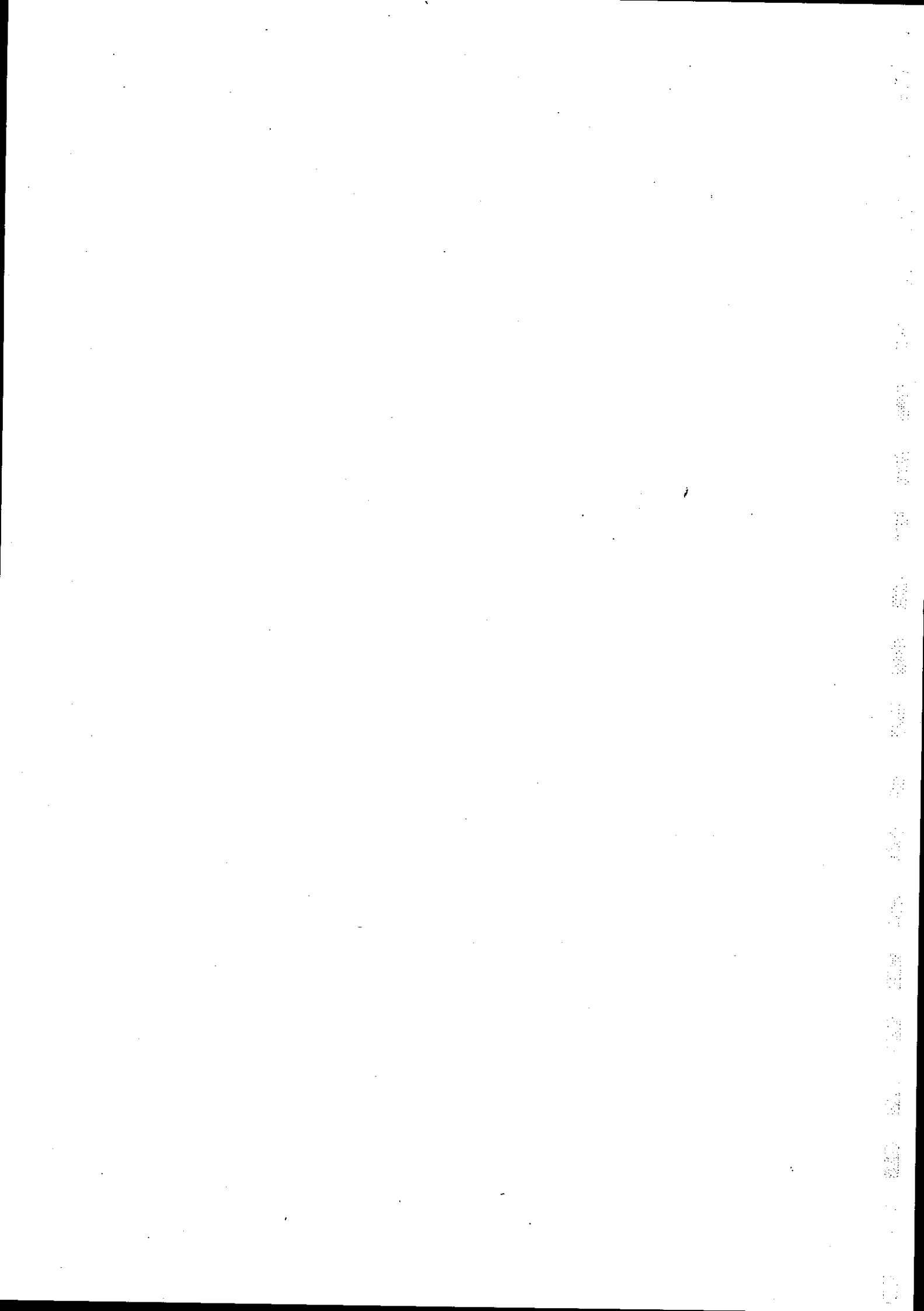


RELAZIONE PER L'ANNO

1991

INDICE GENERALE

A - Le questioni in corso e le linee di indirizzo della Commissione	Pag.	9
B - I mercati azionari nel quadro economico nazionale e internazionale	»	35
C - L'attività istituzionale della Consob	»	103
D - Appendice	»	261



