; sono stati stipulati quindici contratti di lavoro subordinato a tempo determinato.

\* \* \*

Nel corso del 1990 l'attività di formazione ha visto la partecipazione di settantuno dipendenti a corsi di aggiornamento in materie attinenti all'attività istituzionale della Consob.

\* \* \*

Nel primo quadrimestre dell'anno si è conclusa la 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.

Il nuovo testo regolamentare è stato reso esecutivo con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 19 aprile 1990.

## 2. La gestione finanziaria

La gestione finanziaria dell'esercizio 1990, svolta sulla base del bilancio di previsione approvato dalla Commissione il 19 dicembre 1989, è stata disciplinata dal Regolamento di amministrazione e contabilità della Consob, adottato dalla Commissione con delibera del 22 aprile 1987 e 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 1990 è stato pubblicato nel Bollettino della Consob.

Le entrate correnti sono ammontate a L. 54,23 miliardi di cui L. 37 miliardi provenienti dallo stanziamento sul capitolo 4505 dello stato di previsione della spesa del Ministero del tesoro e L. 17,23 miliardi derivanti dall'avanzo di amministrazione dell'esercizio 1989 trasferito tra le entrate dell'esercizio 1990 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. 38,5 miliardi.

Gli oneri finanziari globali sostenuti nel corso dell'anno 1990, compresa la gestione dei residui passivi, sono ammontati a L. 38,6 miliardi così ripartiti:

- L. 28,6 miliardi, pari al 74,1%, per spese per il personale e per i componenti la Commissione;
- L. 7,6 miliardi, pari al 19,7%, per spese di gestione;
- L. 2,4 miliardi, pari al 6,2%, per l'acquisto di beni patrimoniali.

Di tale ultimo importo il 48,1%, pari al 3,1% degli oneri finanziari globali, riguarda l'acquisizione di macchinari relativi al sistema informativo.

L'economia realizzata dalla gestione di competenza, pari a L. 15,6 miliardi, sarà trasferita all'esercizio 1991 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. 0,4 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 1990.

In merito agli stanziamenti previsti nella legge finanziaria 1991 per i prossimi esercizi 1992 e 1993, è stato segnalato al Ministero del tesoro 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 informativo di cui si avvale la Commissione sia in termini di aggiornamento dell'*hardware* che di sviluppo di nuove procedure *software*.

### **3. Il sistema informativo**

Il 1990, sotto il profilo delle decisioni assunte dalla Commissione in merito allo sviluppo del sistema informativo, può considerarsi anno di particolare rilevanza. Infatti all'inizio d'anno ha trovato compimento uno studio approfondito condotto con l'ausilio di esperti tecnici del settore: tale attività, attraverso attente valutazioni e precise diagnosi, ha contribuito a fornire alla Commissione un quadro riepilogativo della diffusione degli strumenti informatici in Consob, alla luce delle caratteristiche dell'utenza e con riferimento alle scelte tecniche effettuate.

Sotto il profilo evolutivo, tale studio indicava quali fossero gli interventi più opportuni da effettuarsi a breve e medio termine per l'evoluzione del sistema informativo, sia sul piano organizzativo sia su quello più strettamente informatico.

La Commissione, conscia della necessità che la Consob, di fronte a crescenti impegni istituzionali e con limitato organico di personale, poggi, gradualmente ma in misura sempre più rilevante, le proprie attività di controllo sull'uso di strumenti automatici, stabiliva dopo approfondita riflessione di intervenire completando anzitutto la dotazione di *personal computers* al personale, acquisendo apparecchiature di potenza adeguata a compiti in prospettiva sempre più gravosi.

Veniva altresì stabilito di promuovere iniziative tese a sensibilizzare gli Uffici della Consob, allo scopo di facilitare l'adozione generalizzata di prassi di lavoro innovative che, utilizzando tecniche informatiche, possano arricchire il patrimonio informativo della Consob stessa, mantenendo le caratteristiche, al tempo stesso, di trasparenza e di riservatezza delle attività svolte.

Inoltre la Commissione, valutate le necessità di esperire attività di controllo da parte sia dell'Area Borsa per quanto riguarda in particolare il sistema telematico di contrattazione di prossimo avvio, sia dell'Area Società per la valutazione dei bilanci delle società quotate, ha dato l'avvio ad una fase di studio e sperimentazione pratica, fase finalizzata ad includere tra gli strumenti oggi utilizzati, informatici e non, anche sistemi cosiddetti «esperti», che si avvalgono delle tecniche di «intelligenza artificiale», e sistemi di archiviazione e gestione di immagini.

Nel corso del 1990 ha avuto pertanto inizio, con le competenti Aree sopra richiamate, un'approfondita analisi delle necessità e dei requisiti che gradualmente, attraverso lo sviluppo di opportuni prototipi, permetterà la valutazione delle possibilità di adozione degli strumenti avanzati suddetti, sulla base dell'effettiva idoneità a fornire concreto e rilevante ausilio al personale degli Uffici.

Nell'ottica di agevolare l'uso delle apparecchiature informatiche, ampiamente diffuse ed utilizzate in via generalizzata dagli Uffici della Consob, è stata infine valutata positivamente l'opportunità di una graduale adozione di tecniche di interfaccia grafica; queste permettono

la realizzazione di strumenti in grado di meglio aderire a modalità di lavoro più vicine a quelle che l'uomo esprimerebbe ove potesse agire spontaneamente nel lavoro d'ufficio. Ciò comporta minore tecnicismo nell'operare, maggior uso di *standards*, migliore comprensibilità dei sistemi; benefici indotti sono costituiti dalla facilità di apprendimento e dalla possibilità di svolgere contemporaneamente più attività ottenendo migliore efficienza con minore sforzo.

Anche per il perseguimento di tali obiettivi è iniziata un'attività di studio e sviluppo prototipale che proseguirà nel corso del 1991. Nel dettaglio l'attività comprende l'acquisizione e la valutazione di nuovi prodotti *software* per il trattamento dei testi, la ricerca di mercato di un prodotto grafico di integrazione d'ambiente, adattabile alle specifiche esigenze degli Uffici, e la definizione di applicazioni destinate a fornire tempestivamente dati correlati e sintetici allo scopo di coadiuvare i processi decisionali.

#### *Evoluzione dell'hardware*

Durante il 1990 sono stati acquisiti 102 *personal computers* di nuova generazione, che in parte hanno sostituito quelli di bassa potenzialità, inadeguati rispetto all'evoluzione del *software* applicativo e largamente ammortizzati. È rimasta ferma la configurazione dell'elaboratore centrale, mentre sono stati acquisiti due minielaboratori di potenza adeguata alle crescenti necessità elaborative per l'automazione d'ufficio.

Allo scopo di migliorare l'efficienza del settore del Centro elettronico che cura lo sviluppo di procedure, sono state introdotte stazioni di lavoro di alta potenza, basate su tecnologia «RISC». Queste permettono la gestione di più finestre presenti sui video, a ciascuna delle quali corrisponde un processo elaborativo attivo, e consentono sia maggior quantità e qualità di lavoro svolto sia un migliore controllo delle attività dei sistemi attraverso strumenti grafici; un beneficio non trascurabile si ottiene anche con la riduzione dell'impegno degli elaboratori di maggiori dimensioni, sollevati in parte da compiti inerenti allo sviluppo del *software*.

L'aumento del numero degli utenti del sistema informatico ha comportato un corrispondente potenziamento delle capacità di connessione della rete locale, ottenuto attraverso l'utilizzazione, con opportuni dispositivi, del preesistente cablaggio di cavi coassiali, che si affiancavano alla rete Ethernet; inoltre per il collegamento di uffici periferici rispetto all'immobile della sede di Roma è stato fatto uso di cavi a fibre ottiche.

Sono state infine allestite le prime stazioni, composte da *personal computer* di bassa potenza e da stampante laser, aventi funzione di accentrare le stampe ivi indirizzabili da utenti collegati in rete.

Per quanto riguarda lo sviluppo dell'*hardware* si prevede un potenziamento dell'elaboratore centrale in dipendenza delle maggiori necessità derivanti dall'espletamento dei compiti di controllo sul sistema telematico delle borse e sulle società di intermediazione mobiliare.

Inoltre si prevede la realizzazione di connessioni dirette tra l'elaboratore centrale ed i minielaboratori di maggiore potenza, attraverso la creazione di una rete ad alte prestazioni per la condivisione di dati tra le varie applicazioni distribuite.

#### *Evoluzione del software*

È proseguito l'utilizzo del sistema operativo UNIX, caratterizzato da ulteriori evoluzioni tese a facilitare l'integrazione di dati e procedure presenti su più elaboratori di fornitori diversi.

Per ciò che riguarda lo sviluppo di nuovi programmi, l'attività prevalente è stata finalizzata ad automatizzare le fasi gestionali, in particolare i salvataggi delle basi di dati, i controlli delle fasi elaborative eseguite senza la presenza di operatori, i controlli di sicurezza ed integrità del patrimonio informativo.

Sono state inoltre realizzate o implementate 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.

Infine è da citare l'avvio di un progetto finalizzato a rilevare metodicamente, per i controlli e gli interventi del caso, le attività e le prestazioni degli elaboratori e della rete locale.

Nel corso del 1990 sono stati rivisti e ridefiniti alcuni degli *standards* di sviluppo dei progetti applicativi e sono state razionalizzate le interazioni tra personale tecnico dell'Ufficio elaborazione dati e personale utente, con un maggior coinvolgimento di quest'ultimo. Ciò ha portato alla definizione di una modulistica per le richieste degli utenti ed alla adozione di alcuni strumenti di supporto per la pianificazione dei progetti informatici.

Per quanto riguarda il patrimonio dei programmi sviluppati dal personale dell'Ufficio elaborazione dati, che ammontano ad oltre duemila per 41 aree applicative, è stata messa a punto e resa operativa una base dati che ne consente, attraverso il censimento e l'utilizzo di strumenti informatici, un più puntuale controllo relativamente agli aggiornamenti, al mantenimento di più versioni dello stesso programma, alla consistenza della versione più recente. Attorno a questa base dati sono stati realizzati alcuni strumenti che rendono disponibili una serie di informazioni statistiche quali: tempi medi di sviluppo; tempi medi di modifica; raggruppamento per area applicativa; raggruppamento per progetto informatico; raggruppamento per risorsa; distribuzione per tipologia di applicazione (stampe, formati video, programmi interattivi, ecc.).

Altro aspetto di rilievo ed inerente alle procedure applicative realizzate nel corso dell'anno 1990 è costituito dalla loro collocazione su diversi elaboratori della Consob. Ciò è reso possibile dalla indipendenza della locazione delle applicazioni rispetto alla base di dati (caratteristica presente nella attuale versione del sistema di gestione dati adottato). La distribuzione delle procedure garantisce una migliore continuità di funzionamento nel complesso e

l'utilizzo ottimale delle risorse elaborative a disposizione, pur mantenendo una visione ed una disponibilità unitaria della base dati.

### *Le procedure elettroniche*

All'inizio del 1990 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;
- gestione dell'albo fornitori della Consob;
- gestione delle missioni del personale;
- trattamento delle informazioni inerenti alle pratiche ed ai relativi fascicoli;
- supporti tecnici per l'utilizzo delle informazioni contenute negli archivi magnetici tramite linguaggi di IV generazione.

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, diffuse dal CED Borsa di Milano;
- trattamento delle informazioni trasmesse alla Consob da società ed agenti autorizzati alla vendita a domicilio di prodotti finanziari;
- trattamento dei dati provenienti dalle comunicazioni relative ai possessi azionari e loro variazioni ex art. 1/5 della legge n. 216 del 1974;
- trattamento automatico delle informazioni sulla composizione degli organi sociali delle società quotate;
- gestione delle informazioni sul repertorio ufficiale unico delle ispezioni;
- trattamento dei dati inerenti 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;
- procedure per il caricamento e l'analisi relative alle informazioni provenienti da indagini su particolari comportamenti del mercato di borsa;
- 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.

Nel corso del 1990, oltre ad ampliamenti per alcune delle citate procedure, hanno avuto inizio le attività per lo sviluppo o sono state rese operative le seguenti:

A) — procedura per l'aggiornamento di archivi statistici con informazioni relative alle variabili macroeconomiche e finanziarie italiane e dei mercati esteri;

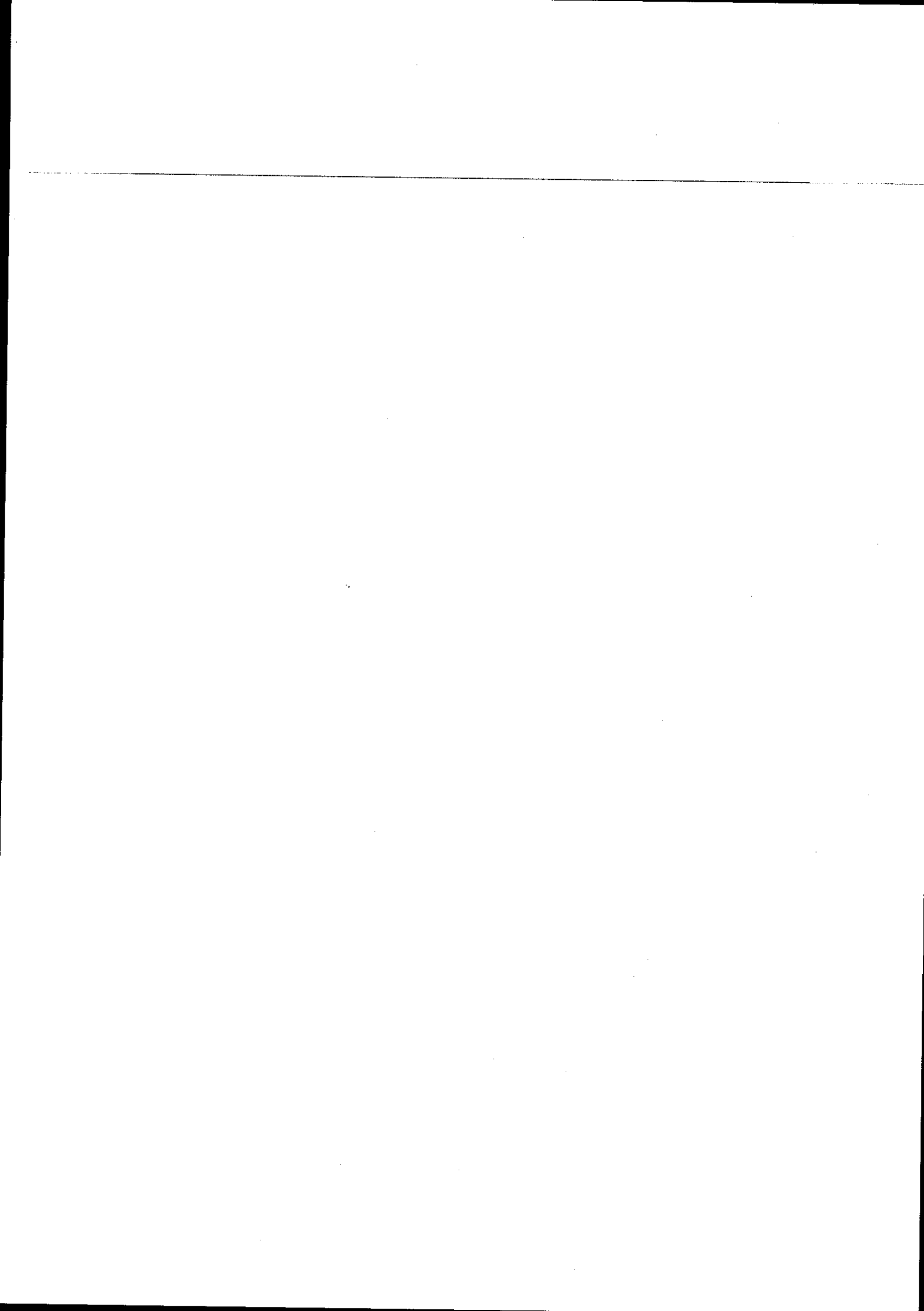
- progetto di costituzione di una banca dati di studio dei dati storici della borsa valori di Milano;

B) — procedura per la acquisizione da supporto magnetico, per il controllo e per il caricamento negli archivi magnetici della Consob delle informazioni relative alla composizione dell'organico ed alle attività svolte dalle società di revisione e certificazione contabile;

- gestione di un doppio ambiente operativo per il protocollo della Consob finalizzato a consentire la commutazione rapida ed automatizzata dell'elaboratore ospite;
- procedura per il trattamento delle dichiarazioni contabili semestrali delle società commissionarie di borsa;

- nuova procedura per il trattamento dei dati provenienti dalle nuove comunicazioni relative ai possessi azionari e loro variazioni ex art. 1/5 della legge n. 216 del 1974.