INDICE

A- LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO DELLA COMMISSIONE	Pag.	9
1. La nuova disciplina del mercato mobiliare e l'attività normativa della Consob	»	11
2. La riforma tecnico-organizzativa della borsa	»	14
3. Gli interventi sul mercato da parte dell'autorità di controllo	»	18
4. L'assetto istituzionale della borsa italiana	»	24
5. Le politiche di dismissione delle partecipazioni pubbliche e il mercato mobiliare	»	26
6. Le misure fiscali per lo sviluppo della domanda di azioni	»	29
B- I MERCATI AZIONARI NEL QUADRO ECONOMICO NAZIONALE E INTERNAZIONALE	»	35
1. Il quadro macroeconomico e finanziario	»	37
1.1 L'economia internazionale	»	37
1.2 L'economia italiana	»	42
2. I mercati azionari internazionali	»	46
3. La borsa valori	»	54
3.1 Il quadro generale	»	54
3.2 La negoziazione in continua	»	59
3.3 Le operazioni dei gruppi	»	62
3.4 Le operazioni allo scoperto	»	66
3.5 I titoli italiani trattati al SEAQ International	»	69
3.6 L'andamento delle quotazioni	»	72
3.7 Il mercato dei premi	»	75
3.8 I riporti e le anticipazioni	»	77
4. I mercati ristretti	»	79
4.1 Il quadro generale	»	79
4.2 Gli scambi azionari	»	80
4.3 L'andamento delle quotazioni	»	82
5. Gli investitori istituzionali	»	83
5.1 Il quadro generale	»	83
5.2 L'attività dei fondi sul mercato azionario	»	84
6. Le imprese e il mercato azionario	»	85
7. Le agevolazioni fiscali all'investimento azionario individuale	»	92
7.1 Le principali esperienze estere	»	92
7.2 Le stime sugli effetti delle agevolazioni fiscali all'investimento azionario sul mercato mobiliare italiano	»	99
7.3 Appendice	»	101

C-L'ATTIVITÀ ISTITUZIONALE DELLA CONSOB	Pag.	103
CAPITOLO I: LA DISCIPLINA E IL CONTROLLO DEL MERCATO AZIONARIO	»	105
1. L'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale e alle negoziazioni nei mercati ristretti	»	105
1.1 I provvedimenti di portata generale	»	105
1.2 I provvedimenti di ammissione a quotazione	»	106
1.3 Gli interventi sulla quotazione dei titoli	»	109
2. L'avvio del sistema telematico di contrattazione continua	»	112
3. La nuova disciplina della liquidazione dei valori mobiliari	»	114
4. I lavori per l'istituzione della cassa di compensazione e garanzia	»	117
5. I lavori per l'istituzione dei mercati <i>futures</i>	»	118
6. Il funzionamento della Monte Titoli	»	120
7. Le modifiche alla disciplina delle garanzie contrattuali	»	122
8. Le società commissionarie di borsa	»	122
8.1 Premessa	»	122
8.2 L'analisi dell'attività delle società commissionarie	»	123
8.3 Le attività istruttorie	»	142
CAPITOLO II: LA RIFORMA DELLA BORSA	»	145
1. Lo stato di attuazione della legge 2 gennaio 1991, n. 1	»	145
2. Il regolamento disciplinante l'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare	»	147
2.1 Premessa	»	147
2.2 Il titolo I - Disposizioni a carattere generale	»	149
2.3 Il titolo II - Norme per lo svolgimento delle singole attività di intermediazione mobiliare	»	152
2.4 I titoli III, IV, V e VI	»	155
3. La disciplina del Fondo nazionale di garanzia	»	156
4. Il regolamento disciplinante la negoziazione di valori mobiliari fuori dei mercati regolamentati	»	157
5. Gli aspetti interpretativi della legge n. 1/1991	»	159
6. Le attività istruttorie conseguenti alla legge n. 1/1991	»	161
CAPITOLO III: L'INFORMAZIONE SOCIETARIA	»	165
1. I principali provvedimenti adottati e le linee direttive in materia di informazione societaria	»	165
1.1 Il recepimento delle direttive n. 78/660/CEE e n. 83/349/CEE in materia societaria, relative ai conti annuali e consolidati	»	165
1.2 Il recepimento delle direttive n. 78/855/CEE e n. 82/891/CEE in materia di fusioni e scissioni societarie	»	166
1.3 L'ammissione alla quotazione ufficiale di titoli emessi da società estere	»	167
2. L'assemblea ordinaria convocata ai sensi dell'art. 2364 c.c.	»	168
2.1 Gli interventi della Commissione precedenti alle assemblee di approvazione del bilancio	»	168
2.2 L'impugnativa della deliberazione di approvazione del bilancio	»	169
3. Le relazioni semestrali	»	170
4. L'assemblea straordinaria	»	171
5. L'informativa concernente le partecipazioni rilevanti	»	174

CAPITOLO IV: LA SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO	Pag.	177
1. La sollecitazione del pubblico risparmio: linee direttive	»	177
1.1 La sollecitazione del pubblico risparmio e l'attività di intermediazione mobiliare	»	177
1.2 Il recepimento della direttiva 89/298/CEE per il coordinamento delle condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto da pubblicare per l'offerta di valori mobiliari	»	178
2. La sollecitazione del pubblico risparmio: i principali provvedimenti adottati	»	181
2.1 Le disposizioni di carattere generale concernenti la redazione dei prospetti informativi ed i modi in cui l'offerta deve essere resa pubblica	»	181
2.2 La sollecitazione del pubblico risparmio effettuata mediante attività, anche di carattere promozionale, svolta in luogo diverso da quello adibito a sede legale o amministrativa principale dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto che procede al collocamento	»	183
2.3 I promotori di servizi finanziari	»	187
3. La gestione di patrimoni dalla sollecitazione del pubblico risparmio all'intermediazione mobiliare	»	189
3.1 Le disposizioni della Consob in materia di offerta con sollecitazione del pubblico risparmio di servizi di gestione di patrimoni	»	190
3.2 L'offerta di servizi di gestione di patrimoni nel nuovo sistema	»	191
3.3 I problemi concernenti il nuovo regime delle gestioni di patrimoni e delle società fiduciarie affrontati nel corso dell'anno 1991	»	192
3.4 L'offerta pubblica di servizi di gestione fiduciaria di patrimoni nel corso del 1991	»	195
4. L'offerta al pubblico di quote di fondi comuni di investimento mobiliare	»	202
4.1 I prospetti informativi relativi all'offerta al pubblico di quote di fondi comuni di investimento mobiliare di diritto italiano	»	202
4.2 I prospetti informativi relativi all'offerta al pubblico di quote/azioni di fondi comuni di investimento mobiliare di diritto estero	»	208
4.3 La direttiva CEE n. 85/611 del 20 dicembre 1985	»	209
4.4 I dati statistici	»	211
5. L'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione di azioni, obbligazioni, anche convertibili, e titoli rappresentativi di quote di capitale di enti pubblici esercenti l'attività bancaria	»	211
6. L'offerta pubblica di acquisto e di scambio	»	212
CAPITOLO V: L'ATTIVITÀ DELLE SOCIETÀ DI REVISIONE ISCRITTE NELL'ALBO SPECIALE	»	213
1. Le linee direttrici in materia di controllo contabile e certificazione dei bilanci e principali provvedimenti adottati	»	213
1.1 Le variazioni apportate al d.P.R. 31.3.1975, n. 136 a seguito del recepimento di direttive comunitarie	»	213
1.2 Le comunicazioni di carattere generale	»	215
1.3 L'applicazione alle società estere del regolamento per l'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale nelle borse valori	»	216
1.4 L'incompatibilità professionale	»	217
1.5 L'oggetto sociale, le organizzazioni collaterali e l'indipendenza	»	217
1.6 La determinazione dei corrispettivi per la revisione e certificazione dei bilanci - Delibera dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato	»	219
2. Gli incarichi di revisione e certificazione	»	220
3. La designazione di società di revisione ai sensi della legge n. 649 del 1983	»	220
4. L'esame di idoneità ex art. 13 del d.P.R. n. 136/1975	»	221
5. L'Albo speciale delle società di revisione	»	221
6. La vigilanza sull'attività delle società di revisione iscritte nell'Albo speciale	»	222