---

**APPENDICE**



**INDICE**

Tav. A.1	— Statistiche descrittive degli indici delle borse mondiali .... pag.	283
Tav. A.2	— Statistiche descrittive dei rendimenti degli indici delle borse mondiali .....	» 284
Tav. A.3	— Investitori istituzionali: situazione dei portafogli .....	» 285
Tav. A.4	— Scambi azionari complessivi presso le borse italiane e ordini eseguiti fuori piazza nel 1990 .....	» 286
Tav. A.5	— Scambi azionari complessivi nel 1990 alla borsa valori di Milano .....	» 287
Tav. A.6	— Principali indici azionari (variazioni percentuali annuali) ..	» 288
Tav. A.7	— Altri indici (variazioni percentuali) .....	» 289
Tav. A.8	— Indici settoriali MIB .....	» 290
Tav. A.9	— Classificazione delle azioni di risparmio non convertibili in base allo scostamento delle quotazioni rispetto alle azioni ordinarie (composizione percentuale) .....	» 291
Tav. A.10	— Azioni di risparmio con <i>performance</i> migliore delle rispettive azioni ordinarie .....	» 292
Tav. A.11	— Controvalore scambiato: media giornaliera 1990 .....	» 293
Tav. A.12	— Composizione del listino ufficiale per tipo di titoli in base al numero delle sedute in cui non sono stati registrati scambi (valori percentuali) .....	» 294
Tav. A.13	— Composizione del patrimonio netto dei fondi comuni di investimento .....	» 295
Tav. A.14	— Fondi comuni di investimento italiani: raccolta lorda .....	» 297
Tav. A.15	— Contratti a premio alla borsa valori di Milano (dati complessivi per ciclo premio mensile) .....	» 298
Tav. A.16	— Contratti a premio <i>dont</i> alla borsa valori di Milano nel 1990 (ciclo premi mensile) .....	» 299
Tav. A.17	— Riporti sui titoli azionari quotati - 1990 .....	» 300
Tav. A.18	— Riporti sui titoli azionari quotati - 1980/1990 .....	» 301
Tav. A.19	— Titoli azionari costituiti in garanzia - 1990 (controvalore ai prezzi di compenso) .....	» 302
Tav. A.20	— Titoli azionari costituiti in garanzia - 1980/1990 (controvalore ai prezzi di compenso) .....	» 303

Tav. A.21	— Volume complessivo degli affari trattati presso i mercati ristretti nell'anno 1989 e 1990 .....	»	304
Tav. A.22	— Volume degli affari trattati presso il mercato ristretto di Firenze nell'anno 1989 e 1990 .....	»	305
Tav. A.23	— Volume degli affari trattati presso il mercato ristretto di Genova nell'anno 1989 e 1990 .....	»	306
Tav. A.24	— Volume degli affari trattati presso il mercato ristretto di Milano nell'anno 1989 e 1990 .....	»	307
Tav. A.25	— Volume degli affari trattati presso il mercato ristretto di Napoli nell'anno 1989 e 1990 .....	»	308
Tav. A.26	— Volume degli affari trattati presso il mercato ristretto di Roma nell'anno 1989 e 1990 .....	»	309
Tav. A.27	— Volume degli affari trattati presso il mercato ristretto di Torino nell'anno 1989 e 1990 .....	»	310
Tav. A.28	— Scambi azionari nei mercati ristretti (1989-1990) .....	»	311
Tav. A.29	— Titoli per controvalore trattato nel mercato ristretto di Milano .....	»	312
Tav. A.30	— Titoli per controvalore trattato nel mercato ristretto di Roma .....	»	314
Tav. A.31	— Titoli per controvalore trattato nel mercato ristretto di Torino .....	»	315
Tav. A.32	— Titoli per controvalore trattato nel mercato ristretto di Genova .....	»	316
Tav. A.33	— Titoli per controvalore trattato nel mercato ristretto di Firenze .....	»	317
Tav. A.34	— Titoli per controvalore trattato nel mercato ristretto di Napoli .....	»	318
Tav. A.35	— Mercato ristretto: scambi azionari - controvalore medio per seduta .....	»	319
Tav. A.36	— Operazioni sul capitale deliberate nel 1990 da società con azioni quotate in borsa .....	»	322
Tav. A.37	— Operazioni sul capitale deliberate nel 1990 da società con azioni quotate in borsa (sintesi) .....	»	330
Tav. A.38	— Operazioni sul capitale deliberate da società con azioni quotate in borsa (sintesi 1984/1990) .....	»	331
Tav. A.39	— Emissione di azioni di risparmio deliberate nel 1990 dalle società quotate .....	»	332
Tav. A.40	— Emissione di azioni di risparmio deliberate dalle società quotate (1982/1990) .....	»	334
Tav. A.41	— Operazioni sul capitale eseguite nel 1990 da società con azioni quotate in borsa .....	»	335

Tav. A.42	— Operazioni sul capitale eseguite nel 1990 da società con azioni quotate in borsa (sintesi) .....	»	340
Tav. A.43	— Operazioni sul capitale eseguite da società con azioni quotate in borsa (sintesi 1984/1990) .....	»	341
Tav. A.44	— Emissioni di obbligazioni deliberate nel 1990 da società quotate in borsa .....	»	342
Tav. A.45	— Operazioni di fusione deliberate nel 1990 da società quotate .....	»	343
Tav. A.46	— Deliberazioni dell'assemblea straordinaria 1990 concernenti la modifica della denominazione sociale .....	»	348
Tav. A.47	— Deliberazioni dell'assemblea straordinaria 1990 concernenti l'oggetto sociale .....	»	349
Tav. A.48	— Distribuzione società fiduciarie per classi dimensionali 30.6.1990 .....	»	350
Tav. A.49	— Società fiduciarie collegate con intermediari 30.6.1990 .....	»	352
Tav. A.50	— Caratteristiche generali di settore 30.6.1990 .....	»	353
Tav. A.51	— Fiduciarie appartenenti a un gruppo assicurativo. Composizione massa amministrata 30.6.1990 .....	»	356
Tav. A.52	— Fiduciarie appartenenti a un gruppo bancario. Composizione massa amministrata 30.6.1990 .....	»	357
Tav. A.53	— Fiduciarie appartenenti a un gruppo finanziario. Composizione massa amministrata 30.6.1990 .....	»	358
Tav. A.54	— Fiduciarie appartenenti a un gruppo industriale. Composizione massa amministrata 30.6.1990 .....	»	359
Tav. A.55	— Fiduciarie appartenenti ad altri gruppi. Composizione massa amministrata 30.6.1990 .....	»	360
Tav. A.56	— Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti ai sensi del d.P.R. n. 136/1975 approvati dalla Consob nel 1990 — Società con azioni quotate in borsa .....	»	361
Tav. A.57	— Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti ai sensi della legge 5.8.1981 n. 416 e successive modificazioni e integrazioni, approvati dalla Consob nel 1990 — Imprese editoriali .....	»	372
Tav. A.58	— Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti ai sensi del d.P.R. n. 136/1975 in applicazione dell'art. 1/18 <i>quarter</i> legge n. 216/1974 nel 1990 — Società che sollecitano il pubblico risparmio .....	»	376

Tav. A.59	— Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti ai sensi del d.P.R. n. 136/1975 in applicazione dell'art. 1/18 <i>quarter</i> legge n. 216/1974 nel 1990 — Società che intendono procedere ad operazioni di sollecitazione .....	»	384
Tav. A.60	— Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti ai sensi del d.P.R. n. 136/1975 approvati dalla Consob nel 1990 - Società che intendono richiedere l'ammissione in borsa ..	»	385
Tav. A.61	— Designazioni 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 nel 1990 .....	»	386
Tav. A.62	— Prospetto riepilogativo degli esiti degli esami di idoneità relativi alle sessioni annuali dal 1983 al 1990 .....	»	388
Tav. A.63	— Albo speciale delle società di revisione .....	»	389

Tav. A.1

**Statistiche descrittive degli indici delle Borse mondiali  
(indici base 31.12.1989 = 100)**

<b>(1° gennaio 1990 - 31 dicembre 1990)</b>						
Numeri di Osservazioni Valide = 261						
<i>Variabile</i>	<i>Media</i>	<i>Dev. Stand.</i>	<i>Varianza</i>	<i>Campo di var.</i>	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
MIB	94.43	11.36	129.03	38.75	72.46	111.21
SP500	94.75	5.02	25.20	20.80	83.62	104.42
TOPIX	75.71	12.48	155.82	47.13	52.87	100.00
FT-ALL	90.68	5.55	30.86	21.97	79.86	101.84
DAX	95.94	11.05	122.07	35.39	74.56	109.95
CACGEN	89.36	9.34	87.32	27.89	74.08	101.97
MSCI	87.35	5.89	34.66	26.07	74.58	100.65
<b>(1° gennaio 1990 - 1° agosto 1990)</b>						
Numeri di Osservazioni Valide = 153						
<i>Variabile</i>	<i>Media</i>	<i>Dev. Stand.</i>	<i>Varianza</i>	<i>Campo di var.</i>	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
MIB	102.75	4.51	20.35	17.18	94.03	111.21
SP500	97.86	3.54	12.56	13.01	91.41	104.42
TOPIX	84.74	7.31	53.38	28.55	71.45	100.00
FT-ALL	94.52	3.32	11.03	15.25	86.59	101.84
DAX	104.35	2.89	8.35	11.85	98.10	109.95
CACGEN	96.60	3.28	10.74	14.75	87.22	101.97
MSCI	91.25	4.17	17.40	18.10	82.55	100.65
<b>(2 agosto 1990 - 31 dicembre 1990)</b>						
Numeri di Osservazioni Valide = 108						
<i>Variabile</i>	<i>Media</i>	<i>Dev. Stand.</i>	<i>Varianza</i>	<i>Campo di var.</i>	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
MIB	82.66	6.77	45.80	29.61	72.46	102.08
SP500	90.34	3.15	9.92	15.86	83.62	99.48
TOPIX	62.93	4.62	21.35	24.02	52.87	76.89
FT-ALL	85.25	2.90	8.39	14.35	79.86	94.21
DAX	84.02	6.35	40.29	29.85	74.56	104.41
CACGEN	79.09	3.94	15.51	20.76	74.08	94.84
MSCI	81.82	2.63	6.90	15.51	74.58	90.09



**Statistiche descrittive dei rendimenti degli indici delle Borse mondiali**  
(indici base 31.12.1989 = 100)

<b>(1° gennaio 1990 - 31 dicembre 1990)</b>						
Numeri di Osservazioni Valide = 261						
<i>Variabile</i>	<i>Media</i>	<i>Dev. Stand.</i>	<i>Varianza</i>	<i>Campo di var.</i>	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
MIBSTOR	-.11	1.09	1.18	9.54	-4.95	4.59
SP500	-.03	.99	.98	6.21	-3.07	3.14
TOPIX	-.19	1.72	2.95	16.48	-7.36	9.12
FT-ALL	-.06	.84	.71	6.03	-2.95	3.08
DAX	-.09	1.57	2.48	12.20	-5.59	6.61
CACGEN	-.11	1.15	1.33	11.23	-5.56	5.66
MSCI	-.08	1.16	1.34	13.36	-4.53	8.82
<b>(1° gennaio 1990 - 1° agosto 1990)</b>						
Numeri di Osservazioni Valide = 153						
<i>Variabile</i>	<i>Media</i>	<i>Dev. Stand.</i>	<i>Varianza</i>	<i>Campo di var.</i>	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
MIBSTOR	.03	.65	.42	3.76	-2.31	1.45
SP500	.00	.81	.65	4.97	-2.62	2.35
TOPIX	-.16	1.40	1.95	12.08	-7.36	4.72
FT-ALL	-.03	.71	.51	4.02	-1.50	2.53
DAX	.04	1.10	1.21	5.92	-2.92	3.00
CACGEN	-.03	.82	.67	4.78	-2.39	2.39
MSCI	-.05	.82	.67	6.62	-4.28	2.34
<b>(2 agosto 1990 - 31 dicembre 1990)</b>						
Numeri di Osservazioni Valide = 108						
<i>Variabile</i>	<i>Media</i>	<i>Dev. Stand.</i>	<i>Varianza</i>	<i>Campo di var.</i>	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
MIBSTOR	-.31	1.48	2.20	9.54	-4.95	4.59
SP500	-.07	1.20	1.45	6.21	-3.07	3.14
TOPIX	-.24	2.09	4.39	14.99	-5.87	9.12
FT-ALL	-.10	1.00	1.01	6.03	-2.95	3.08
DAX	-.28	2.06	4.25	12.20	-5.59	6.61
CACGEN	-.22	1.51	2.27	11.23	-5.56	5.66
MSCI	-.12	1.52	2.30	13.36	-4.53	8.82

**Investitori istituzionali: situazione dei portafogli**  
(dati di fine anno in miliardi di lire correnti)

		Fondi comuni di investimento			Gestioni fiduciarie			Assicur.
		Italiani	Lussemb.	Totale	Bancarie	Altre	Totale	
AZIONI ITALIANE	1985	5095	3756	8851	2475	711	3186	3313
	1986	17887	5767	23654	5709	1008	6717	4545
	1987	13561	3922	17483	3701	754	4455	5782
	1988	13958	3368	17326	3336	1231	4567	6793
	1989	14879	3479	18358	4074	1320	5394	8385
	1990 (1)	10748	2178	12926	3133 (*)	1388 (*)	4521 (*)	7304 (*)
ALTRI TITOLI ITALIANI	1985	13146	2447	15593	—	—	—	15247
	1986	40997	3280	44277	35364	—	—	20766
	1987	36823	3100	39923	48635	—	—	26290
	1988	26964	2065	29029	46780	270	47050	32889
	1989	23024	1816	24840	47203	2525	49728	38249
	1990	27355	2158 (*)	29513 (*)	49504 (*)	2733 (*)	51761 (*)	44886 (*)
TITOLI ESTERI	1985	678	916	1594	—	—	—	2289
	1986	3727	1263	4990	838	—	—	2638
	1987	5497	1112	6609	590	—	—	3263
	1988	7922	2756	10678	1302	254	1556	5373
	1989	6872	2644	9516	1768	302	2070	6899
	1990	5337	2053 (*)	7390 (*)	1686 (*)	88 (*)	1774 (*)	7941 (*)
PATRIMONIO NETTO	1985	19783	7469	27252	24400	2900	27300	24523
	1986	65079	10670	75749	42802	4200	47002	31813
	1987	59454	8694	68148	53380	5200	58580	39856
	1988	51562	8586	60148	52267	5400	57667	49704
	1989	49165	8478	57643	54253	5500	59753	60048
	1990	47382	8393 (*)	55775 (*)	55004 (*)	5613 (*)	60617 (*)	69055

(1) I dati contrassegnati con l'asterisco (\*) sono stimati.

(2) Per le compagnie di assicurazione, che hanno una struttura di bilancio differente da quella degli altri investitori istituzionali, il patrimonio netto è sostituito dal totale delle attività finanziarie (portafoglio titoli + liquidità + mutui netti).

Fonti: Consob, Banca d'Italia, Studi Finanziari.

**Scambi azionari complessivi  
presso le Borse italiane e ordini eseguiti fuori piazza nel 1990  
(anno borsistico)**

Borsa Valori	Scambi azionari su piazza			Ordini eseguiti fuori piazza		
	Quantità	Controvalore (in migliaia di lire)	Quota % sul c/valore complessivo	Quantità	Controvalore (in migliaia di lire)	Quota % sul c/valore complessivo
Bologna	—	—	,00	21.610.400	73.311.483	,73
Firenze	2.785.700	15.029.793	,03	136.858.841	511.610.352	5,06
Genova	194.670.300	96.547.613	,18	1.029.093.400	1.009.719.806	9,99
Milano	15.694.264.296	51.402.748.453	97,23	N.D.	N.D.	,00
Napoli	—	—	,00	116.819.156	444.996.083	4,40
Palermo	—	—	,00	15.479.350	42.787.435	,42
Roma	62.267.318	279.013.007	,53	1.444.547.790	4.762.872.101	47,12
Torino	221.663.700	1.040.754.426	1,97	849.315.491	3.072.794.444	30,40
Trieste	7.732.298	31.857.927	,06	44.661.869	67.851.906	,67
Venezia	1.965.100	2.883.909	,01	40.719.075	122.361.805	1,21
<b>Totale</b>	<b>16.185.348.712</b>	<b>52.868.835.128</b>	<b>100,00%</b>	<b>3.699.105.372</b>	<b>10.108.305.415</b>	<b>100,00</b>

**Scambi azionari complessivi nel 1989 e 1990  
alla Borsa Valori di Milano**

Mese Borsistico	Anno 1989			Anno 1990		
	Quantità	Controvalore (in migliaia di lire)	Quota % sul c/valore complessivo	Quantità	Controvalore (in migliaia di lire)	Quota % sul c/valore complessivo
Gennaio	852.229.150	3.222.754.938	6,07	1.153.379.569	4.658.985.420	9,06
Febbraio	1.274.672.625	4.372.507.168	8,24	1.048.202.103	4.410.738.876	8,58
Marzo	839.180.025	2.718.652.065	5,12	1.737.795.609	3.423.944.826	6,66
Aprile	1.135.595.700	3.493.584.516	6,58	1.344.574.687	4.368.442.401	8,50
Maggio	1.013.997.739	3.350.683.000	6,31	1.215.818.695	4.756.955.794	9,25
Giugno	1.268.419.950	4.530.455.000	8,54	2.156.852.662	7.437.223.323	14,25
Luglio	1.483.407.600	6.302.689.498	11,88	1.336.690.727	5.443.991.163	10,59
Agosto	1.332.399.325	6.311.333.861	11,89	1.497.653.530	5.566.032.170	10,83
Settembre	1.347.465.150	6.520.503.651	12,29	1.167.132.648	3.456.630.186	6,72
Ottobre	1.171.232.458	5.132.875.631	9,67	1.022.101.760	3.048.364.861	5,93
Novembre	951.981.366	3.787.328.590	7,14	978.114.314	2.521.375.656	4,91
Dicembre	893.255.128	3.323.180.557	6,26	1.035.947.992	2.420.063.777	4,71
<b>Totale</b>	<b>13.563.836.216</b>	<b>53.066.548.475</b>	<b>100,00</b>	<b>15.694.264.296</b>	<b>51.402.748.453</b>	<b>100,00</b>

**Principali indici azionari**  
(variazioni percentuali annuali)

TITOLI	1986	1987	1988	1989	1990
MIB Corrente	+64,0%	-32,3%	+21,9%	+15,8%	-25,0%
COMIT (1972 = 100)	+58,1%	-32,8%	+20,8%	+16,6%	-24,9%
MEDIOBANCA (2.1.61 = 100)	+70,3%	-30,2%	+24,4%	+ 9,6%	-30,0%
BNL (1953 = 100)	+88,8%	-32,7%	+25,2%	+ 7,1%	-31,2%
SOLE 24 ORE (1938 = 1)	+84,4%	-33,2%	+27,5%	+ 7,2%	-30,0%

Tav. A.7

**Altri indici**  
(variazioni percentuali)

	Dal 2.1.1990 al 31.7.1990	Dal 31.7.1990 al 31.12.1990	Dal 2.1.1990 al 31.12.1990
Aletti 25 corr.	+ 4,2	—30,7	—27,8
Sviluppo risp.	+18,2	—30,7	—18,1
Sviluppo small	+13,0	—28,6	—19,4
Sviluppo ord.	+ 5,3	—30,1	—26,4
Sviluppo priv.	— 3,4	—30,0	—32,4

## Indici settoriali MIB

Indici settoriali	1988	1989	1990		
			2.1 - 31.7	31.7 - 31.12	2.1 - 31.12
Alim. / Agric.	+50,0	+42,1	+29,0	-27,4	-6,4
Assicurative	+14,3	-6,8	+3,9	-26,3	-23,4
Bancarie	+19,7	+41,9	+16,8	-26,8	-14,5
Cartarie	+33,8	+54,8	-11,8	-25,6	-34,4
Cementi	+23,5	+6,1	+32,0	-33,7	-12,5
Chimiche	+35,9	+16,4	-6,4	-25,8	-30,6
Commercio	+30,8	+58,7	-	-22,0	-22,0
Comunicazioni	+26,8	+22,0	+15,4	-27,5	-16,3
Elettrotecniche	+15,6	+54,4	+14,2	-22,3	-11,3
Finanziarie	+32,8	+26,5	+13,7	-32,5	-23,3
Imm. edil.	+20,4	+52,1	+33,3	-24,1	+1,2
Mecc. auto	+18,9	+12,2	-12,1	-37,2	-44,8
Min. Met.	+57,8	+9,8	+24,0	-35,0	-19,4
Tessili	+9,9	-0,2	+14,4	-23,0	-12,0
Diverse	+8,3	+61,3	+13,4	-31,7	-22,5

Tav. A.9

**Classificazione delle azioni di risparmio non convertibili  
in base allo scostamento delle quotazioni rispetto alle azioni ordinarie  
(composizione percentuale)**

	1986	1987	1988	1989	1990
— oltre il 20%	1,5	1,3	1,2	2,4	4,4
— da 0 a 20%	—	10,3	1,2	2,4	4,4
— da 0 a —20%	16,7	14,0	19,2	12,2	22,1
— da —20% a —50%	68,2	43,6	32,5	45,2	51,5
— oltre —50%	13,6	30,8	45,9	37,8	17,6
<b>Totale</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>



**Azioni di risparmio con performance migliore  
delle rispettive azioni ordinarie**

	1987	1988	1989	1990
In percentuale del totale azioni considerate	55	18	59	73
In percentuale delle azioni il cui titolo ordinario ha avuto una variazione positiva	15	15	53	54
In percentuale delle azioni il cui titolo ordinario ha avuto una variazione negativa	59	34	88	77

Tav. A.11

**Controvalore scambiato: media giornaliera 1990**

Classi	Numero di titoli in % sul totale		Turnover 1990 (rapp. ctv medio giornaliero × 250/capitalizz.)			Totale
	1989	1990	Maggiore di 0,5 (in %)	Tra 0,25 e 0,5 (in %)	Minore di 0,25 (in %)	
Oltre 500 milioni	26,2	23,3	28,2	38,5	33,3	100
Da 100 a 500 milioni	46,9	45,0	32,3	32,9	34,8	100
Da 50 a 100 milioni	12,2	14,0	23,3	27,9	48,8	100
Da 0 a 50 milioni	14,6	17,7	32,1	17,0	50,9	100

**Composizione del listino ufficiale per tipo di titoli  
in base al numero delle sedute in cui non sono stati registrati scambi  
(valori percentuali)**

Tipo titoli	Sempre scambiati	Non scambiati		
		Da 1 a 10 sedute	Da 11 a 50 sedute	Oltre 50 sedute
Ordinarie e privilegiate	58,6	30,1	7,3	4,0
Risparmio	45,2	30,8	7,7	16,3
Totali	54,6	30,3	7,4	7,7

Tav. A.13

**Composizione del patrimonio netto dei fondi comuni di investimento**  
(dati cumulativi in miliardi di lire)

Data	Totale patrimonio netto	di cui azioni	di cui obbligaz. conv.	di cui titoli di Stato	di cui obbligaz.	di cui titoli esteri	di cui liquidità
1988							
Gennaio	57.325	12.675	1.108	31.196	4.415	5.446	2.485
Febbraio	55.544	13.141	1.088	28.768	4.236	5.477	2.834
Marzo	56.028	13.434	1.108	28.060	4.290	6.083	3.053
Aprile	54.921	12.920	1.107	27.024	4.366	6.950	2.554
Maggio	52.567	11.789	1.062	25.598	4.289	7.136	2.693
Giugno	52.872	12.657	1.101	24.928	4.321	7.256	2.609
Luglio	52.820	13.117	1.088	24.362	4.205	7.500	2.548
Agosto	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	13.864	1.033	23.479	3.938	7.797	2.314
Novembre	51.698	13.655	1.025	23.488	4.181	7.809	1.540
Dicembre	51.563	13.940	990	22.467	4.125	7.983	2.058
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

segue: Tav. A.13

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
1990							
Gennaio	48.232	14.281	1.146	18.177	3.446	6.622	4.560
Febbraio	46.552	13.464	1.162	17.452	3.428	5.905	5.141
Marzo	47.272	13.826	1.238	17.303	3.492	5.343	6.070
Aprile	47.653	14.211	1.295	19.106	3.448	4.775	4.818
Maggio	49.528	15.374	1.321	19.880	3.374	5.237	4.342
Giugno	50.363	15.386	1.360	20.710	3.321	5.338	4.248
Luglio	50.570	14.795	1.347	21.476	3.243	5.380	4.329
Agosto	48.119	13.177	1.239	20.830	3.070	5.131	4.672
Settembre	46.704	11.625	1.160	21.063	3.010	4.879	4.967
Ottobre	47.723	11.576	1.121	22.574	3.133	5.124	4.195
Novembre	46.529	10.315	1.022	22.565	3.037	5.140	4.450
Dicembre	47.382	10.752	1.030	23.325	2.958	5.383	3.934

Tav. A.14

**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
TOTALE 1988	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
1990					
GENNAIO .....	296	152	431	879	1.568
FEBBRAIO .....	553	165	425	1.143	1.529
MARZO .....	787	135	451	1.373	1.625
APRILE .....	485	114	540	1.139	1.264
MAGGIO .....	632	155	470	1.257	1.391
GIUGNO .....	683	190	510	1.383	1.181
LUGLIO .....	970	190	512	1.672	1.024
AGOSTO .....	833	116	363	1.312	901
SETTEMBRE .....	592	95	270	957	782
OTTOBRE .....	1.101	112	421	1.634	1.053
NOVEMBRE .....	951	100	223	1.274	1.005
DICEMBRE .....	791	87	228	1.106	957
TOTALE .....	8.674	1.611	4.844	15.129	14.280

**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 1986	700.209	10.602.254	6,6	15,9
TOTALE 1987	336.986	11.019.567	3,1	26,3
TOTALE 1988	362.954	11.384.766	3,2	27,6
TOTALE 1989	340.280	12.315.282	2,8	23,1
1990				
GENNAIO .....	23.029	913.266	2,52	21,2
FEBBRAIO .....	21.091	933.205	2,26	20,6
MARZO .....	22.613	946.285	2,39	27,4
APRILE .....	26.210	1.103.661	2,37	27,1
MAGGIO .....	24.977	1.142.599	2,19	24,8
GIUGNO .....	39.443	1.466.989	2,69	20,7
LUGLIO .....	27.809	968.456	2,87	16,8
AGOSTO .....	16.440	655.884	2,51	11,4
SETTEMBRE .....	14.181	435.196	3,26	12,0
OTTOBRE .....	11.411	346.267	3,30	11,0
NOVEMBRE .....	9.950	339.163	2,93	13,5
DICEMBRE .....	14.971	450.069	3,33	19,4

Fonte: Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano.

Tav. A.16

**Contratti a premio Dont alla Borsa Valori di Milano nel 1990  
(ciclo premi mensile)**

	Rapporto ctrv basi dont su ctrv basi premi tot. (%)	Rapporto ctrv premi dont su ctrv premi tot. (%)	Ctrv basi trattate fine corrente su fine prossimo (%)	Contratti ritirati su contratti totali (*) (%)
GENNAIO .....	82,6	77,8	45,1	68
FEBBRAIO .....	71,1	65,0	68,2	3
MARZO .....	77,1	72,5	57,8	21
APRILE .....	75,1	68,3	98,8	76
MAGGIO .....	77,0	71,3	116,5	33
GIUGNO .....	82,7	76,8	63,9	84
LUGLIO .....	79,2	72,3	85,5	5
AGOSTO .....	86,6	83,9	103,5	2
SETTEMBRE .....	83,0	74,0	246,9	9
OTTOBRE .....	68,6	59,6	95,6	9
NOVEMBRE .....	79,1	71,3	191,4	2
DICEMBRE .....	77,4	69,5	98,6	73

(\*) Ritiri teorici stimati sulla base delle quotazioni del giorno precedente la risposta premi.



**Riporti sui titoli azionari quotati  
(miliardi di lire)**

Periodo di liquidazione	Valori correnti riporti attivi	Valori correnti riporti passivi	Valori correnti riporti	Riporti staccati a fine corrente	Valori costanti (*)	Valori corr. in % azioni trattate mese corrispond.
<b>1990</b>						
Gennaio	1.234	130	1.364	49	1.364	29
Febbraio	1.079	155	1.234	47	1.307	28
Marzo	1.100	159	1.259	46	1.326	37
Aprile	1.119	171	1.290	13	1.305	30
Maggio	1.243	170	1.413	83	1.390	30
Giugno	1.455	156	1.611	83	1.496	22
Luglio	1.393	167	1.560	48	1.494	29
Agosto	1.145	155	1.300	29	1.412	23
Settembre	972	132	1.104	21	1.268	32
Ottobre	856	126	982	14	1.249	32
Novembre	784	131	915	12	1.238	36
Dicembre	756	140	896	3	1.183	37

(\*) Valori correnti deflazionati con l'indice generale storico Borsa MI, gennaio 1990 = 1.000.

Tav. A.18

**Riporti sui titoli azionari quotati**  
(miliardi di lire)

Periodo di liquidazione	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
I sem. 90 .....	1.362	160	28
II sem. 90 .....	1.126	156	30

(\*) Valori correnti deflazionati con l'indice generale storico borsa MI, I semestre 1980 = 1.000. MIB storico 1980 = 1274,5

**Titoli azionari quotati costituiti in garanzia  
(controvalore ai prezzi di compenso)  
(miliardi di lire)**

Dati di fine mese	Valori correnti	Valori costanti (*)	Valori correnti/ctv azioni trattate mese corrispondente (n. volte)
<b>1990</b>			
Gennaio	12.294	12.294	2,6
Febbraio	12.031	12.741	2,7
Marzo	11.868	12.504	3,5
Aprile	11.623	11.761	2,7
Maggio	12.487	12.283	2,6
Giugno	12.478	11.583	1,7
Luglio	11.723	11.229	2,2
Agosto	10.414	11.309	1,9
Settembre	9.750	11.194	2,8
Ottobre	9.291	11.822	3,0
Novembre	10.124	13.700	4,0
Dicembre	10.399	13.726	5,7

(\*) Valori correnti deflazionati con l'indice generale storico borsa MI, gennaio 1990 = 1.000.

Tav. A.20

**Titoli azionari quotati costituiti in garanzia  
(controvalore ai prezzi di compenso)  
(miliardi di lire)**

Dati di fine semestre	Valori correnti (media mensile)	Valori costanti (*)	Valori correnti/ctv azioni trattate semestre corrispondente (n. volte)
I sem. 80 .....	1,695	1,695	5,1
II sem. 80 .....	2,176	1,371	2,5
I sem. 81 .....	3,354	1,239	2,0
II sem. 81 .....	2,895	1,371	6,9
I sem. 82 .....	3,002	1,349	7,9
II sem. 82 .....	2,976	1,509	11,8
I sem. 83 .....	3,696	1,632	6,6
II sem. 83 .....	3,627	1,592	9,0
I sem. 84 .....	4,396	1,735	6,7
II sem. 84 .....	4,234	1,717	8,2
I sem. 85 .....	4,399	1,341	3,0
II sem. 85 .....	5,779	1,265	2,1
I sem. 86 .....	8,361	1,092	1,3
II sem. 86 .....	10,082	1,130	2,2
I sem. 87 .....	10,652	1,241	2,9
II sem. 87 .....	8,595	1,196	2,6
I sem. 88 .....	7,581	1,269	2,3
II sem. 88 .....	9,361	1,389	2,6
I sem. 89 .....	10,106	1,368	2,6
II sem. 89 .....	11,399	1,376	2,3
I sem. 90 .....	12,130	1,420	2,5
II sem. 90 .....	10,283	1,423	2,7

(\*) Valori correnti deflazionati con l'indice generale storico borsa MI, I semestre 1980 = 1.000.

**Volume complessivo degli affari trattati  
presso i Mercati Ristretti nell'anno 1989 e 1990**

Mese	Anno 1989		Anno 1990	
	Quantità	CTV in migliaia	Quantità	CTV in migliaia
Gennaio	10.430.600	60.722.760	6.729.245	57.714.622
Febbraio	7.767.600	33.991.006	5.871.062	53.097.066
Marzo	7.101.825	47.708.598	6.593.824	56.278.242
Aprile	6.417.736	58.599.511	8.807.036	88.617.140
Maggio	10.022.950	74.873.167	13.248.912	158.045.130
Giugno	14.827.125	138.516.858	11.439.669	146.337.969
Luglio	7.352.000	70.991.439	15.947.157	214.423.089
Agosto	13.453.236	140.309.380	16.720.541	173.498.989
Settembre	9.183.401	86.529.488	8.959.829	82.615.218
Ottobre	7.557.702	64.890.930	9.454.424	66.835.209
Novembre	4.013.144	35.576.114	7.591.901	62.997.019
Dicembre	3.577.671	34.033.942	6.570.751	50.250.732
<b>TOTALE</b>	<b>101.704.990</b>	<b>846.743.193</b>	<b>117.934.351</b>	<b>1.210.710.425</b>

Tav. A.22

**Volume complessivo degli affari trattati  
presso il Mercato Ristretto di Firenze nell'anno 1989 e 1990**

Mese	Anno 1989		Anno 1990	
	Quantità	CTV in migliaia	Quantità	CTV in migliaia
Gennaio	—	—	—	—
Febbraio	—	—	—	—
Marzo	—	—	—	—
Aprile	—	—	—	—
Maggio	—	—	—	—
Giugno	—	—	—	—
Luglio	—	—	27.000	126.150
Agosto	—	—	132.800	601.721
Settembre	—	—	101.600	557.164
Ottobre	—	—	76.500	449.045
Novembre	—	—	49.200	163.227
Dicembre	—	—	216.204	426.937
TOTALE	—	—	603.304	2.324.244

**Volume complessivo degli affari trattati  
presso il Mercato Ristretto di Genova nell'anno 1989 e 1990**

Mese	Anno 1989		Anno 1990	
	Quantità	CTV in migliaia	Quantità	CTV in migliaia
Gennaio	3.000	52.524	144.050	338.747
Febbraio	2.250	38.807	312.500	547.698
Marzo	318.350	823.947	101.200	216.667
Aprile	118.000	343.833	17.150	93.550
Maggio	113.500	296.171	49.600	157.830
Giugno	95.500	286.695	38.100	168.720
Luglio	54.300	156.358	254.350	605.983
Agosto	25.450	96.485	72.300	200.168
Settembre	358.250	684.822	69.450	176.041
Ottobre	133.350	284.530	156.900	328.370
Novembre	55.500	165.955	17.900	96.298
Dicembre	63.400	165.124	127.600	255.550
<b>TOTALE</b>	<b>1.340.850</b>	<b>3.395.251</b>	<b>1.361.100</b>	<b>3.185.622</b>

Tav. A.24

**Volume complessivo degli affari trattati  
presso il Mercato Ristretto di Milano nell'anno 1989 e 1990**

Mese	Anno 1989		Anno 1990	
	Quantità	CTV in migliaia	Quantità	CTV in migliaia
Gennaio	10.214.775	59.954.443	6.498.495	57.151.095
Febbraio	7.667.575	33.481.042	5.484.562	52.367.120
Marzo	6.695.175	46.472.574	6.320.924	55.726.201
Aprile	6.239.936	57.950.774	8.568.986	87.752.726
Maggio	9.857.550	74.343.020	13.078.612	157.683.575
Giugno	14.692.225	138.003.493	11.334.069	146.061.161
Luglio	7.224.200	70.614.168	15.626.107	213.579.083
Agosto	13.377.686	140.035.596	16.124.241	172.520.894
Settembre	8.702.251	85.488.519	8.753.279	81.815.630
Ottobre	7.347.752	64.412.022	9.078.124	65.819.234
Novembre	3.929.044	35.314.654	7.475.401	62.547.598
Dicembre	3.485.196	33.785.110	6.083.447	49.407.914
<b>TOTALE</b>	<b>99.433.365</b>	<b>839.855.415</b>	<b>114.426.247</b>	<b>1.202.432.231</b>



**Volume complessivo degli affari trattati  
presso il Mercato Ristretto di Napoli nell'anno 1989 e 1990**

Mese	Anno 1989		Anno 1990	
	Quantità	CTV in migliaia	Quantità	CTV in migliaia
Gennaio	55.600	335.030	1.000	5.610
Febbraio	49.700	321.542	1.000	5.522
Marzo	44.600	289.524	3.500	19.308
Aprile	34.500	225.720	2.000	11.735
Maggio	22.200	147.054	2.000	11.840
Giugno	25.600	174.835	—	—
Luglio	14.000	98.004	—	—
Agosto	2.000	14.470	—	—
Settembre	14.800	103.335	500	3.000
Ottobre	4.400	26.168	—	—
Novembre	3.500	20.285	10.000	48.315
Dicembre	600	3.435	7.900	49.535
<b>TOTALE</b>	<b>271.500</b>	<b>1.759.402</b>	<b>27.900</b>	<b>154.865</b>

Tav. A.26

**Volume complessivo degli affari trattati  
presso il Mercato Ristretto di Roma nell'anno 1989 e 1990**

Mese	Anno 1989		Anno 1990	
	Quantità	CTV in migliaia	Quantità	CTV in migliaia
Gennaio	116.400	283.469	34.200	143.920
Febbraio	19.700	91.590	26.000	112.925
Marzo	6.200	49.770	36.200	151.467
Aprile	8.800	53.235	199.900	737.279
Maggio	7.200	52.521	11.700	76.485
Giugno	1.800	34.115	4.500	49.398
Luglio	1.500	27.830	20.700	95.763
Agosto	5.100	86.760	364.200	153.706
Settembre	4.600	49.455	14.000	46.605
Ottobre	7.200	56.585	11.900	95.910
Novembre	3.100	44.400	20.400	116.240
Dicembre	3.800	41.347	103.600	85.055
<b>TOTALE</b>	<b>185.400</b>	<b>871.077</b>	<b>847.300</b>	<b>1.864.753</b>

**Volume complessivo degli affari trattati  
presso il Mercato Ristretto di Torino nell'anno 1989 e 1990**

Mese	Anno 1989		Anno 1990	
	Quantità	CTV in migliaia	Quantità	CTV in migliaia
Gennaio	40.825	97.294	51.500	75.250
Febbraio	28.375	58.024	47.000	63.800
Marzo	37.500	72.781	132.000	164.600
Aprile	16.500	25.950	19.000	21.850
Maggio	22.500	34.401	107.000	115.400
Giugno	12.000	17.720	63.000	58.690
Luglio	58.000	95.080	19.000	16.110
Agosto	43.000	76.069	27.000	22.500
Settembre	103.500	203.357	21.000	16.779
Ottobre	65.000	111.625	131.000	142.651
Novembre	22.000	30.820	19.000	25.340
Dicembre	24.675	38.926	32.000	25.740
<b>TOTALE</b>	<b>473.875</b>	<b>862.047</b>	<b>668.500</b>	<b>748.710</b>

**Scambi azionari nei Mercati Ristretti  
(anni 1989-1990)**

Mercati Ristretti	Numero titoli iscritti nel listino al 31.12.1990	Quantità				Controvalore (lire)			
		1990	1989	Variaz. % 1990/1989	Quota % 1990	1990	1989	Variaz. % 1990/1989	Quota % 1990
MILANO	39	114.426.247	99.433.365	15,08	97,03	1.202.432.230.304	839.855.415.409	43,17	99,32
TORINO	6	668.500	473.875	41,07	,57	748.710.000	862.047.250	-13,15	,06
ROMA	12	847.300	185.400	357,01	,72	1.864.753.000	871.077.000	114,07	,15
GENOVA	8	1.361.100	1.340.850	1,51	1,15	3.185.622.000	3.395.251.000	-6,17	,26
FIRENZE	5	603.304	—	,00	,51	2.324.244.240	—	,00	,19
NAPOLI	4	27.900	271.500	-89,72	,02	154.865.000	1.759.402.500	-91,20	,01
TOTALE		117.934.351	101.704.990	15,96	100,00	1.210.710.424.544	846.743.193.159	42,98	100,00