CAPITOLO VI: L'ATTIVITÀ ISPETTIVA	Pag.	225
1. L'attività ispettiva nei confronti dei soggetti che fanno appello al risparmio diffuso	»	225
2. L'attività ispettiva nei confronti degli intermediari in titoli quotati	»	226
3. L'attività ispettiva nei confronti delle società di revisione iscritte all'Albo speciale	»	229
CAPITOLO VII: GLI AFFARI LEGALI E L'ATTIVITÀ DI RICERCA	»	231
1. L'inoltro di rapporti all'Autorità Giudiziaria	»	231
2. Il contenzioso	»	231
3. L'attività di esame delle segnalazioni e dei reclami provenienti dai privati	»	233
4. L'attività di ricerca giuridica ed economica	»	235
CAPITOLO VIII: L'ATTIVITÀ INTERNAZIONALE	»	237
1. La cooperazione nell'ambito della Comunità Economica Europea	»	237
1.1 I valori mobiliari e gli investitori istituzionali	»	237
1.2 Le società	»	241
1.3 La vigilanza sui mercati finanziari - Direttiva 91/308/CEE relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività illecite	»	244
2. L'attività nell'ambito della IOSCO	»	245
3. La partecipazione all'attività dell'OCSE	»	248
4. Gli accordi di cooperazione	»	248
CAPITOLO IX: LE STRUTTURE E L'AMMINISTRAZIONE DELLA CONSOB	»	251
1. L'informativa afferente il personale	»	251
2. La gestione finanziaria	»	253
3. Il sistema informativo	»	254
D-APPENDICE	»	261

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

1. La nuova disciplina del mercato mobiliare e l'attività normativa della Consob

La nuova disciplina del mercato mobiliare, dopo lunga gestazione, ha trovato finalmente un esito legislativo nella legge 2 gennaio 1991 n. 1 «Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati» e nella legge 17 maggio 1991 n. 157 «Norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari e alla Commissione nazionale per le società e la borsa».

Entrambi i provvedimenti, quantunque siano essi stessi caratterizzati da un notevole dettaglio nel contenuto prescrittivo, demandano alla fonte amministrativa numerosi spazi regolamentari. Le ragioni di tale attribuzione normativa sono rinvenibili, da un lato, nella natura estremamente tecnica di certi settori di disciplina, dall'altro, nell'esigenza di dotare il sistema di una duttilità necessaria in un campo in così rapido movimento quale è quello dei mercati finanziari.

Per completare il quadro disciplinare e ottemperare ai compiti a lei assegnati dal Parlamento, durante il 1991 la Consob ha profuso nella stesura della normativa secondaria un impegno senza precedenti che ha consentito di osservare puntualmente il termine a tal fine prescritto dalla legge. Ciò è stato possibile anche per l'efficace collaborazione instaurata con la Banca d'Italia nella definizione dei regolamenti concernenti le disposizioni di stabilità e di condotta applicabili alle Società di Intermediazione Mobiliare e ad altri intermediari mobiliari.

L'esercizio della funzione normativa non si è risolto soltanto nella emanazione dei regolamenti relativi alle società di intermediazione, all'organizzazione dei mercati e all'*insider trading*, ma ha richiesto altresì il coordinamento dei nuovi testi con precedenti disposizioni in materia soprattutto di offerta pubblica di valori mobiliari, di ammissione a quotazione e di Monte Titoli. La Consob, infatti, grazie ad interpretazioni evolutive delle norme esistenti, aveva già anticipato tecniche di regolamentazione fatte successivamente proprie dalla legge 1/1991. I controlli sulle società fiduciarie attraverso l'applicazione della disciplina in tema di sollecitazione del pubblico risparmio e il regolamento relativo alle Commissionarie di borsa, che ha anticipato le tecniche di vigilanza stabilite dalla legge 1/1991, rappresentano l'esempio più significativo dell'azione dell'organo di controllo in questo senso.

A fronte del numero significativo di interventi regolamentari richiesti all'autorità di controllo, il legislatore ha comunque impartito direttive precise per la redazione delle disposizioni secondarie, direttive cui Banca d'Italia e Consob si sono strettamente attenute. È dunque alla legge che bisogna sempre far riferimento per individuare i principi di ogni istituto che trova nei regolamenti concreto sviluppo.