**Titoli per controvalore trattato  
nel Mercato Ristretto di Milano - anno 1990**

Titoli	Numero sedute 1990	Azioni trattate	Controvalore (in lire)	% sul controvalore totale
Banca Popolare di Novara	252	10.783.208	206.219.335.254	17,15
Banca Popolare di Milano	252	12.824.497	131.386.134.889	10,93
Banca Popolare di Lodi	252	4.032.037	88.257.599.029	7,34
Banca Popolare di Brescia	252	8.992.581	76.532.772.901	6,36
Banca Popolare d'Emilia	252	641.997	76.474.596.920	6,36
Banca Popolare di Bergamo	252	3.589.052	72.366.358.647	6,02
Banca Popolare di Legnano	252	6.292.181	50.755.363.480	4,22
Banca Popolare Luino e Varese	252	3.328.958	46.045.240.190	3,83
Banca Popolare Commercio e Industria	252	2.196.869	42.835.336.800	3,56
Credito Bergamasco	252	1.033.161	41.285.028.180	3,43
Banca Piccolo Credito Valtellinese	252	2.159.340	40.390.095.875	3,36
Banca Credito Popolare di Siracusa	252	1.465.320	39.793.359.300	3,31
Banca Agricola Mantovana	252	342.090	39.448.915.700	3,28
Banca Popolare di Cremona	252	3.033.566	32.319.405.561	2,69
Banca Popolare di Crema	252	513.091	24.876.793.600	2,07
Banca Credito Agrario Bresciano	252	2.764.839	22.181.479.213	1,84
Banca Popolare di Lecco	252	1.699.550	21.974.175.545	1,83
Banca Provinciale Lombarda	252	4.542.925	21.479.003.111	1,79

segue: Tav. A.29

Titoli	Numero sedute 1990	Azioni trattate	Controvalore (in lire)	% sul controvalore totale
Banca Popolare di Intra	252	1.481.278	19.596.690.539	1,63
Banca del Friuli	252	732.015	18.001.041.910	1,50
Banco di Perugia	252	6.810.685	14.347.295.322	1,19
Banca della Provincia di Napoli	252	1.632.192	9.649.388.630	,80
Terme di Bognanico	252	11.759.049	8.253.517.244	,69
Cibiemme Plast.	252	3.567.432	8.128.804.325	,68
Banca Briantea	252	345.167	5.873.226.050	,49
Ferrovie Nord Milano	28	118.400	4.507.168.000	,37
Banca Subalpina	126	733.428	3.986.379.530	,33
Creditwest e comuni ves.	252	332.090	3.608.455.660	,30
Ifis Priv.	210	2.051.000	3.318.390.000	,28
Banca Popolare Lombarda già priv.	80	756.810	3.300.946.000	,27
Finance priv.	252	63.924	3.297.411.450	,27
Finance ord.	252	51.550	3.074.491.500	,26
Banca Popolare di Bergamo 1.7.90	57	161.411	2.873.781.235	,24
Condotte Acqua di Roma	101	10.858.420	2.604.490.100	,22
Italiana Incendio Vita	252	11.379	2.546.678.775	,21
Aviatour Italia	252	976.000	2.494.632.000	,21
Banca Popolare Milano warrant	25	600.714	2.235.757.584	,19
Banca Industriale Gallaratese	252	167.827	2.156.239.800	,18
Citibank Italia	252	408.753	2.127.700.430	,18
Frette	252	101.900	803.929.000	,07
Zerowatt	252	97.936	519.844.400	,04
Inveurop	52	363.225	410.938.625	,03
Bieffe Medital	141	8.400	94.037.000	,01
TOTALE		114.426.247	1.202.432.230.304	100,00

**Titoli per controvalore trattato  
nel Mercato Ristretto di Roma - anno 1990**

Titoli	Numero sedute 1990	Azioni trattate	Controvalore (in lire)	% sul controvalore totale
Istituto Cessione Quinto	251	345.500	1.151.934.000	61,77
Banca Popolare di Bergamo	251	24.600	489.134.000	26,23
Condotte Acqua Roma	101	472.000	130.535.000	7,00
Banca Popolare di Bergamo 1.7.90	57	5.200	93.150.000	5,00
Banca Popolare di Milano	251	—	—	,00
Banca Popolare di Novara	251	—	—	,00
Citibank Italia	251	—	—	,00
Banca Creditwest e Com. Ve.	251	—	—	,00
Acque e Terme di Bognanco	251	—	—	,00
Banco di Perugia	251	—	—	,00
Aviatour Italia	251	—	—	,00
Banca Popolare di Spoleto	sospese	—	—	,00
Warrant Banca Popolare di Milano	25	—	—	,00
<b>TOTALE</b>		<b>847.300</b>	<b>1.864.753.000</b>	<b>100,00</b>

Tab. A.31

**Titoli per controvalore trattato  
nel Mercato Ristretto di Torino - anno 1990**

Titoli	Numero sedute 1990	Azioni trattate	Controvalore (in lire)	% sul controvalore totale
Bofina	252	592.000	638.357.000	85,26
Inveurop	52	74.000	84.848.000	11,33
Banca Popolare di Milano	252	1.500	13.875.000	1,85
Banca Popolare di Novara	252	500	9.250.000	1,24
Banca Subalpina	126	500	2.380.000	,32
Citibank Italia	252	—	—	,00
Condotte Acqua Roma	101	—	—	,00
Warrant Banca Popolare di Milano	25	—	—	,00
<b>TOTALE</b>		<b>668.500</b>	<b>748.710.000</b>	<b>100,00</b>



**Titoli per controvalore trattato  
nel Mercato Ristretto di Genova - anno 1990**

Titoli	Numero sedute 1990	Azioni trattate	Controvalore (in lire)	% sul controvalore totale
I.F.I.S.	252	850.000	1.296.080.000	40,69
Carbotrade priv.	111	329.000	687.134.000	21,57
Banca Popolare di Bergamo	252	30.900	617.126.000	19,37
Base H. priv.	252	146.000	492.132.000	15,45
Banca Popolare di Bergamo 1.7.90	57	5.200	93.150.000	2,92
Banca Popolare di Novara	252	—	—	—
Citibank Italia	252	—	—	—
Condotte Acqua Roma	101	—	—	—
<b>TOTALE</b>		<b>1.361.100</b>	<b>3.185.622.000</b>	<b>100,00</b>

Tav. A.33

**Titoli per controvalore trattato  
nel Mercato Ristretto di Firenze - anno 1990**

Titoli	Numero sedute 1990	Azioni trattate	Controvalore (in lire)	% sul controvalore totale
Nuova Edificatrice ord.	106	328.634	1.341.712.640	57,73
Nuova Edificatrice priv.	106	274.670	982.531.600	42,27
Citibank Italia	252	—	—	,00
Banca Popolare di Novara	252	—	—	,00
Banco di Perugia	252	—	—	,00
<b>TOTALE</b>		<b>603.304</b>	<b>2.324.244.240</b>	<b>100,00</b>

**Titoli per controvalore trattato  
nel Mercato Ristretto di Napoli - anno 1990**

Titoli	Numero sedute 1990	Azioni trattate	Controvalore (in lire)	% sul controvalore totale
Autostrade Meridionali	23	17.900	97.850.000	63,18
Banca della Provincia di Napoli	252	10.000	57.015.000	36,82
Banca Popolare di Novara	252	—	—	,00
Citibank Italia	252	—	—	,00
TOTALE		27.900	154.865.000	100,00

Tav. A.35

**Mercato Ristretto: scambi azionari**  
(controvalore medio per seduta in milioni di lire)

Titoli	Milano	Roma	Torino	Genova	Napoli	Firenze
Banca Popolare di Novara	818	—	—	—	—	—
Banca Popolare di Milano	521	—	—	—	—	—
Banca Popolare di Lodi	350	—	—	—	—	—
Banca Popolare di Brescia	304	—	—	—	—	—
Banca Popolare d'Emilia	303	—	—	—	—	—
Banca Popolare di Bergamo	287	2	—	2	—	—
Banca di Legnano	201	—	—	—	—	—
Banca Popolare di Luino e Varese	183	—	—	—	—	—
Banca Popolare Commercio e Industria	170	—	—	—	—	—
Credito Bergamasco	164	—	—	—	—	—
Banca Piccolo Credito Valtellinese	160	—	—	—	—	—
Banca Credito Popolare di Siracusa	158	—	—	—	—	—
Banca Agricola Mantovana	157	—	—	—	—	—
Banca Popolare di Cremona	128	—	—	—	—	—
Banca Popolare di Crema	99	—	—	—	—	—
Banca Credito Agricolo Bresciano	88	—	—	—	—	—
Banca Popolare di Lecco	87	—	—	—	—	—

segue: Tav. A.35

Titoli	Milano	Roma	Torino	Genova	Napoli	Firenze
Banca Provincia Lombarda	85	—	—	—	—	—
Banca Popolare di Intra	78	—	—	—	—	—
Banca del Friuli	71	—	—	—	—	—
Banco di Perugia	57	—	—	—	—	—
Banca Provincia di Napoli	38	—	—	—	—	—
Terme di Bognanco	33	—	—	—	—	—
Cibiemme Plast.	32	—	—	—	—	—
Banca Briantea	23	—	—	—	—	—
Ferrovie Nord Milano	161	—	—	—	—	—
Banca Subalpina	32	—	—	—	—	—
Creditwest e com. vesuv.	14	—	—	—	—	—
Ifis priv.	16	—	—	5	—	—
Banca Provinciale Lombarda già priv.	41	—	—	—	—	—
Finance priv.	13	—	—	—	—	—
Finance ord.	12	—	—	—	—	—
Banca Popolare di Bergamo 1.7.90	50	2	—	2	—	—
Condotte Acqua Roma	26	1	—	—	—	—
Italiana Incendio Vita	10	—	—	—	—	—

segue: Tav. A.35

Titoli	Milano	Roma	Torino	Genova	Napoli	Firenze
Aviatour Italia	10	—	—	—	—	—
Warrant Banca Popolare di Milano	89	—	—	—	—	—
Banca Industriale Gallaratese	9	—	—	—	—	—
Citibank Italia	8	—	—	—	—	—
Frette	3	—	—	—	—	—
Zerowatt	2	—	—	—	—	—
Inveurop	8	—	2	—	—	—
Bieffe Medital	1	—	—	—	—	—
Istituto Cessione Quinto	—	5	—	—	—	—
Bofina	—	—	3	—	—	—
Carbotrade priv.	—	—	—	6	—	—
Base H priv.	—	—	—	2	—	—
Nuova Edificatrice ord.	—	—	—	—	—	13
Nuova Edificatrice priv.	—	—	—	—	—	9
Autostrade Meridionali	—	—	—	—	4	—

Tav. A.36

## Operazioni sul capitale deliberate nel 1990 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>						
BANCO DI NAPOLI (agosto)	16.000 (10.000+6.000)	125.000.000.000	—	125.000.000.000	200.000.000.000	Emissione di n. 12.500.000 quote di risparmio
CEMENTIR (maggio)	2.000 (1.000+1.000)	34.000.000.000	34.000.000.000	68.000.000.000	68.000.000.000	Emissione di n. 34.000.000 azioni ordinarie gratuite e di n. 34.000.000 azioni ordinarie a pagamento
ITALCABLE (maggio)	—	—	44.000.000.000	44.000.000.000	—	Emissione di n. 28.000.000 azioni ordinarie e n. 16.000.000 azioni di risparmio, previo frazionamento delle azioni ordinarie e di risparmio con sostituzione di ciascuna azione del valore nominale di lire 2.000 con due azioni di pari categoria del valore nominale di lire 1.000.
SIFA (aprile)	1.500 (500+1.000)	43.050.000.000	43.050.000.000	86.100.000.000	129.150.000.000	Emissione di n. 43.050.000 azioni ordinarie e di n. 43.050.000 azioni di risparmio per la parte gratuita; emissione di n. 86.100.000 azioni ordinarie per la parte a pagamento
STET (giugno)			920.000.000.000	920.000.000.000		Emissione di n. 630.620.000 azioni ordinarie e di n. 289.380.000 azioni di risparmio, previo frazionamento delle azioni in circolazione, del valore nominale di lire 2.000, con sostituzione di ciascuna con 2 azioni del valore nominale di lire 1.000





segue: Tav. A.36

Società	Prezzo di emissione (val. nom. + sovrapprezzo) (b)	Aumento (lire)			Richiesta complessiva di denaro (lire)	Note
		A pagamento	Gratuito	Totale		
COSTA CROCIERE (luglio)	1.500 (1.000+500)	12.200.000.000	12.200.000.000	24.400.000.000	18.300.000.000	Emissione per la parte a pagamento di n. 12.200.000 azioni ordinarie; per la parte gratuita emissione di n. 12.200.000 azioni di risparmio.
DATACONSYST (giugno)			417.500.000	417.500.000		Emissione di n. 417.500 azioni ordinarie
DEL FAVERO (giugno)	10.000 (1.000+9.000)	3.500.000.000		3.500.000.000	35.000.000.000	Emissione di n. 3.500.000 azioni ordinarie
ENIMONT AUGUSTA (luglio)	1.000 (A)	96.000.000.000				Emissione di n. 96.000.000 azioni ordinarie
		48.000.000.000		144.000.000.000	249.600.000.000	Emissione di n. 48.000.000 azioni ordinarie riservate all'esercizio di n. 48.000.000 di buoni di sottoscrizione connessi alle obbligazioni da emettere
FERROVIE TORINO NORD (novembre)	1.050 (1.000+50)	59.188.500.000		59.188.500.000	62.147.925.000	Emissione di n. 59.188.500 azioni ordinarie
FIAR (aprile)			865.150.000	865.150.000		Emissione di n. 865.150 azioni ordinarie
FILIPPO FOCHI (gennaio)	4.000 (1.000+3.000)	4.800.000.000		4.800.000.000	19.200.000.000	Emissione di n. 4.800.000 azioni ordinarie riservate, con esclusione del diritto di opzione, ex art. 2442, V comma c.c. a Mediobanca
FIMPAR S.p.A. (*) (giugno)	2.000 (1.000+1.000) 1.000 2.500 (1.000+1.500)	53.906.250.000		53.906.250.000	101.171.875.000	Emissione di n. 20.312.500 azioni ordinarie e di n. 15.625.000 azioni di risparmio e n. 17.968.750 azioni ordinarie riservate all'esercizio dei warrants connessi all'emissione
FINARTE (*) (febbraio)			18.675.000.000			Emissione di n. 11.275.000 azioni ordinarie, n. 5.000.000 azioni di risparmio e n. 2.400.000 azioni privilegiate

FIRS (giugno)	1.100 (500+580 +20)	36.120.000.000	36.120.000.000	58.514.400.000	Emissione di n. 36.120.000 azioni ordinarie e di n. 36.120.000 azioni di risparmio
GAIC (maggio)	520 (500+20)	1.077.739.520.000	1.077.739.520.000	3.233.218.560.000	Emissioni di n. 1.077.739.520 azioni ordinarie e/o, nei limiti di legge, di risparmio convertibili in azioni ordinarie, previo frazionamento del valore nominale da lire 4.000 a lire 1.000
GEWISS (novembre)	3.000 (1.000+2.000)	5.000.000.000	15.000.000.000	20.000.000.000	Emissione di n. 10.000.000 azioni ordinarie gratuite e di n. 5.000.000 azioni a pagamento
GEROLIMICH (luglio)	600	45.403.200.000	64.321.200.000	45.403.200.000	Emissione per la parte gratuita di n. 132.384.960 azioni ordinarie e n. 56.795.040 azioni di risparmio; per la parte a pagamento emissione di n. 75.672.000 azioni ordinarie
GIM (marzo) (*)	4.500 (2.000+2.500)	22.354.820.000	22.354.820.000	50.298.345.000	Emissione di n. 11.177.410 azioni ordinarie
GRASSETTO (maggio)	1.650 (1.000+650)	27.000.000.000	1.450.000.000	44.550.000.000	Emissione di n. 1.450.000 azioni ordinarie
GOTTARDO RUFFONI (dicembre)	7.600 (1.000+6.600)	18.000.000.000	27.000.000.000	93.100.000.000	Emissione di n. 27.000.000 azioni ordinarie
IFIL (gennaio)	3.800 (1.000+2.800)	44.749.815.000	8.949.963.000	393.503.181.000	Emissione per la parte a pagamento di n. 44.749.815 azioni ordinarie con warrant e di n. 43.304.390 di azioni di risparmio con warrant; per la parte gratuita di n. 8.949.963 azioni ordinarie e di n. 8.660.878 di risparmio
IFIL (*) (aprile)	5.600 (1.000+4.600)	43.304.390.000	105.665.046.000		
	3.300 (1.000+2.300)				

Società	Prezzo di emissione (val. nom. + sovrapprezzo) (b)	Aumento (lire)			Richiesta complessiva di denaro (lire)	Note
		A pagamento	Gratuito	Totale		
ISVIM (aprile)	11.400 (1.000 + 10.400)	21.818.175.000		21.818.175.000	248.727.195.000	Emissione di n. 21.818.175 azioni ordinarie
ITALCEMENTI (giugno)			120.000.000.000			Aumento del valore nominale delle azioni ordinarie e risparmio da lire 5.000 a lire 10.000 e successivo frazionamento del valore nominale da lire 10.000 a lire 2.000
	10.000 (2.000 + 8.000)	32.000.000.000		152.000.000.000	160.000.000.000	Emissione di n. 9.885.636 azioni ordinarie e di n. 6.114.364 azioni di risparmio
ITALMOBILIARE (settembre)			16.800.000.000			Emissione di n. 2.240.000 azioni ordinarie e di n. 1.120.000 azioni di risparmio non convertibili previo frazionamento del valore nominale da lire 10.000 a lire 5.000
	30.000 (5.000 + 25.000)	16.800.000.000		33.600.000.000	504.000.000.000	Emissione di n. 2.240.000 azioni ordinarie e di n. 1.120.000 azioni di risparmio non convertibili
N.A.I. (maggio)	8 (5 + 3)	23.296.000.000		23.296.000.000	37.273.600.000	Emissione di n. 4.659.200.000 azioni ordinarie (successiva sostituzione delle n. 9.318.400.000 azioni ordinarie da nominali lire 5 con 93.184.000 azioni ordinarie da nominali lire 500)
PARMALAT FINANZIARIA (ex F.N.C.) (febbraio) (*)	10.100 (10.000 + 100)	25.813.500.000		25.813.500.000	26.071.630.000	Emissione di n. 2.581.350 azioni ordinarie

segue Tav. A.36

PARMALAT FINANZIARIA (ex F.N.C.) (maggio) (*)	10.200 (10.000+200)	583.535.700.000	583.535.700.000	595.206.400.000	Emissione di n. 58.353.570 azioni ordinarie
PREMAFIN FINANZIARIA (settembre)	1.000 (C)	14.000.000.000	28.000.000.000	154.000.000.000	Emissione di n. 14.000.000 azioni ordinarie; per la parte gratuita numero 14.000.000 azioni ordinarie
POLIGRAFICI EDITORIALE (settembre)			3.000.000.000		Emissione di n. 6.000.000 azioni ordinarie
RAGGIO DI SOLE FINANZIARIA (giugno)	1.000 (D)	20.580.000.000	20.580.000.000	52.479.000.000	Emissione di n. 10.290.000 azioni ordinarie e di n. 10.290.000 azioni di risparmio
SAFFA (maggio)	4.900 (1.000+3.900)	16.109.901.000	16.109.901.000	92.631.930.750	Emissione di n. 16.109.901 azioni di risparmio riservate ai possessori di obbligazioni Crediop 9,25% 1990-1995
SINGEST (luglio)	250	9.248.452.000	9.248.452.000	9.248.452.000	Emissione di n. 36.993.808 azioni ordinarie
SIMINT (ex Società Italiana Manifatturi) (giugno)	500	190.000.000			Emissione di n. 380.000 azioni privilegiate in offerta ai dipendenti della società o del gruppo, ai sensi dell'art. 2441 c.c., da emettersi nel corso del 1990
	3.000 (500+2.500)	450.000.000			Emissione di n. 900.000 azioni ordinarie, in offerta ai dipendenti della società o del gruppo, ai sensi dell'art. 2441 c.c., da emettersi nel corso del 1990 - 1991 - 1992
	4.500 (500+4.000)	160.000.000	800.000.000	4.330.000.000	Emissione di n. 320.000 azioni privilegiate, in offerta ai dipendenti della società o del gruppo, ai sensi dell'art. 2441 c.c. da emettersi nel corso del 1991-1992

segue: Tav. A.36

Società	Prezzo di emissione (val. nom. + sovrapprezzo) (b)	Aumento (lire)			Richiesta complessiva di denaro (lire)	Note
		A pagamento	Gratuito	Totale		
SIMINT (ex Società Italiana Manufatti) (gennaio)	500 (E)	7.500.000.000	600.000.000	8.100.000.000	45.500.000.000	Per la parte a pagamento offerta di n. 5.000.000 azioni ordinarie e di n. 10.000.000 azioni privilegiate; per la parte gratuita n. 1.200.000 azioni ordinarie
SORIN BIOMEDICA (settembre) (*)	3.000 (1.000+2.000)	36.400.000.000		36.400.000.000	109.200.000.000	Emissione di n. 36.400.000 azioni ordinarie
TRIPCOVICH (luglio)			4.376.994.000	4.376.994.000		Emissione di n. 3.029.677 azioni ordinarie e di n. 1.347.317 azioni di risparmio
UNICEM (giugno)	9.500 (1.000+8.500)	7.552.900.000		17.463.394.000	132.206.563.400	Emissione di n. 7.552.900 azioni ordinarie e di n. 9.910.494 azioni di risparmio riservate agli azionisti Mediobanca-Unicem 7% 1986 - 1990 previo frazionamento del valore nominale delle azioni da lire 2.000 a lire 1.000
VITTORIA ASSICURAZIONI (maggio)	6.100 (1.000+5.100)	9.910.494.000		18.000.000.000	36.000.000.000	Offerta n. 6.000.000 azioni ordinarie a titolo gratuito e n. 12.000.000 azioni ordinarie a pagamento
<i>Totale privato</i>		2.646.819.026.500	409.845.238.500	3.056.664.287.000	7.194.430.400.150	
<b>TOTALE GENERALE</b>		2.848.869.026.500	1.450.895.237.500	4.299.764.287.000	7.591.580.400.150 (F)	

(a) Non sono inclusi gli aumenti di capitale a fronte dell'emissione di obbligazioni convertibili nonché 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. 350 e L. 550 per n. 96.000.000 azioni ordinarie e tra L. 900 e L. 1.100 per n. 48.000.000.

(B) Il sovrapprezzo verrà stabilito dal Consiglio di Amministrazione fino ad un massimo di L. 3.000.

(C) Il sovrapprezzo verrà stabilito dal Consiglio di Amministrazione tra L. 8.000 e L. 10.000.

(D) Il sovrapprezzo verrà stabilito dal Consiglio di Amministrazione tra L. 1.000 e L. 2.000 per n. 20.290.000 azioni ordinarie e tra L. 500 e L. 1.100 per n. 10.290.000 azioni di risparmio.

(E) Il sovrapprezzo verrà stabilito dal Consiglio di Amministrazione tra L. 2.300 e L. 3.000.

(F) 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 nel 1990  
da società con azioni quotate in Borsa (a)  
(miliardi di lire)**

Aumenti di capitale a pagamento .....	2.848,8	66%
Aumenti di capitale gratuiti .....	1.450,9	34%
	<hr/>	<hr/>
Totale .....	4.299,7	100%
Sovrapprezzi .....	4.742,7	

<i>Settore pubblico</i>		<i>Settore privato</i>	
A pagamento .....	202,05	A pagamento .....	2.646,8
Gratuiti .....	1.041,05	Gratuiti .....	409,8
	<hr/>		<hr/>
Totale .....	1.243,1 (29%)	Totale .....	3.056,6 (71%)
Sovrapprezzi .....	195	Sovrapprezzi .....	4.547,6

(a) Non sono inclusi gli aumenti di capitale deliberati a fronte dell'emissione di obbligazioni convertibili, nonchè quelli da attuarsi mediante conferimenti in natura ovvero in relazione ad operazioni di fusione.

**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
	1990	202	2.647	2.849
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
	1990	1.041	410	1.451
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
	1990	1.243	3.057	4.300
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
	1990	195	4.548	4.743
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
	1990	397	7.195	7.592



### Emissioni di azioni di risparmio deliberate nel 1990 dalle società quotate

Società	Conversione	Aumento capitale sociale (lire)
ALLEANZA ASSICURAZIONI (giugno)	—	5.660.000.000
BANCO DI NAPOLI (agosto)	—	125.000.000.000 (A)
BONIFICHE SIELE FINANZIARIA (giugno)	—	3.910.272.000 (A)
B.N.A. (aprile)	—	14.250.000.000 (A)
COSTA CROCIERE (luglio)	—	12.200.000.000
FIMPAR (giugno)	—	15.625.000.000
FINARTE (febbraio)	—	5.000.000.000
FIRS (giugno)	—	18.060.000.000
GAIC (maggio)	—	1.280.771.952.000 (A)
GEROLIMICH (luglio)	—	34.077.024.000
IFIL (aprile)	—	43.304.390.000 (A)
(gennaio)	—	11.500.000.000 (A)

segue: Tav. A.39

Società	Conversione	Aumento capitale sociale (lire)
ITALCABLE (maggio)	—	16.000.000.000
ITALCEMENTI (giugno)	—	12.228.728.000 (A)
ITALMOBILIARE (aprile) (settembre)	— —	16.800.000.000 (B) 11.200.000.000 (C)
RAGGIO DI SOLE FINANZIARIA (giugno)	—	10.290.000.000 (A)
SAFFA (maggio)	—	16.109.901.000 (A)
SIFA (aprile)	—	21.525.000.000
STET (giugno)	—	289.380.000.000
TRIPCOVICH (luglio)	—	1.347.317.000
UNICEM (giugno)	—	9.910.494.000 (A)
TOTALE	1.974.150.078.000	

(A) È stato previsto un sovrapprezzo di emissione.

(B) Emesse al servizio di warrants annessi ad obbligazioni Mediobanca.

(C) Per n. 1.120.000 su 2.240.000 azioni di risparmio è previsto un sovrapprezzo di emissione.

**Emissioni di azioni di risparmio deliberate dalle società quotate**  
(in miliardi di lire)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
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	20
N. società che hanno richiesto un sovrapprezzo di emissione	5	3	2	25	46	6	4	8	10
Ammontare del sovrapprezzo (1)	46,3	58,2	52,2	710,6	3.350,6	216,5	14,1	776,2	3.690
Aumento del capitale sociale (2)	229,7	502,8	94,8	728,6	2.622,0	226,4	12,9	578	1.974 (*)
TOTALE (1+2)	276	561	147	1.439,2	5.972,6	442,9	27	1.354,2	5.664
Aumenti capitale + sovrapprezzo	2.677	3.724,9	5.524,3	5.988,8	14.908,6	4.722	2.744,7	12.321,6	9.040 (*)
% azioni di risparmio sul totale aumenti capitale	10,3	15,1	2,7	24,0	40	9,4	1	10,9	62,6

(\*) Dato comprensivo delle azioni di risparmio gratuite.

**Operazioni sul capitale eseguite nel 1990 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>								
ALITALIA	1.450 (1.000+450)	390.000.000	—	390.000.000.000	—	390.000.000.000	565.500.000.000	15/02
BANCO DI NAPOLI	16.000 (10.000+6.000)	12.500.000	—	125.000.000.000	—	125.000.000.000	200.000.000.000	13/09
CEMENTIR	—	—	34.000.000	—	34.000.000.000	34.000.000.000	—	13/06
CREDITO FONDARIO	4.000 (1.000+3.000)	12.500.000	12.500.000	12.500.000.000	12.500.000.000	25.000.000.000	50.000.000.000	15/03
ITALCABLE	—	—	44.000.000	—	44.000.000.000	44.000.000.000	—	01/06
SIFA	1.500 (500+1.000)	86.100.000	86.100.000	43.050.000.000	43.050.000.000	86.100.000.000	129.150.000.000	14/06
SIP	1.300 (1.000+300)	930.000.000	340.000.000	930.000.000.000	340.000.000.000	1.270.000.000.000	1.209.000.000.000	15/02
STET	—	—	920.000.000	—	920.000.000.000	920.000.000.000	—	16/07
<b>TOTALE SETTORE PUBBLICO</b>		1.431.100.000	1.436.600.000	1.500.550.000.000	1.393.550.000.000	2.894.100.000.000	2.153.650.000.000	

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 privato</i>								
ACCIAIERIE FALCK	8.000 (2.500+5.500)	19.665.041		49.162.602.500				
	13.000 (2.500+10.500)	4.200.000		10.500.000.000			211.920.328.000	16/10
B.N.A. (*)	2.720 (500+2.220)	57.000.000		28.500.000.000				
	1.160 (500+660)	28.500.000		14.250.000.000				
	600 (500+100)	28.500.000		14.250.000.000			205.200.000.000	13/09
BONIFICHE SIELE FINANZIARIA (*)	7.500 (500+7.000)	7.820.544		3.910.272.000			58.654.080.000	16/10
CALCESTRUZZI	10.000 (1.000+9.000)	8.750.000		8.750.000.000			87.500.000.000	15/02
CALTAGIRONE			9.000.000			9.000.000.000		16/10
CEMENTERIE DI AUGUSTA	3.430 (1.000+2.200+120)	14.000.000		14.000.000.000		12.000.000.000	48.020.000.000	13/09
COMPAGNIA PARAMATTI FINANZIARIA	750	64.543.784		48.407.838.000			48.407.838.000	23/07
DATA CONSIST						417.500.000	417.500.000	16/10

segue: Tav. A.41

DEL FAVERO	10.000 (1.000+9.000)	3.500.000	861.500	3.500.000.000	861.500.000	3.500.000.000	10/08
FIAR			861.500		861.500.000		13/09
FILIPPO FOCHI	4.000 (1.000+3.000)	4.800.000		4.800.000.000		4.800.000.000	03/03
FINARTE (*)	3.350 (1.000+2.350)	22.410.000	18.675.000	22.410.000.000	18.675.000.000	41.085.000.000	14/06
FISCAMBI HOLDING	3.500 (1.000+2.500)	6.300.000		6.300.000.000			
	2.500 (1.000+1.500)	1.788.173		1.788.173.000		8.088.173.000	16/10
FISIA	1.000	59.931.585		59.931.585.000		59.931.585.000	15/02
FORNARA	1.020 (1.000+20)	75.600.000	12.086.700	75.600.000.000	12.086.700.000		
	1.020 (1.000+20)	4.978.000		4.978.000.000		92.664.700.000	14/06
GAIC	3.000 (1.000+2.000)	1.077.739.520		1077.739.520.000		1077.739.520.000	14/06
GIM	4.500 (2.000+2.500)	11.177.410		22.354.820.000		22.354.820.000	13/04
GRASSETTO			1.450.000		1.450.000.000		14/06
IFIL (*)	5.600 (1.000+4.600)	44.749.815	8.949.963				
	3.300 (1.000+2.300)	43.304.390	8.660.878	88.054.205.000	17.610.841.000	105.665.046.000	14/05

segue Tav. A.41

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		
INDUSTRIE SECCO	800 (500+300)	8.778.262		4.389.131.000		4.389.131.000	7.022.609.600	14/06
ISVIM	11.400 (1.000+10.400)	21.818.175		21.818.175.000		21.818.175.000	248.727.195.000	18/07
ITALCEMENTI	10.000 (2.000+8.000)	16.000.000		32.000.000.000		152.000.000.000	160.000.000.000	17/08
ITALMOBILIARE	30.000 (5.000+25.000)	3.360.000	3.360.000	16.800.000.000	16.800.000.000	33.600.000.000	504.000.000.000	16/10
LA FONDARIA ASSICURAZIONI (ex Italia Assicurazioni)	10.000 (1.000+9.000)	10.000.000		10.000.000.000		10.000.000.000	100.000.000.000	12/02
LLOYD ADRIATICO	8.500 (1.000+7.500)	20.000.000		20.000.000.000		20.000.000.000	170.000.000.000	13/04
PARMALAT FINANZIARIA (ex F.N.C.)	10.200 (10.000+200)	58.353.570		583.535.700.000		583.535.700.000	595.206.400.000	17/08
	10.100 (10.000+100)	2.581.350		25.813.500.000		25.813.500.000	26.071.630.000	17/05
			6.000.000		3.000.000.000	3.000.000.000	3.000.000.000	15/11

PREMAFIN FINANZIARIA	10.000 (1.000+9.000)	14.000.000	14.000.000	14.000.000.000	14.000.000.000	28.000.000.000	140.000.000.000	15/11
SIMINT (ex Società Italiana Manifatturi)	3.150 (500+2.650)	15.000.000	1.200.000	7.500.000.000	600.000.000	8.100.000.000	47.250.000.000	13/04
SOC. AZIONARIA PER LA CONDOTTA DI ACQUE POTABILI	11.500 (500+11.000)	3.315.000		1.657.500.000		1.657.500.000	38.122.500.000	15/02
SOPAF	4.300 (1.000+3.300)	8.432.922	11.372.922	8.432.922.000	8.432.922.000	11.372.922.000		
TRIPCOVICH	2.200 (1.000+1.200)	2.940.000		2.940.000.000		22.745.844.000	42.729.564.600	01/07
UNICEM	9.500 (1.000+8.500)	7.552.900	4.376.994	7.552.900.000	4.376.994.000	4.376.994.000		16/10
VITTORIA ASSICURAZIONI	6.100 (1.000+5.100)	9.910.494		9.910.494.000		17.463.394.000	132.206.563.400	17/08
TOTALE SETTORE PRIVATO	3.000 (1.000+2.000)	12.000.000	6.000.000	12.000.000.000	6.000.000.000	18.000.000.000	36.000.000.000	10/09
TOTALE GENERALE		1.803.300.935	118.411.457	2.337.537.337.500	248.251.457.000	2.585.788.794.500	6.881.973.871.000	
		3.234.400.935	1.555.011.457	3.838.087.337.000	1.641.801.457.000	5.479.888.794.500	9.095.623.871.000	

(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.

(\*) Operazione deliberata dal Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2443 c.c.



**Operazioni sul capitale eseguite nel 1990  
da società con azioni quotate in Borsa (a)**  
(miliardi di lire)

Aumenti di capitale a pagamento .....	3.838,1	70%
Aumenti di capitale gratuiti .....	1.641,8	30%
Totale .....	5.479,9	100%
Mezzi liquidi complessivamente raccolti .....	9.035,6	
Sovrapprezzi .....	5.197,5	

<i>Settore pubblico</i>		<i>Settore privato</i>	
A pagamento .....	1.500,5	A pagamento .....	2.337,5
Gratuiti .....	1.393,5	Gratuiti .....	248,2
Totale .....	2.894,1 (53%)	Totale .....	2.585,7 (47%)
Sovrapprezzi .....	653,1	Sovrapprezzi .....	4.544,4

(a) Non sono inclusi gli aumenti di capitale attuati mediante conferimenti in natura ovvero in relazione ad operazioni di fusione.

Tav. A.43

**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
	1990	1.500	2.338	3.838
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
	1990	1.394	248	1.642
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
	1990	2.894	2.586	5.480
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
	1990	653	4.544	5.197
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
	1990	2.153	6.882	9.035

**Emissioni di obbligazioni deliberate nel 1990  
da società quotate in Borsa**

Società	Convertibili e cum warrant (lire)	Ordinarie (lire)
AUTOSTRAD S.p.A. (giugno)	—	500.000.000.000 1990-1997 (A)
CEMENTERIA DI AUGUSTA (luglio)	15.960.000.000 al 7% 1991-1996 con warrant su azioni ordinarie	—
ENIMONT AUGUSTA S.p.A. (luglio)	Tra 91.200.000.000 e 100.800.000.000 all'8/9% 1990-1995, con warrant su azioni ordinarie (B)	—
MEDIOBANCA (aprile)	100.800.000.000 al 6% 1990-1996 con warrant su azioni risparmio Italmobiliare	—
UNICEM S.p.A.	9.910.494.000 all'8% 1990-1995 con warrant validi per sottoscrivere azioni di risparmio	—
<b>TOTALE</b>	217.870.494.000 (C)	500.000.000.000
<b>TOTALE CONV. + ORD.</b>	717.870.494.000	

(\*) Operazione deliberata dal Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2420-ter c.c.

(A) Tasso di interesse da fissare in prossimità dell'emissione.

(B) Valore nominale tra L. 1.900 e L. 2.100.

(C) Nel calcolo del totale è stato utilizzato l'importo minimo relativo al prestito obbligazionario della Enimont Augusta S.p.A.

## Operazioni di fusione deliberate nel 1990 da società quotate

Società incorporante	Società incorporata e percentuale di capitale detenuta dalla incorporante	Rapporto di cambio	Società di revisione che ha espresso il parere sulla congruità del rapporto di cambio	Note
AERITALIA Soc. Aerospaziale Italiana S.p.A. (agosto)	SELENIA INDUSTRIE ELETRONICHE ASSOCIATE S.p.A. (18%)	N. 100 azioni Aeritalia contro n. 79 azioni Selenia	RECONTA ERNST & YOUNG S.a.S. di Bruno Gimpel	Valorizzazione delle interrelazioni esistenti e sinergie. Modifica dell'oggetto sociale.
ALLEANZA ASSICURAZIONI (giugno)	SOCOTROS S.r.l. (100%)	—	—	Copertura riserve matematiche.
AUSCHEM (aprile)	INDIPAR S.p.A. (100%)	—	—	Razionalizzazione ed integrazione delle attività nel campo degli ausiliari chimici.
AUSONIA ASSICURAZIONI (giugno)	AUSONIA AIRD S.p.A. (60%) RENANA ASSICURAZIONI S.p.A. (—)	11 azioni Ausonia ogni 2 Renana - 9 azioni Ausonia ogni 4 Ausonia AIRD	COOPERS & LYBRAND	Adeguamento della dimensione aziendale alle esigenze di mercato.
ASSICURAZIONI GENERALI (giugno)	GENEDIL S.p.A. (100%)	—	—	Esaurimento compiti per cui era stata costituita la incorporata.
BANCA COMMERCIALE ITALIANA (agosto)	SPANMO S.p.A. (100%) ELITIA S.r.l. (100%)	—	—	Ottimizzazione risorse ed opportunità fiscali.
BENCKISER ITALIA S.p.A. (società non quotata) (aprile)	MIRA LANZA (54%) (società quotata)	11 azioni Benckiser Italia contro 1 azione Mira Lanza	PEAT, MARWICK MITCHELL S.n.c. e ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.	Valorizzazione delle relazioni esistenti e sinergie.