Se tradizionalmente oggetto dell'attività normativa della Pubblica Amministrazione è la disciplina del rapporto tra privato ed ente pubblico, i regolamenti emanati nel corso del 1991 sono caratterizzati al contrario dalla preponderanza di norme che disciplinano relazioni tra privati. In termini quantitativi, ma soprattutto in termini di portata innovativa, la disciplina dei rapporti di diritto pubblico cede così il passo alla regolamentazione dei comportamenti degli intermediari nei confronti dei clienti e del mercato. Analogamente, nel regolamento finalizzato a prevenire i fenomeni di *insider trading*, gli obblighi degli emittenti di divulgare le notizie rilevanti sono diretti nei confronti del pubblico degli investitori senza necessaria mediazione dell'organo di controllo.

Né diversa natura da quella, per così dire «privatistica», propria delle regole di condotta e dell'informativa continua, possono avere le vere e proprie regole di mercato. Queste ultime infatti - come testimonia il regolamento per il funzionamento del sistema telematico delle borse valori - mirano soprattutto a disciplinare la corretta esecuzione degli ordini e l'ordinata formazione dei contratti.

Considerato che il *leitmotiv* della normativa secondaria consiste nel «livellare il campo di battaglia» perché le forze di mercato conducano all'efficiente allocazione delle risorse, garantendo all'investitore quella tutela da cui naturalmente consegue la fiducia negli investimenti mobiliari, appaiono forse troppo severe le critiche mosse ai regolamenti. È stata infatti lamentata una eccessiva regolamentazione il cui primo risultato sarebbe quello di far lievitare i costi degli intermediari operanti sul mercato.

A prescindere dall'ovvia constatazione che le autorità di vigilanza altro non hanno fatto che eseguire il mandato loro conferito in modo puntuale dal legislatore, va comunque evidenziato che le disposizioni introdotte sul mercato italiano ricalcano fedelmente principi collaudati nei più evoluti mercati finanziari del mondo. Le regole del «conosci il cliente», della «cura dell'interesse del cliente», della separazione contabile e amministrativa, della trasparenza dei conflitti di interesse ed altre ancora costituiscono patrimonio comune del diritto dei valori mobiliari in tutti gli ordinamenti in cui tale settore normativo riveste primaria importanza.

Proprio la vicinanza delle esperienze comparative ha consentito un'opera di raccolta ed armonizzazione da parte dell'organizzazione internazionale delle commissioni dei valori mobiliari (IOSCO) cui il legislatore italiano ha ritenuto opportuno conformarsi. In un documento approvato nella Conferenza di Santiago del Cile (11-15 novembre 1990), intitolato «*International conduct of business principles*», la IOSCO ha individuato sette principi che devono governare, in un mercato in via di progressiva internazionalizzazione, la condotta degli intermediari: onestà e correttezza nell'interesse dei clienti e dell'integrità del mercato, diligenza e professionalità, organizzazione e risorse adeguate all'attività svolta, raccolta di informazioni riguardanti i clienti per offrire loro i servizi più adatti, comunicazione ai clienti delle informazioni necessarie per le decisioni di investimento, disciplina dei conflitti di interesse, rispetto delle regole. A questi principi si ispirano l'art. 6 della legge 1/1991 e, conseguentemente, il regolamento disciplinante l'esercizio delle attività di intermediazione adottato con deliberazione Consob n. 5387 del 2 luglio 1991.

L'aver dotato il mercato interno di codici di comportamento paralleli a quelli in vigore negli altri Paesi non potrà che favorire la compenetrazione dei mercati e la competitività internazionale degli operatori italiani.

In questa luce deve essere ad esempio esaminata la disciplina del conflitto di interessi dell'intermediario. Anziché stabilire il puro e semplice divieto di porre in essere l'operazione in conflitto di interesse, l'art. 6 lett. g) della legge 1/1991 e le regole di condotta emanate dalla Consob regolano il conflitto grazie alla combinazione di un obbligo di trasparenza con una facoltà di acconsentire. Il primo precetto è rivolto all'intermediario che deve sempre rendere nota la situazione di conflitto; sta a quel punto al cliente valutare sulla base di questa informazione la convenienza a dare comunque corso all'operazione.