Società incorporante	Società incorporata e percentuale di capitale detenuta dalla incorporante	Rapporto di cambio	Società di revisione che ha espresso il parere sulla congruità del rapporto di cambio	Note
CALLAGIRONE (giugno)	I.G.I. S.r.l. (100%)	—	—	Semplificazione e razionalizzazione delle strutture societarie.
CARTIERA DI ASCOLI (giugno)	CARTIERA F.A. MARSONI S.r.l. (100%)	—	—	Accentrare le attività finanziarie e ridurre i costi amministrativi.
COGEFAR-IMPRESIT (giugno)	INTERLOGOS S.p.A. (100%) UD.I.M. S.r.l. (100%)	—	—	Razionalizzazione delle strutture della società incorporante. Attuazione sinergie da risparmio costi di gestione e incremento redditività.
EUROPA METALLI - IMI (novembre)	TUBI TUBI BARRE ITALIA S.r.l. (100%) RENANA ASSICURAZIONI S.p.A.	—	—	Esaurimento dei compiti per cui era stata costituita la incorporata.
FAEMA (luglio)	FAEMA SERVICE S.p.A. (100%)	—	—	Razionalizzazione della struttura societaria.
FERROVIE TORINO NORD (giugno)	FAMI S.r.l. (100%)	—	—	Conseguimento economie interne e possibilità di maggiore assistenza creditizia.
FERRUZZI AGRICOLA FINANZIARIA (settembre)	GARESSIO LA SAPEA S.r.l. (100%) VALCASOTTO S.p.A. (86,1%) MONTEDISON (48,2%)	9 azioni FT.N. contro 1 azione Valcasotto 7 F.A.F. ogni 10 Montedison	ITALAUDIT  RECONTA ERNST & YOUNG S.a.S. PRICE WATERHOUSE S.a.S.	Riorganizzazione societaria per un migliore utilizzo delle risorse; modifica dell'oggetto sociale; per gli azionisti di Ferruzzi Agricola è previsto il diritto di recesso.

FIAT (giugno)	SAES S.p.A. (56%)	N. 2 azioni Fiat ordinarie o di risparmio ogni 5 azioni Saes delle rispettive categorie	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.S.	Semplificazione e razionalizzazione della struttura societaria; è previsto per gli azionisti Saes il diritto di recesso.
GAIC (maggio)	SOCIETÀ COMMISSIONARIA DI ESPORTAZIONE E DI IMPOSTAZIONE (SCEI) (85,637%)	7 azioni ordinarie GAIC per 1 azione ordinaria SCEI	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.S.	Sinergie operative professionali e di relazioni. Modifica dell'oggetto sociale opportunamente integrato con quello della società incorporanda.
GOTTARDO RUFFONI (dicembre)	MILANO MARMI MLMAR. S.r.l. (100%)	—	—	Razionalizzazione delle strutture societarie.
IMMOBILIARE METANOPOLI (maggio)	SOCIETÀ IMMOBILIARE IL QUINTO S.r.l. (100%)	—	—	Riorganizzazione amministrativa.
ISTITUTO FARMACOLOGICO SERONO (maggio)	SERONO SISTEMI (100%)	—	—	Sinergie e riduzioni dei costi.
MAGNETI MARELLI (luglio)	FAUSTO CORELLO & C. S.p.A. (100%) FINACAR S.p.A. (100%)	—	—	Semplificazione e razionalizzazione della struttura societaria.
MANIFATTURA LANE GAETANO MARZOTTO & FIGLI (luglio)	LANEROSI S.p.A. (100%) SOC. INDUSTRIE AGRICOLE S.r.l. (100%)	—	—	Riassetto organizzativo.
MANULI CAVI (novembre)	FULGORCAVI (100%)	—	—	Semplificazione e razionalizzazione della struttura societaria.

Società incorporante	Società incorporata e percentuale di capitale detenuta dalla incorporante	Rapporto di cambio	Società di revisione che ha espresso il parere sulla congruità del rapporto di cambio	Note
MERLONI ELETTRODOMESTICI (maggio)	INDESIT S.r.l. (100%)	—	—	Sinergie e attivazione delle economie di scala.
PIRELLI (febbraio)	ALBA SUD S.p.A. (100%) ALTAIR (100%) PIRELLI PARTECIPAZIONI FINANZIARIE (100%) INDUSTRIE PIRELLI S.p.A. (100%) MAEL S.p.A. (100%)	—	—	Riorganizzazione del Gruppo.
TECNOST (luglio)	FISAC S.p.A. (società quotata) posseduta tramite la GIMI S.r.l. (53,89%) - La GIMI viene incorporata nella Trevitex, che la possedeva al 100% e poi la FISAC viene incorporata nella Trevitex	—	—	Rafforzamento industriale e patrimoniale della capogruppo. Operatività anche nella automazione dei servizi per la collettività. Sviluppo accelerato della capogruppo. Modifica oggetto sociale.
TREVITEX (società non quotata) (ottobre)	17 azioni Trevitex contro 10 azioni Fisac	—	KPMG PEAT MARWICK	Economia di scala e razionalizzazione del Gruppo.

SAFILO (aprile)	OPTIFASHION S.r.l. (100%)	-	-	Sinergie e riduzione dei costi.
S.I.S.A. (aprile)	ITALO GATTI S.p.A. (100%)	-	-	Riassetto organizzativo.
VETRI (luglio)	IVIM S.p.A. (100%) VETRO VERONA Sp.A. (100%)	-	-	Semplificazione e razionalizzazione delle strutture societarie.
ZUCCHI (maggio)	ZETA ZUKKI S.r.l. (100%)	-	-	Sfavorevole andamento della incorporata.



**Deliberazioni dell'assemblea straordinaria 1990  
concernenti la modifica della denominazione sociale**

Società	Data assemblea	Denominazione sociale
AERITALIA	3.8.1990	ALENIA
FERRUZZI AGRICOLA FINANZIARIA	6.11.1990	MONTEDISON
FINANZIARIA CENTRO NORD	30.10.1990	PARMALAT FINANZIARIA
LA FONDIARIA ASSICURAZIONI	26.6.1990	LA FONDIARIA
MANULI CAVI	23.11.1990	ALCATEL CAVI
SETEMER	28.11.1990	ERICSSON
SINGEST	13.7.1990	S.I.R.I.O.
SOCIETÀ ITALIANA MANUFATTI	4.6.1990	SIMINT
TECNOST	3.7.1990	TECNOST-MAEL in forma abbreviata TECNOST

Tav. A.47

**Deliberazioni dell'assemblea straordinaria 1990  
concernenti l'oggetto sociale**

Società	Data assemblea
ACQUE POTABILI - Torino	27.4.1990
ALENIA (ex Aeritalia)	3.8.1990
ALIVAR	27.7.1990
BANCO DI ROMA	22.5.1990
CREDITO FONDIARIO	24.4.1990
COTONIFICIO OLCESE	11.7.1990
FERROVIE NORD TORINO	30.6.1990
FISAC	11.7.1990
GAIC	18.5.1990
ISEFI	17.9.1990
MONTEDISON (ex Ferruzzi Agricola Finanziaria)	6.11.1990
SERONO	12.5.1990
PARMALAT (ex Finanziaria Centro Nord)	10.4.1990
TECNOST	3.7.1990
WESTINGHOUSE	11.7.1990

Tav. A.48

## Distribuzione società fiduciarie per classi dimensionali 30.6.1990

Classi dimensionali (valori in milioni)	Numero società (unità)	%	Massa dinamica (1)	% (2)	Massa statica (1)	% (2)	Massa totale (1)	% (2)	Clienti dinamica (unità)	% (3)	Clienti statica (unità)	% (3)	Clienti totale (unità)	% (3)
Massa tra 0 e 1.000 ml	4	5,88	241	0,00 24,1	756	0,00 75,8	997	0,00 100	2	0,00 14,2	12	0,03 85,7	14	0,01 100
Massa tra 1001 e 10.000 ml	6	8,82	14.700	0,15 43,2	19.318	0,13 56,7	34.018	0,14 100	130	0,13 62,5	78	0,20 37,5	208	0,15 100
Massa tra 10.001 e 50.000 ml	12	17,6	206.150	2,18 63,1	120.505	0,86 36,8	326.655	1,39 100	731	0,74 72,8	273	0,72 27,1	1.004	0,73 100
Massa tra 50.001 e 100.000 ml	6	8,82	209.821	2,22 43,7	270.054	1,93 56,2	479.875	2,04 100	495	0,50 57,4	366	0,97 42,5	861	0,63 100
Massa tra 100.001 e 300.000 ml	21	30,8	2.343.633	24,8 62,7	1.393.209	9,97 37,2	3.736.842	15,9 100	43.225	43,8 79,2	11.295	29,9 20,7	54.520	39,9 100

Massa tra 300.001 e 500.000 ml	9	13,2	1.122.386	11,8	2.383.185	17,0	3.505.571	14,9	6.755	6,84	10.857	28,8	17.612	12,9
				62,7		37,2		100	6,755	38,3		61,6	100	100
Massa tra 500.001 e 1.000.000 ml	4	5,88	1.013.445	10,7	1.422.228	10,1	2.435.673	10,4	6.066	6,14	5.163	13,7	11.229	8,23
				41,6		58,3		100	6.066	54,0		45,9	100	100
Massa oltre 1.000.001 ml	6	8,82	4.527.776	47,9	8.361.767	59,8	12.889.543	55,0	41.277	41,8	9.624	25,5	50.901	37,3
				35,1		64,8		100	41.277	81,0		18,9	100	100
TOTALE	68	100	9.438.152	100	13.971.022	100	23.409.174	100	98.681	100	37.668	100	136.349	100
				40,3		59,6		100	98.681	72,3		27,6	100	100

- (1) Valori in milioni di lire.  
 (2) Il primo valore percentuale indica la distribuzione della Cassa amministrata tra le varie classi dimensionali individuate; il secondo valore percentuale indica nell'ambito di ciascuna classe dimensionale la ripartizione della massa tra statica e dinamica.  
 (3) Il primo valore percentuale indica la distribuzione della clientela tra le varie classi dimensionali individuate; il secondo valore percentuale indica nell'ambito di ciascuna classe dimensionale la ripartizione della clientela tra massa statica e dinamica.

**Società fiduciarie collegate con intermediari 30.6.1990**  
(valori in milioni di lire)

Intermediari	Fiduciarie numero (unità)	%	Massa amministrata da fiduciarie collegate ad intermediari					
			Statica	%	Dinamica	%	Totale	%
Reti di vendita	14	20.5	6401974	45.8	1298573	13.7	7700547	32.8
Commissionarie	8	11.7	552588	3.95	737707	7.81	1290295	5.51
Reti di vendita e commissionarie	31	45.5	5745931	41.1	7055973	74.7	12801904	54.6
Totale	53	77.9	12700493	90.9	9092253	96.3	21792746	93.0
Totale fiduciarie	68	100						
TOTALE MASSA			13971022	100	9438152	100	23409174	100

**Caratteristiche generali di settore 30.6.1990**

Fiduciarie	Caratteristiche del gruppo di appartenenza (in unità)				Massa in amministrazione per tipologia (valori in milioni di lire)					
	Gruppo cui appartengono	Q (1)	NQ (2)	A (3)	Totale	Statica	% (5)	Dinamica	% (5)	Totale
ASSICURATIVO	2	2	0	4	151880	1.08	661593	7.00	813473	3.47
						18.6		81.3		100
BANCARIO	11	14	1	26	11108678	79.5	6433268	68.1	17541946	74.9
						63.3		36.6		100
INDUSTRIALE	3	2	0	5	348776	2.49	427945	4.53	776721	3.31
						44.9		55.0		100
FINANZIARIO	7	3	0	10	763061	5.46	1121905	11.8	1884966	8.05
						40.4		59.5		100
ALTRO (4)	1	19	3	23	1598627	11.4	793441	8.40	2392068	10.2
						66.8		33.1		100
TOTALE	24	40	4	68	13971022	100	9438152	100	23409174	100
						59.6		40.3		100

(1) Al Gruppo cui la fiduciaria appartiene fa capo almeno una società con titoli quotati in Borsa o negoziati al Mercato Ristretto.

(2) Al Gruppo cui la fiduciaria appartiene non fa capo alcuna società con titoli quotati in Borsa o negoziati al Mercato Ristretto.

(3) Fiduciarie non appartenenti ad alcun Gruppo.

(4) Fiduciarie non attribuibili ai settori sopra elencati.

(5) Il primo valore percentuale indica la distribuzione della massa amministrata tra i vari settori cui le fiduciarie appartengono; il secondo valore percentuale indica nell'ambito di ogni settore la ripartizione della massa tra statica e dinamica.

segue: Tav. A.50

Fiduciarie	Numerosità della clientela (in unità)					
	Statica	% (6)	Dinamica	% (6)	Totale	% (6)
ASSICURATIVO	3989	10.5	4951	5.01	8940	6.55
		44.6		55.3		100
BANCARIO	12929	34.3	48401	49.0	61330	44.9
		21.0		78.9		100
INDUSTRIALE	8069	21.4	2353	2.38	10422	7.64
		77.4		22.5		100
FINANZIARIO	11382	30.2	40466	41.0	51848	38.0
		21.9		78.0		100
ALTRO	1299	3.44	2510	2.54	3809	2.79
		34.1		65.8		100
TOTALE	37668	100	98681	100	136349	100
		27.6		72.3		100

(6) Il primo valore percentuale indica la distribuzione della clientela tra i vari settori cui le fiduciarie appartengono; il secondo valore percentuale indica nell'ambito di ogni settore la ripartizione della clientela tra amministrazione statica e dinamica.

segue: Tav. A.50

Fiduciarie	Massa amministrata pro-capite (valori in milioni di lire)						Fiduciarie per risultato netto (in unità)		
	Gruppo cui appartengono	Pro-capite statica	%	Pro-capite dinamica	%	Pro-capite massa totale	%	Positivo	Negativo
ASSICURATIVO	38		134		91		3	1	0
BANCARIO	859		133		286		19	6	1
INDUSTRIALE	43		182		75		5	0	0
FINANZIARIO	67		28		36		6	4	0
ALTRO	1231		316		628		15	8	0
TOTALE	371		96		172		48	19	1



**Fiduciarie appartenenti a un gruppo assicurativo**  
**Composizione massa amministrata - 30.6.1990**  
 (valori in milioni di lire)

Tipologia	Massa dinamica	% (1)	Massa statica	% (1)	Massa totale	% (1)
Composizione						
Azioni quotate	121157	18.3 97.6	2953	1.94 2.37	124110	15.2 100
Azioni non quotate	467	0.07 20.7	1787	1.17 79.2	2254	0.27 100
Obbligazioni quotate	4519	0.68 89.7	515	0.33 10.2	5034	0.61 100
Obbligazioni non quotate	6144	0.92 81.9	1352	0.89 18.0	7496	0.92 100
Titoli di Stato	483747	73.1 99.0	4624	3.04 0.94	488371	60.0 100
Titoli esteri	5116	0.77 100	0	0 0	5116	0.62 100
Quote di s.r.l.	0	0 0	42	0.02 100	42	0.00 100
Finanziamento soci	0	0 0	0	0 0	0	0 0
Certificati di deposito	130	0.01 100	0	0 0	130	0.01 100
Altri valori mobiliari (2)	40313	6.09 22.2	140607	92.5 77.7	180920	22.2 100
Totale	661593	100 81.3	151880	100 18.6	813473	100 100
Numero clienti	4951	55.3	3989	44.6	8940	100
Massa pro-capite	134		38		91	

(1) Il primo valore percentuale indica la distribuzione della massa amministrata tra le diverse classi di valori mobiliari; il secondo valore percentuale indica nell'ambito di ciascuna classe di valori mobiliari la ripartizione della massa tra statica e dinamica.

(2) Comprende: liquidità, quote di fondi comuni di investimento e altri valori mobiliari.

Tav. A.52

**Fiduciarie appartenenti a un gruppo bancario**  
**Composizione massa amministrata - 30.6.1990**  
 (valori in milioni di lire)

Tipologia	Massa dinamica	% (1)	Massa statica	% (1)	Massa totale	% (1)
Composizione						
Azioni quotate	1224499	19.0 88.5	157782	1.42 11.4	1382281	7.87 100
Azioni non quotate	106302	1.65 3.93	2592896	23.3 96.0	2699198	15.3 100
Obbligazioni quotate	212896	3.30 40.8	308238	2.77 59.1	521134	2.97 100
Obbligazioni non quotate	26076	0.40 3.76	666585	6.00 96.2	692661	3.94 100
Titoli di Stato	4222452	65.6 62.5	2523049	22.7 37.4	6745501	38.4 100
Titoli esteri	61826	0.96 100	0	0 0	61826	0.35 100
Quote di s.r.l.	0	0 0	573213	5.16 100	573213	3.26 100
Finanziamento soci	0	0 0	473195	4.25 100	473195	2.69 100
Certificati di deposito	23233	0.36 6.15	354003	3.18 93.8	377236	2.15 100
Altri valori mobiliari (2)	555984	8.64 13.8	3459717	31.1 86.1	4015701	22.8 100
Totale	6433268	100 36.6	11108678	100 63.3	17541946	100 100
Numero clienti	48401	78.9	12929	21.0	61330	100
Massa pro-capite	133		859		286	

(1) Il primo valore percentuale indica la distribuzione della massa amministrata tra le diverse classi di valori mobiliari; il secondo valore percentuale indica nell'ambito di ciascuna classe di valori mobiliari la ripartizione della massa tra statica e dinamica.

(2) Comprende: liquidità, quote di fondi comuni di investimento e altri valori mobiliari.

**Fiduciarie appartenenti a un gruppo finanziario**  
**Composizione massa amministrata - 30.6.1990**  
 (valori in milioni di lire)

Tipologia	Massa dinamica	% (1)	Massa statica	% (1)	Massa totale	% (1)
Composizione						
Azioni quotate	262736	23.4 55.0	214124	28.0 44.9	476860	25.2 100
Azioni non quotate	143	0.01 0.14	96818	12.6 99.8	96961	5.14 100
Obbligazioni quotate	82152	7.32 44.1	103750	13.5 55.8	185902	9.86 100
Obbligazioni non quotate	11953	1.06 11.8	88586	11.6 88.1	100539	5.33 100
Titoli di Stato	523614	46.6 90.3	55709	7.30 9.61	579323	30.7 100
Titoli esteri	41431	3.69 100	0	0 0	41431	2.19 100
Quote di s.r.l.	0	0 0	6832	0.89 100	6832	0.36 100
Finanziamento soci	0	0 0	46888	6.14 100	46888	2.48 100
Certificati di deposito	561	0.05 0.55	100935	13.2 99.4	101496	5.38 100
Altri valori mobiliari (2)	199315	17.7 80.1	49419	6.47 19.8	248734	13.1 100
Totale	1121905	100 59.5	763061	100 40.4	1884966	100 100
Numero clienti	40466	78.0	11382	21.9	51848	100
Massa pro-capite	28		67		36	

(1) Il primo valore percentuale indica la distribuzione della massa amministrata tra le diverse classi di valori mobiliari; il secondo valore percentuale indica nell'ambito di ciascuna classe di valori mobiliari la ripartizione della massa tra statica e dinamica.

(2) Comprende: liquidità, quote di fondi comuni di investimento e altri valori mobiliari.

Tav. A.54

**Fiduciarie appartenenti a un gruppo industriale**  
**Composizione massa amministrata - 30.6.1990**  
 (valori in milioni di lire)

Tipologia	Massa dinamica	% (1)	Massa statica	% (1)	Massa totale	% (1)
Composizione						
Azioni quotate	66889	15.6 36.7	115279	33.0 63.2	182168	23.4 100
Azioni non quotate	672	0.15 3.14	20665	5.92 96.8	21337	2.74 100
Obbligazioni quotate	31386	7.33 43.7	40400	11.5 56.2	71786	9.24 100
Obbligazioni non quotate	8030	1.87 48.7	8446	2.42 51.2	16476	2.12 100
Titoli di Stato	233153	54.4 82.5	49133	14.0 17.4	282286	36.3 100
Titoli esteri	33607	7.85 100	0	0 0	33607	4.32 100
Quote di s.r.l.	0	0 0	24244	6.95 100	24244	3.12 100
Finanziamento soci	0	0 0	0	0 0	0	0 0
Certificati di deposito	263	0.06 0.47	55495	15.9 99.5	55758	7.17 100
Altri valori mobiliari (2)	53945	12.6 60.5	35114	10.0 39.4	89059	11.4 100
Totale	427945	100 55.0	348776	100 44.9	776721	100 100
Numero clienti	2353	22.5	8069	77.4	10422	100
Massa pro-capite	182		43		75	

(1) Il primo valore percentuale indica la distribuzione della massa amministrata tra le diverse classi di valori mobiliari; il secondo valore percentuale indica nell'ambito di ciascuna classe di valori mobiliari la ripartizione della massa tra statica e dinamica.

(2) Comprende: liquidità, quote di fondi comuni di investimento e altri valori mobiliari.

**Fiduciarie appartenenti ad altri gruppi**  
**Composizione massa amministrata - 30.6.1990**  
 (valori in milioni di lire)

Tipologia	Massa dinamica	% (1)	Massa statica	% (1)	Massa totale	% (1)
Composizione						
Azioni quotate	258676	32.6 29.2	626609	39.1 70.7	885285	37.0 100
Azioni non quotate	12765	1.60 5.41	223068	13.9 94.5	235833	9.85 100
Obbligazioni quotate	63476	8.00 89.8	7150	0.44 10.1	70626	2.95 100
Obbligazioni non quotate	31.668	3.99 54.1	26.777	1.67 45.8	58.445	2.44 100
Titoli di Stato	339072	42.7 73.2	123725	7.73 26.7	462797	19.3 100
Titoli esteri	12176	1.53 100	0	0 0	12176	0.50 100
Quote di s.r.l.	0	0 0	105874	6.62 100	105874	4.42 100
Finanziamento soci	0	0 0	232887	14.5 100	232887	9.73 100
Certificati di deposito	982	0.12 71.0	400	0.02 28.9	1382	0.05 100
Altri valori mobiliari (2)	74626	9.40 22.8	252137	15.7 77.1	326763	13.6 100
Totale	793441	100 33.1	1598627	100 66.8	2392068	100 100
Numero clienti	2510	65.8	1299	34.1	3809	100
Massa pro-capite	316		1231		628	

(1) Il primo valore percentuale indica la distribuzione della massa amministrata tra le diverse classi di valori mobiliari; il secondo valore percentuale indica nell'ambito di ciascuna classe di valori mobiliari la ripartizione della massa tra statica e dinamica.

(2) Comprende: liquidità, quote di fondi comuni di investimento e altri valori mobiliari.

**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 dal 1.1.1990 al 31.12.1990**

Società conferente l'incarico	N. incar. (*)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
ABB. TECNOMASIO S.p.A.	3/3	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.
ALITALIA S.p.A. - LINEE AEREE ITALIANE	4/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
ALIVAR S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
ALLEANZA ASSICURAZIONI S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
ASSITALIA S.p.A. - ASSICURAZIONI D'ITALIA	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
ATTIVITÀ IMMOBILIARI S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.
AUSILIARE S.p.A.	3/3	30.6.91 - 30.6.92 - 30.6.93	CONSULAUDIT S.a.s. di Dott. A. Arietti e C.
AUTOSTRADE MERIDIONALI S.p.A.	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
AUTOSTRADE S.p.A. CONCESSIONI E COSTRUZIONI AUTOSTRADE	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.

Società conferente l'incarico	N. incar. (*)	Esercizi cui si è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
AVIR FINANZIARIA S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di Giuseppe Angiolini e C.
BANCA AGRICOLA MILANESE S.p.A.	2/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
BANCO AMBROSIANO VENETO S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
BORGOSIESA S.p.A.	3/2	30.6.91 - 30.6.92 - 30.6.93	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.
BRIOSCHI FINANZIARIA S.p.A.	4/3	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
BUTON S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
CANTIERI METALLURGICI ITALIANI S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.
CANTONI I.T.C. S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.
CARTIERA DI ASCOLI S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di Giuseppe Angiolini e C.

CARTIERE BURGO S.p.A.	3/3	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a)
CEMENTERIA DI BARLETTA S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s. (1)
CEMENTIR S.p.A. - CEMENTERIE DEL TIRRENO	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
CIGA HOTELS S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
COFIDE S.p.A. - COMPAGNIA FINANZIARIA DE BENEDETTI	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
COGEFAR-IMPRESIT S.p.A. - COSTRUZIONI GENERALI	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mammoli & C.
CONDOTTE D'ACQUA - SOCIETÀ ITALIANA PER CONDOTTE D'ACQUA (**)	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
CREDITO LOMBARDO S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a)



Società conferente l'incarico	N. incar. (*)	Esercizi cui si è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
CREDITO VARESENO S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a) (2)
EDITORIALE S.p.A. - SOCIETÀ GENERALE FINANZIARIA EDITORIALE	3/3	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a) (3)
ELIOLONA S.p.A.	4/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	HORWATH & HORWATH ITALIA di Massimo De Rosa & C. S.a.s.
ENIMONT AUGUSTA S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.
FALCK S.p.A. - ACCIAIERIE E FERRIERE LOMBARDE FALCK	3/3	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
FATA S.p.A. - FONDO ASSICURATIVO TRA AGRICOLTORI	2/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.
FERROVIE TORINO NORD S.p.A.	3/3	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ITALAUDIT S.p.A. - Società Italiana di Revisione e Certificazione
FERRUZZI FINANZIARIA S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
FIAT S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.

FIDENZA VETRARIA S.p.A.	3/3	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
FIDIS S.p.A. - FINANZIARIA DI SVILUPPO	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.
FIMPAR S.p.A.	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
FINARTE CASA D'ASTE S.p.A.	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
FIRS ITALIANA DI ASSICURAZIONI S.p.A.	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	SALA SCELSI FARINA BDO - Società di Revisione di Paolo Scelsi e Giorgio Farina & C. S.a.s. (a)
FISIA S.p.A. - FIATIMPRESIT SISTEMI AMBIENTALI	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
FONDIARIA S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
GARBOLI S.p.A. - IMPRESA GENERALE DI COSTRUZIONI	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
GENERALI S.p.A. - ASSICURAZIONI GENERALI S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a)

Società conferente l'incarico	N. incar. (*)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
GEWISS S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	SALA SCELSI FARINA BDO - Società di Revisione di Paolo Scelsi e Giorgio Farina & C. S.a.s. (a)
GILARDINI S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
GIM S.p.A. - GENERALE INDUSTRIE METALLURGICHE	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a)
GOTTARDO RUFFONI S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a) (4)
IFI S.p.A. - ISTITUTO FINANZIARIO INDUSTRIALE	4/1	31.3.92 - 31.3.93 - 31.3.94	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
IFIL S.p.A. - FINANZIARIA DI PARTECIPAZIONI	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
IMMOBILIARE METANOPOLI S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a)
ISEFI S.p.A. - INTERNAZIONALE DI SERVIZI FINANZIARI	2/2	30.6.90 - 30.6.91 - 30.6.92	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s. (5)
ITALCABLE S.p.A. - SERVIZI CABLOGRAFICI RADIOTELEGRAFICI E RADIOELETTRICI	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a)

segue: Tav. A.56

ITALCEMENTI S.p.A.	3/3	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C. (6)
ITALJOLLY S.p.A. - COMPAGNIA ITALIANA DEI JOLLY HOTELS	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
KERNEL ITALIANA S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.
L'ABEILLE S.p.A. - COMPAGNIA ITALIANA DI ASSICURAZIONI	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
LA FONDIARIA ASSICURAZIONI S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
LA PREVIDENTE ASSICURAZIONI S.p.A.	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
LA RINASCENTE S.p.A.	4/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
LLOYD ADRIATICO S.p.A.	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a)
MAGNETI MARELLI S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a)

segue: Tav. A.56

Società conferente l'incarico	N. incar. (*)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
MARANGONI S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C. (7)
MILANO ASSICURAZIONI S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
MONTEDISON S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
NAPOLETANA GAS S.p.A. - COMPAGNIA DI ILLUMINAZIONE E RISCALDAMENTO COL GAS	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
PARMALAT FINANZIARIA S.p.A.	4/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	HODGSON LANDAU BRANDS S.a.s. di Dott. Rosario L. Cologero e C.
PIERREL S.p.A.	3/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.
RAS - RIUNIONE ADRIATICA DI SICURTÀ S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a)
RECORDATI - INDUSTRIA CHIMICA E FARMACEUTICA S.p.A.	3/3	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.

RIVA FINANZIARIA S.p.A.	4/1	31.3.92 - 31.3.93 - 31.3.94	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.
SAFFA S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a)
SAI - SOCIETÀ ASSICURATRICE INDUSTRIALE S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a)
SAIPEM S.p.A.	3/3	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a)
SASIB S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s. (8)
SELM - SOCIETÀ ENERGIA MONTEDISON S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
SIMINI - SOCIETÀ ITALIANA MANUFATTI INTERNAZIONALE S.p.A.	3/1	30.4.91 - 30.4.92 - 30.4.93	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
SIP - SOCIETÀ ITALIANA PER L'ESERCIZIO DELLE TELECOMUNICAZIONI P.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
SISA - SOCIETÀ IMBALLAGGI SPECIALI ASTI S.p.A.	2/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.

segue: Tav. A.56

Società conferente l'incarico	N. incar. (*)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
SME - SOCIETÀ MERIDIONALE FINANZIARIA S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
SMI - SOCIETÀ METALLURGICA ITALIANA S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a)
SO.P.A.F. - SOCIETÀ ITALIANA DI PARTECIPAZIONI FINANZIARIE S.p.A.	3/3	30.6.91 - 30.6.92 - 30.6.93	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C. (9)
STEFANEL S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
STET - SOCIETÀ FINANZIARIA TELEFONICA S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
UNICEM S.p.A.	3/3	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
UNIONE SUBALPINA DI ASSICURAZIONI S.p.A.	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di Giuseppe Angiolini e C.

UNIPAR - UNIONE NAZIONALE DI PARTECIPAZIONE S.p.A.	3/3	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
UNIPOL - COMPAGNIA ASSICURATRICE UNIPOL S.p.A.	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a)
VALEO S.p.A.	3/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.

(\*) Numero triennio riferito alla società conferente/numero triennio riferito alla società di revisione.  
 (\*\*) Nel corso del 1990 la società è stata revocata dalla quotazione ufficiale e contestualmente ammessa al Mercato Ristretto.  
 (a) Ragione sociale diversa da quella risultante nell'Albo Speciale, in attesa di decreto interministeriale del Ministro dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato di concerto con il Ministro di Grazia e Giustizia.  
 (1-4-6-7-9) Incarico affidato alla RECONTA S.a.s. di B. Gimpel & C., società di revisione cancellata dall'Albo Speciale con delibera n. 3794 del 24.7.1990, a seguito della fusione per incorporazione nella ARTHUR YOUNG S.n.c. di Marcello Di Pio & C., ora RECONTA ERNST & YOUNG S.a.s. di Bruno Gimpel & C.  
 (2-3-5-8) Incarico affidato alla ERNST & WHINNEY di Mario Verdério & C. S.a.s., società di revisione cancellata dall'Albo Speciale con delibera n. 3797 del 24.7.1990, a seguito della fusione per incorporazione nella ARTHUR YOUNG S.n.c. di Marcello Di Pio & C., ora RECONTA ERNST & YOUNG S.a.s. di Bruno Gimpel & C.



Tav. A.57

**Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti ai sensi della Legge 5.8.1981, n. 416 e successive modificazioni ed integrazioni approvati dalla Consob dal 1.1.1990 al 31.12.1990 - Imprese editoriali**

Società conferente l'incarico	N. incar. (*)	Esercizi cui si è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
ATHENA 2001 Coop. a r.l.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	HORWATH & HORWATH ITALIA di Massimo De Rosa & C. S.a.s.
COMMERCIO E TURISMO S.c.r.l.	3/3	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
CONQUISTE DEL LAVORO S.r.l.	1/1	31.12.89 - 31.12.90 - 31.12.91	SOCIETÀ GENERALE DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE S.a.s. di Mario Augusto Barranco e C.
COOPERATIVA EDITRICE NUOVA ALBA S.r.l.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di Giuseppe Angiolini e C.
COOPERATIVA LIBERA STAMPA a r.l. EDITRICE di NOI DONNE	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di Giuseppe Angiolini e C.
COOPERATIVA OLIMPICO a r.l.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	HORWATH & HORWATH ITALIA di Massimo De Rosa & C. S.a.s.
EDITORIALE LA STAMPA TRIESTINA S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	HORWATH & HORWATH ITALIA di Massimo De Rosa & C. S.a.s.
		31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.

EDITRICE COOPERATIVA «19 LUGLIO» S.r.l.	1/1	31.12.89	ORGA REVISIONI S.a.s. di Andrea Trevese & C. (1)
EDITRICE LA STAMPA S.p.A.	1/1	31.12.90 - 31.12.91	RIA - MAZARS S.a.s. di G. Scala, A. Trevese & C. (a) (2)
EDIZIONI ABETE S.r.l.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
GIORNALISTI E POLIGRAFICI COOPERATIVA a r.l.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
IL MANIFESTO COOPERATIVA EDITRICE a r.l.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a)
L'EDITRICE ROMANA S.r.l.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di Giuseppe Angiolini e C.
L'UMANITÀ S.r.l.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.
MONDADORI INFORMATICA S.p.A.	1/1	31.12.89 - 31.12.90 - 31.12.91	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
NUOVA EDITRICE AVANTI S.p.A.	2/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di Giuseppe Angiolini e C. DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C.

segue: Tav. A.57

Società conferente l'incarico	N. incar. (*)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
NUOVA EDITRICE TRENINA S.r.l.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
OFFSET MERIDIONALE S.r.l.	1/1	31.12.88 - 31.12.89 - 31.12.90	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
S.E.I.P. - SOCIETÀ EDIT. IL POPOLO, LA DISCUSSIONE, EDIZIONI CINQUE LUNE	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.
S.E.M. - SOCIETÀ EDITORIALE MERIDIONALE S.r.l.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
S.E.P.I. S.r.l. - SOCIETÀ EDITRICE PERIODICI ILLUSTRATI	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	HORWATH & HORWATH ITALIA di Massimo De Rosa & C. S.a.s.
SELPI - SOCIETÀ EDITRICE LIGURE PIEMONTESE S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
SOCIETÀ EDITRICE ESEDRA S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	HORWATH & HORWATH ITALIA di Massimo De Rosa & C. S.a.s.
SOCIETÀ EDITRICE IL MESSAGGERO S.p.A.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a)

SOCIETÀ EDITRICE LA RAGIONE - SOCIETÀ COOPERATIVA a r.l.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
SOCIETÀ SAN PAOLO GRUPPO PERIODICI S.r.l.	3/1	31.12.89 - 31.12.90 - 31.12.91	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.
STABILIMENTO TIPOGRAFICO PIACENTINO S.p.A.	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.

(\*) Numero triennio riferito alla società conferente/numero triennio riferito alla società di revisione.  
 (a) Ragione sociale diversa da quella risultante nell'Albo Speciale, in attesa di decreto interministeriale del Ministro dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato di concerto con il Ministro di Grazia e Giustizia.  
 (1) Società di revisione cancellata dall'Albo Speciale con delibera n. 5040 dell'11.12.1990, a seguito della fusione per incorporazione nella RIA - Società Nazionale di Certificazione in accomandita semplice di Giulio Scala & C. Quest'ultima società conseguentemente a detta fusione ha modificato la propria ragione sociale in RIA & MAZARS S.a.s. di G. Scala & C.  
 (2) Con decorrenza dal 24.12.1990 la RIA & MAZARS di G. Scala & C. si è fusa per incorporazione nella SOCIETÀ NAZIONALE DI REVISIONE S.a.s. di Giulio Scala & C., che ha assunto la ragione sociale di RIA & MAZARS S.a.s. di G. Scala, A. Trevese & C.

Tav. A.58

**Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti ai sensi del d.P.R. n. 136/75 in applicazione dell'art. 1/18 quater L. n. 216/74 approvati dalla Consob dal 1.1.1990 al 31.12.1990 - Società che sollecitano il pubblico risparmio (\*)**

Società conferente l'incarico	N. incar. (**)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
AGOS S.p.A.	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a)
AKROS GESTIONI FIDUCIARIE S.p.A.	1/1	31.12.89 - 31.12.90 - 31.12.91	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
AREACONSULT S.p.A.	2/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
AXOS S.p.A.	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
AZIMUT ROMA S.p.A.	1	31.12.89 - 31.12.90 - 31.12.91 (***)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
AZIMUT TOSCANA S.p.A.	1	31.12.89 - 31.12.90 - 31.12.91 (***)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.

BN FINRETE S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
COOPFOND S.p.A.	1/1	31.12.89 - 31.12.90 - 31.12.91	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.
CORTINA TRE CROCI S.p.A. (****)	2/2	31.10.90 - 31.10.91 - 31.10.92	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di Giuseppe Angiolini e C.
EPTAFID S.p.A. - SOCIETÀ FIDUCIARIA	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.
EURAMERICA FIDUCIARIA E DI REVISIONE S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
EUROFUTURA HOLDING S.p.A.	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di Giuseppe Angiolini e C.
EUROMOBILIARE FIDUCIARIA S.p.A.	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a)
EUROMOBILIARE INVESTIMENTI S.p.A.	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a)
F.E.I. - FIDUCIARIA E DI REVISIONE S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	HORWATH & HORWATH ITALIA di Massimo De Rosa & C. S.a.s.
F.F. - FINANZIARIA FIDUCIARIA S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a)

segue: Tav. A.58

Società conferente l'incarico	N. incar. (**)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
FEDITINVEST S.p.A.	2/1	30.6.91 - 30.6.92 - 30.6.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a)
FI.RE.CO. S.p.A.	2/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	CONSULAUDIT S.a.s. di Dott. A. Arietti e C.
FIDAGEST DISTRIBUZIONE S.p.A.	2/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
FIDEUR FIDUCIARIA EUROPA S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.
FIDIMO S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	HORWATH & HORWATH ITALIA di Massimo De Rosa & C. S.a.s.
FIDUCIARIA BANKNORD S.p.A.	2/2	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di Giuseppe Angiolini e C.
FIDUCIARIA DUOMO S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
FIDUCIARIA LOMBARDA S.p.A.	2/2	30.11.90 - 30.11.91 - 30.11.92	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a)
FIDUCIARIA OREFICI S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C. (1)

FIDUCIARIA SAN GIORGIO - SOCIETÀ FIDUCIARIA E DI REVISIONE	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	RIA - MAZARS S.a.s. di G. Scala, A. Trevese & C. (a)
FIDUCIARIA VONWILLER S.p.A.	2/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C. (2)
FIDUCIARIA WORMS S.p.A.	2/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	RIA - MAZARS S.a.s. di G. Scala, A. Trevese & C. (a)
FINANZA & FUTURO - CONSULENZA	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C. (3)
FINANZA & FUTURO FIDUCIARIA S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.
FINEUROF FIDUCIARIA S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
FONDIGEST S.p.A.	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
FRT - FIDUCIARIA RISPARMIO TORINO	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
GALLA PLACIDIA	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	HORWATH & HORWATH ITALIA di Massimo De Rosa & C. S.a.s.
GESTIFONDI - SOCIETÀ DI INVESTIMENTO MOBILIARE S.p.A.	2/2	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.