Un siffatto sistema è senz'altro preferibile al divieto *tout court* che non solo rischierebbe di paralizzare l'attività di intermediazione, ma potrebbe addirittura risultare incongruo rispetto alla protezione del cliente.

Se, nel comporre le esigenze meritevoli di tutela, il legislatore e l'autorità regolamentare hanno tenuto presente le sofisticate discipline straniere, va anche detto che la normativa si inserisce perfettamente nella tradizione giuridica italiana cui l'istituto della specifica autorizzazione non è affatto estraneo (basti pensare all'art. 1395 c.c. in tema di rappresentanza), sebbene sinora non sia stato sempre ben assimilato dagli intermediari nel concreto svolgimento degli incarichi loro affidati dai clienti.

Ciò che risulta maggiormente innovativo è piuttosto l'estensione delle situazioni di conflitto di interesse.

Una complessa realtà economica caratterizzata dal fenomeno dei gruppi di società e dalle più diverse forme dell'attività finanziaria richiede formule definitorie necessariamente ampie. Consapevole di tale circostanza, la legislazione speciale più recente è caratterizzata dalla ricerca di norme sempre più articolate in tema di controllo societario, finalizzate ad evitare che interpretazioni formalistiche permettano una sostanziale elusione delle regole destinate al «gruppo». A questa tendenza è riconducibile anche l'art. 4, terzo comma, della legge 1/1991. Ciò non toglie che l'elasticità della regola fondata sulla trasparenza del conflitto e l'autorizzazione del cliente

garantisce un'applicazione fluida del principio senza provocare affatto l'«ingessamento» dell'attività delle SIM.

Anche la regola, vivacemente criticata, del «conosci il cliente» trova autorevoli precedenti nella comune esperienza dei mercati finanziari internazionali. Si tratta di una regola articolata in maniera tale da realizzare il giusto equilibrio tra l'interesse del cliente e quello dell'intermediario. Se infatti la SIM è in primo luogo tenuta a curare l'interesse del cliente (art. 6 lett. a) della legge 1/1991) è naturale che tale compito possa assolvere solo se messa in condizione di sapere quali siano gli obiettivi di investimento del cliente e la loro congruità rispetto alla situazione patrimoniale di quest'ultimo (art. 6 lett. d) della legge 1/1991). Qualora il cliente preferisca mantenere riservate tali informazioni (art. 6 del Regolamento adottato con deliberazione Consob n. 5387 del 2 luglio 1991) anche la diligenza dell'intermediario dovrà essere valutata con un diverso metro di giudizio. In questo senso si può affermare che l'intermediario è tutelato dalla regola del «conosci il cliente» non meno di quest'ultimo.

Per sfatare il luogo comune di una volontà regolamentare tesa ad oberare l'attività di intermediazione con complicate procedure, conviene poi ricordare che la gran parte delle regole di condotta, essendo finalizzata a proteggere il «contraente debole», non trova applicazione nei rapporti tra le SIM e gli operatori qualificati (art. 13 del Regolamento 5387) nei confronti cioè di soggetti che si presumono in grado di trattare con l'intermediario su un piano di parità contrattuale.

A dimostrazione che la filosofia della trasparenza e la responsabilizzazione dei privati rappresentano le colonne portanti del disegno regolamentare può essere utile esaminare anche le norme cardine della tutela dell'integrità del mercato contenute nella legge 157/1991 e nel regolamento di attuazione. In questa materia gli obblighi «preventivi» di informazione imposti a società ed operatori sono dotati di ancora maggiore efficacia, per ridurre i fenomeni dell'*insider trading* o della manipolazione, di quanto non sia la stessa sanzione penale. Grazie a tali obblighi di immediata comunicazione al pubblico di notizie rilevanti, i pericoli di un illecito sfruttamento delle stesse diminuiscono in misura sensibile, ponendo così tutti i partecipanti al mercato su un piano di parità informativa.

Anche in questo settore la normativa secondaria, piuttosto che fissare rigide procedure amministrative, si affida all'autoresponsabilità dei privati, dettando le linee guida di comportamento alle società che si trovino nella situazione di dovere diffondere notizie rilevanti.