Società conferente l'incarico	N. incar. (**)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
GESTIMERCHANT S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di Giuseppe Angiolini e C.
GESTNORD CONSULT S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a) (4)
GESTIONI INTERNAZIONALI	2/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	RIA & MAZARS S.a.s. di G. Scala, A. Trevese & C. (a) (10)
GIMA S.p.A. (****)	2/2	30.6.90 - 30.6.91 - 30.6.92	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di Giuseppe Angiolini e C.
GREIF FIDUCIARIA S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
INIZIATIVE TURISTICHE CORTINA S.p.A. (****)	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di Giuseppe Angiolini e C.
INTERBANCA MAA ASSICURAZIONI SERVIZI FINANZIARI S.p.A.	2/2	30.6.91 - 30.6.92 - 30.6.93	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
INTERFIDAM - INTERNAZIONALE FIDUCIARIA AMMINISTRAZIONE S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
INTERMOBILIARE S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.

ITALFIDER S.p.A. (****)	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di Giuseppe Angiolini e C.
L'ITALICA DIVAL VITA S.p.A.	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a)
INTERGEST - SOCIETÀ FIDUCIARIA E DI REVISIONE S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	RIA & MAZARS S.a.s. di G. Scala, A. Trevese & C. (a) (9)
LAIF - LATINA AUSONIA INVESTIMENTI FINANZIARI S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.
LAVORO & SICURTÀ S.p.A.	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a)
LIRANOVA FINANZIARIA S.p.A.	1/1	30.6.90 - 30.6.91 - 30.6.92	MOORE, STEPHENS & Co. Revisori Contabili di Giancarlo Rossi & C. S.a.s.
LOMBARDOVENETO - SOCIETÀ FIDUCIARIA E DI REVISIONE S.p.A.	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ITALAUDIT S.p.A. - Società Italiana di Revisione e Certificazione
PARIN PROPOSTE DI INVESTIMENTO S.p.A.	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
PASFID GESTIONI S.p.A.	2/2	30.6.91 - 30.6.92 - 30.6.93	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
PRIME FIDUCIARIA S.p.A.	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.
PRIMECONSULT S.p.A.	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.

segue: Tav. A. 58

Società conferente l'incarico	N. incar. (**)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
PROFIT	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
RE.FI.MI. - SOCIETÀ FIDUCIARIA E DI REVISIONE MILANESE	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a) (5)
SAF - SOCIETÀ AZIONARIA FIDUCIARIA	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
SAN PAOLO INVEST S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
SANPAOLOGEST FIDUCIARIA S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
SERFIN S.p.A.	2/2	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
SERVIZI FIDUCIARI MILANESI S.p.A.	2/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di Giuseppe Angiolini e C.
SOCIETÀ ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA (S.I.R.E.F.)	1	31.12.89	ERNST & WHINNEY S.a.s. di Mario Verdeno & C. (6)
SOFIDUCIARIA S.p.A.	1/1	31.12.90 - 31.12.91	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a) (7)
SOGESTIM S.p.A.	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.
	1/1	31.12.89 - 31.12.90 - 31.12.91	CONSULAUDIT S.a.s. di Dott. A. Arietti e C.

SOLIDARIETÀ & FINANZA - CONSULENTI FINANZIARI S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.
SOLOFIN CONSULT S.p.A. - SOCIETÀ LOMBARDA DI CONSULENZA FINANZIARIA	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
SOVARDINO DISTRIBUZIONI S.p.A.	2/2	30.11.90 - 30.11.91 - 30.11.92	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.a.s. (a) (8)
SPRIND S.p.A. - SOCIETÀ PROFESSIONALE INDIPENDENTE GESTIONE FONDI COMUNI	3/3	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.
SVILUPPO INVESTIMENTI S.p.A.	2/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
SVILUPPO PATRIMONI S.p.A. (****)	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.
VONWILLER FINANZIARIA S.p.A.	2/1	30.9.90 - 30.9.91 - 30.9.92	COOPERS & LYBRAND S.a.s. di Roberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C.

(\*) Vedi Bollettino Consob - Edizione Speciale 27.12.1989.  
 (\*\*) Numero triennio riferito alla società conferente/numero triennio riferito alla società di revisione.  
 (\*\*\*) L'incarico relativo all'esercizio 1989 è stato trasformato a titolo volontario in relazione alla data di autorizzazione ad operare quale rete di vendita.  
 (\*\*\*\*) Non più assoggettata al d.P.R. 31.3.1975, n. 136, in applicazione dell'art. 9 delle disposizioni di carattere generale di cui al Bollettino Consob - Edizione Speciale 27.12.1989.  
 (a) Ragione sociale diversa da quella risultante nell'Albo Speciale, in attesa del decreto interministeriale del Ministro dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato, di concerto con il Ministro di Grazia e Giustizia.  
 (1-5-8) Incarico affidato alla RECONTA S.a.s. di B. Gimpel & C., società di revisione cancellata dall'Albo Speciale con Delibera n. 3794 del 24.7.1990, a seguito della fusione per incorporazione nella ARTHUR YOUNG S.n.c. di Marcello Di Pio & C., ora RECONTA ERNST & YOUNG S.a.s. di Bruno Gimpel & C.  
 (2-3-9-10) Incarico affidato alla ORGA REVISIONI S.a.s. di Andrea Trevese & C., società di revisione cancellata dall'Albo Speciale con Delibera n. 5040 dell'11.12.1990, a seguito della fusione per incorporazione nella RIA - Società Nazionale di Certificazione in accomandita semplice di Giulio Scala & C. Quest'ultima società conseguentemente a detta fusione ha modificato la propria ragione sociale in RIA & MAZARS S.a.s. di G. Scala & C. Con decorrenza dal 24.12.1990 la RIA & MAZARS di G. Scala & C. si è fusa per incorporazione nella SOCIETÀ NAZIONALE DI REVISIONE S.a.s. di Giulio Scala & C., che ha assunto la ragione sociale di RIA & MAZARS S.a.s. di G. Scala, A. Trevese & C.  
 (4-6-7) Incarico affidato alla ERNST & WHINNEY di Mario Verderto & C. S.a.s., società di revisione cancellata dall'Albo Speciale con Delibera n. 3797 del 24.7.1990, a seguito della fusione per incorporazione nella ARTHUR YOUNG S.n.c. di Marcello di Pio & C., ora RECONTA ERNST & YOUNG S.a.s. di Bruno Gimpel & C.

Tab. A.59

**Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti ai sensi del d.P.R. n. 136/75 in applicazione dell'art. 1/18 quater L. n. 216/74 approvati dalla Consob dal 1.1.1990 al 31.12.1990**  
**- Società che intendono procedere ad operazioni di sollecitazione (\*)**

Società conferente l'incarico	N. incar. (**)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
COFIB S.p.A. - COMPAGNIA ITALIANA DI FINANZA E BORSA	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	CONSULAUDIT S.a.s. di Dott. A. Arietti e C.
FIDUCIARIA CAVOUR S.p.A.	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C.

(\*) Cfr. Comunicazione Consob n. 87/07150 del 29.4.1987, pubblicata in Consob - Bollettino n. 4 - aprile 1987.

(\*\*) Numero triennio riferito alla società conferente/numero triennio riferito alla società di revisione.

Tab. A.60

**Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti ai sensi del d.P.R. n. 31.3.75, n. 136 ed approvati dalla Consob dal 1.1.1990 al 31.12.1990**  
**- Società che intendono richiedere l'ammissione in Borsa (\*)**

Società conferente l'incarico	N. incar. (**)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
CREDITO ROMAGNOLO S.p.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.

(\*) Cfr. Comunicazione Consob n. 87/07150 del 29.4.1987, pubblicata in Consob - Bollettino n. 4 - aprile 1987.  
 (\*\*) Numero triennio riferito alla società conferente/numero triennio riferito alla società di revisione.

**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 1990**

Delibera		Soggetto	Operazione	Società di revisione incaricata	Data di riferimento
Numero	Data				
5014	26.11.90	DISTRIBUZIONE VALORI DI VAL S.p.A.	Collocamento nel territorio dello Stato del fondo comune estero di investimento mobiliare RASFUND emesso da RASFUND MANAGEMENT S.A.	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.	31.12.91
5013	26.11.90	DISTRIBUZIONE VALORI DI VAL S.p.A.	Collocamento nel territorio dello Stato del fondo comune estero di investimento mobiliare FONDO TRE R emesso da TRE R Management S.A.	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.	31.12.91
4995	13.11.90	FIGEROMA S.p.A. Fiduciaria di Gestione Roma	Collocamento nel territorio dello Stato del fondo comune di diritto lussemburghese di investimento mobiliare aperto «ROMINVEST INTERNATIONAL FUND» emesso da SOCIETE DE GESTION DU ROMINVEST INTERNATIONAL FUND S.A.	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.	30.9.91 30.9.92
4482	13.2.90	PROMEDIL S.r.l.	Certificati emessi in relazione al contratto di associazione in partecipazione con la FINDAL - FINANZIARIA D'Alerammo S.r.l. che regola l'operazione denominata «Residence orizzonti»	ITALAUDIT S.p.A. - Società Italiana di Revisione e Certificazione	31.12.89
4972	30.10.90	AGOS S.p.A.	Collocamento nel territorio dello Stato del fondo comune di diritto lussemburghese di investimento mobiliare denominato «ITALFORTUNE INTERNATIONAL FUND S.I.C.A.V.»	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s.	31.12.90

4478	06.2.90	ITALFIN	Emissione di titoli denominati «BUONI DI DEPOSITO» nominativi a rendimento fisso predeterminato	SALA SCELSI FARINA BDO - Società di Revisione di Paolo Scelsi e Giorgio Farina & C. S.a.s. (a)	31.12.89 31.12.90 31.12.91
4556	14.3.90	UNIONE FINANZIARIA	Titoli denominati «CERTIFICATI DI INVESTIMENTO NOMINATIVI A RENDIMENTO PREDETERMINATO»	PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co.	31.12.89
5039	11.12.90	—	»	»	31.12.90
4956	24.10.90	BANCA PROVINCIALE LOMBARDA	Collocamento in Italia delle azioni rappresentative del fondo comune di diritto lussemburghese di investimento ITALUNION S.A. - Società di Investimento a capitale fisso	DELOITTE HASKINS & SELLS S.n.c. di Adolfo Mamoli & C.	30.9.90

(a) Ragione sociale attuale, diversa da quella risultante dall'Albo Speciale in attesa del provvedimento del Ministro dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato.



**Prospetto riepilogativo degli esiti degli esami di idoneità  
relativi alle sessioni annuali dal 1983 al 1990**

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
1990	113	107	56	53	13	9

## Albo Speciale delle società di revisione al 31.12.1990

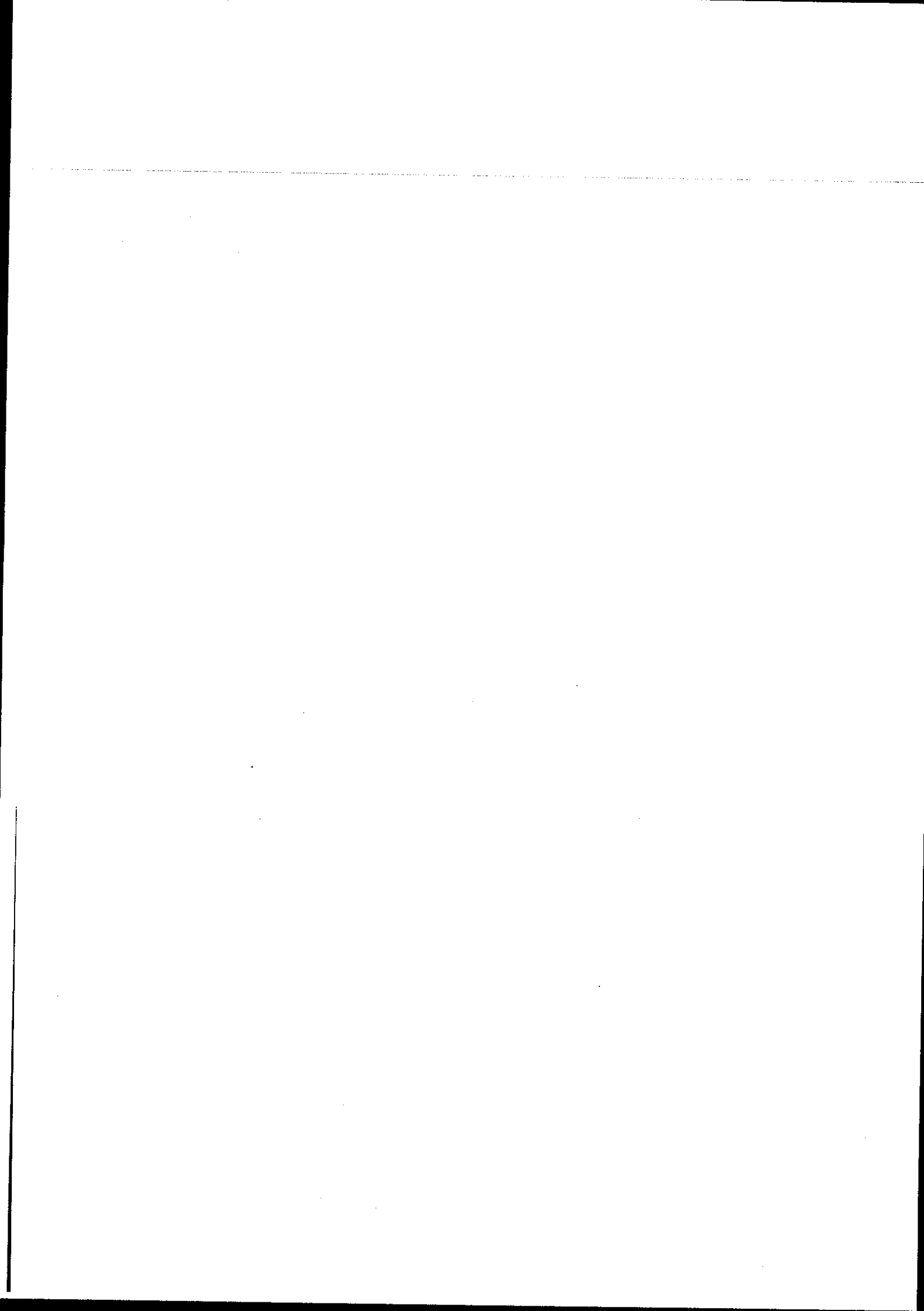
N. d'ord.	Delibera Consob (*)		Ragione/denominazione sociale e sede	Note (**)
	Numero	Data		
1	1423 (687)	26.1.1984 (26.4.1980)	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.a.s., con sede in Roma	Sede legale: Milano
2	688	26.4.1980	ARTHUR YOUNG & COMPANY, con sede in Londra, per la stabile organizzazione italiana in Roma	Ragione sociale al 31.12.1990: RECONTA ERNST & YOUNG S.a.s. di Bruno Gimpel & 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)	10.1.1989 (8.11.1984) (23.5.1984) (26.4.1980)	DELOITTE HASKINS & SELLS s.n.c. di Adolfo Mamoli & C., con sede in Milano	Ragione sociale dal 1.1.1991: DELOITTE & TOUCHE S.n.c. di Adolfo Mamoli & C.
9	1534 (1135) (698)	11.9.1984 (23.9.1982) (26.4.1980)	HODGSON LANDAU BRANDS S.a.s. di Dott. Rosario L. Calogero e C., con sede in Milano	

segue: Tav. A.63

N. d'ord.	Delibera Consob (*)		Ragione/denominazione sociale e sede	Note (**)
	Numero	Data		
10	696	26.4.1980	HORWATH & HORWATH ITALIA di Massimo De Rosa & C. Società in accomandita semplice con sede in Roma	
11	697	26.4.1980	ITALAUDIT S.p.A. Società Italiana di Revisione e Certificazione, con sede in Milano	
12	2379 (1116)	9.9.1986 (7.7.1982)	MOORE, STEPHENS & Co. REVISIONI CONTABILI di Giancarlo Rossi & C. S.a.s., con sede in Milano	
13	4204 (3677) (699)	29.8.1989 (27.9.1988) (26.4.1980)	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c. di Giuseppe Angiolini e C., con sede in Milano	
14	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, Ermilio Palma, Marko Rus, Terry Peter Ryan e Benito Dino Soave, e in forma abbreviata: PRICE WATERHOUSE S.a.s. di Renzo Latini & Co., con sede in Milano	
15	1337 (702)	5.7.1983 (26.4.1980)	RIA - Società Nazionale di Certificazione S.p.A. con sede in Milano	Ragione sociale al 31.12.1990: RIA & MAZARS S.a.s. di Giulio Sciala & C., con sede in Milano, fusasi per incorporazione nella SOCIETÀ NAZIONALE DI REVISIONE S.a.s. di Giulio Sciala & C., con decorrenza dal 24.12.1990.

16	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	Ragione sociale al 31.12.1990: SALA SCELSI FARINA BDO - Società di Revisione di Paolo Scelsi, Giorgio Farina & C. S.a.s.
17	824	22.1.1981	S.E.R.C.A. Studio e Revisioni Contabili e Aziendali S.n.c. di Bron- di dr. Carlo e dr. Giovanni, con sede in Brescia	
18	782	23.10.1980	SOFIRESA - Società di Revisione di Vittorio Salvi & C. S.a.s., con sede in Milano	
19	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	
20	3718	18.10.1988	SOCIETÀ ITALIANA DI REVISIONE - ORGANIZZAZIONE E CERTIFICAZIONE CONTABILE di Marco Busalini & C. S.a.s., con sede in Milano	
21	5041	11.12.1990	SOCIETÀ NAZIONALE DI REVISIONE S.a.s. di Giulio Scala & C., con sede in Milano	L'iscrizione nell'Albo Speciale ha efficacia dal 24.12.1990, data di tra- scrizione dell'atto di fusione per incorporazione della RIA & MA- ZARS S.a.s. di Giulio Scala & C. Ha assunto la ragione sociale: RIA & MAZARS S.a.s. di G. Scala, A. Trevese & C.

(\*) 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.  
 (\*\*) Ragione/denominazione sociale diversa da quella risultante dall'Albo Speciale, in attesa del Decreto Interministeriale del Ministro dell'Industria, del Commercio e dell'Arti-gianato di concerto con il Ministro di Grazia e Giustizia.



Fotocomposizione e stampa:  
Arti Grafiche S. Marcello srl  
V.le Regina Margherita, 176 - 00198 ROMA

Finito di stampare nel mese di Settembre 1991