Tornando agli aspetti generali della normativa secondaria, va comunque sottolineato che gli organi di controllo hanno operato su una realtà tutta da plasmare. Si è trattato di indirizzare la costituzione e l'organizzazione di nuove figure imprenditoriali, piuttosto che di disciplinare modelli esistenti. Tale regolamentazione ex-ante, rendendo omogenee strutture giuridiche, moduli operativi e procedure contabili, dovrebbe consentire una situazione perfettamente concorrenziale tra gli operatori e prevenire al contempo, per quanto possibile, interventi successivi in presenza di particolari situazioni patologiche.

Il difficile contesto in cui le SIM hanno iniziato ad operare rende gli intermediari molto sensibili agli oneri generati dagli adempimenti prescritti. Se è innegabile che, in gran parte, essi trovano il loro puntuale fondamento nella legge, è pur vero che i poteri regolamentari attribuiti agli organi di controllo lasciano talvolta margini di valutazione discrezionale nel realizzare gli scopi perseguiti dal legislatore. Ciò consentirà alla Consob di apportare o di suggerire, tempestivamente, tutte quelle modifiche di disciplina che, nel rispetto della legge, l'esperienza dovesse consigliare.

L'osservazione precedente sulla parità delle posizioni di partenza dei nuovi intermediari - siano essi italiani od esteri - consente anche di affermare la conformità della legge 1/1991 al Trattato istitutivo delle Comunità Europee, del quale è stata lamentata una violazione specialmente per quanto attiene all'obbligo della SIM di avere la sede legale in Italia, obbligo reputato dalla Commissione CEE contrario alla libertà di prestazione dei servizi.

È principio accolto dal diritto comunitario che la prestazione dei servizi di investimento con o senza stabilimento può essere soggetta a restrizioni per esigenze imperative connesse all'interesse generale riassumibile nella protezione degli investitori e nella tutela dei mercati, di cui la solidità finanziaria dell'impresa che presta i servizi in questione costituisce elemento centrale. Infatti, diversamente dal settore dei servizi bancari e assicurativi, non esiste attual-

mente alcuna armonizzazione comunitaria delle legislazioni sui requisiti soggettivi degli intermediari non bancari che prestano servizi di investimento. Né al contrario di quanto avvenuto in materia di regole di condotta, sono rinvenibili principi fissati dalla IOSCO, presso la quale i requisiti di stabilità sono ancora in fase di studio. In mancanza di armonizzazione comunitaria sui requisiti patrimoniali e sui sistemi di vigilanza degli intermediari, vi è eterogeneità nella disciplina del settore nei diversi Stati membri. Basti pensare che, sia nella definizione del patrimonio utile a fini di vigilanza sia nella determinazione delle percentuali di capitale necessario a far fronte ai vari tipi di rischio, non sono riscontrabili nelle legislazioni nazionali norme sufficientemente vicine da potersi considerare equipollenti.

È evidente come la diversità nelle discipline dei requisiti di capitale abbia conseguenze di grande rilievo sulla stabilità degli intermediari e che diverse condizioni di stabilità rendono inadeguata e insufficiente la protezione degli investitori.

Risulta quindi coerente che gli Stati membri, nelle more dell'armonizzazione, adottino le regole esistenti nei propri ordinamenti ed in particolare che l'Italia richieda la costituzione di un'entità giuridica separata dotata di un proprio patrimonio a garanzia dei rischi connessi alla particolare attività esercitata.

Non a caso nel campo delle banche e delle assicurazioni il «passaporto europeo» ha seguito, non certo anticipato, l'armonizzazione delle discipline. Né è dato vedere alcun valido motivo per adottare soluzioni diverse nel settore dell'intermediazione mobiliare.

A conferma di quanto sopra, la Corte di Giustizia ha più volte affermato che, tenuto conto delle speciali caratteristiche di talune prestazioni di servizi, non si possono considerare incompatibili col Trattato talune condizioni specifiche, eventualmente imposte al prestatore di servizi, che siano giustificate dall'applicazione di norme relative a questo tipo di attività, purché la libera prestazione di servizi sia limitata da norme giustificate da pubblico interesse ed obbligatorie nei confronti di tutte le persone e le imprese, nazionali od estere, che esercitano la propria attività sul territorio dello Stato in questione. Da ultimo, nella decisione del 23 gennaio 1992, la Corte ha precisato che l'esistenza di una sede nello Stato è sempre compatibile con l'art. 59 del Trattato - che afferma la libertà di prestazione transfrontaliera dei servizi - se costituisce una condizione indispensabile per raggiungere, ed è questo il caso delle società di intermediazione mobiliare, l'obiettivo di interesse generale ripromesso.

In ogni caso l'evoluzione della disciplina comunitaria produrrà certamente effetti significativi sullo stato della legislazione in materia di valori mobiliari, che pertanto è ancora lontana dal suo assetto definitivo. Tuttavia, la ricca produzione normativa, che ha caratterizzato soprattutto l'ultimo scorcio della legislatura, ha reso ineludibile il problema di pervenire fin d'ora ad una rilettura approfondita e ad una sistemazione organica dei numerosi testi legislativi adottati, al fine di coordinarli e di eliminare le previsioni incoerenti con l'impianto generale del sistema ovvero superate dalla vigente realtà normativa.

L'attribuzione al Governo di un potere di delega, per il riordino di questa complessa materia in un unico testo legislativo, costituisce lo strumento più idoneo per realizzare le predette finalità.

2. La riforma tecnico-organizzativa della borsa

Gli ultimi dieci anni hanno visto pressoché in tutti i paesi industrializzati l'introduzione o, almeno, l'annuncio di importanti modificazioni nella disciplina delle attività di intermediazione e nell'organizzazione e funzionamento dei mercati mobiliari. All'interno di questo quadro si è manifestata l'esigenza di definire anche sotto il profilo tecnico-organizzativo nuove modalità di funzionamento dei mercati in grado di rispondere alle esigenze poste dalla crescente specializzazione dell'attività di intermediazione mobiliare.

I mercati stanno progressivamente abbandonando gli schemi organizzativi tipici della negoziazione con asta a chiamata, effettuata con la partecipazione di tutti gli operatori in uno stesso luogo, per sostituirli con quelli, più moderni e funzionali, della negoziazione elettronica che comporta il venir meno dello stesso concetto di mercato come luogo fisico.

Nei mercati nord-americani i primi interventi di riforma dell'attività di intermediazione mobiliare ispirati ai nuovi criteri risalgono addirittura agli anni '30, in concomitanza con la grande crisi; da allora, il processo non si è praticamente mai arrestato. In Europa, al *Big Bang* della borsa londinese del 1986 sono via via seguite importanti riforme in Francia, Spagna, Belgio e Portogallo. I paesi asiatici ad economia di mercato si stanno muovendo in linea con quanto accade negli Stati Uniti ed in Europa.

In questo nuovo contesto la Commissione ha in più occasioni indicato le carenze organizzative e di funzionamento della borsa italiana, le cui strutture mal si conciliavano con le esigenze di flessibilità e competitività necessarie ad affrontare il confronto con i mercati esteri, soprattutto nell'ottica dell'integrazione comunitaria.

In particolare, sin dal 1985 la Commissione ha delineato un programma di riorganizzazione del mercato borsistico nazionale incentrato sulla realizzazione di adeguate condizioni di trasparenza informativa e di funzionalità operativa. Nell'ambito del progetto della Consob presentato ufficialmente nell'aprile 1987 con il documento «Linee di progetto per una riforma del mercato borsistico», i punti fondamentali della riforma del mercato erano i seguenti:

- realizzare, mediante il collegamento telematico tra le dieci borse valori esistenti, un mercato unico nazionale dei valori mobiliari quotati;
- superare i fattori di frammentazione derivanti dal sistema dell'asta a chiamata mediante l'adozione di un sistema di contrattazione continua;
- introdurre l'obbligo della concentrazione in borsa delle contrattazioni sui medesimi valori mobiliari;
- avviare una riforma delle liquidazioni delle operazioni finalizzata ad assicurarne il regolare svolgimento;
- introdurre un meccanismo che, assicurando il buon fine delle operazioni di borsa, garantisca l'ottenimento della condizione di indifferenza di contropartita, vale a dire l'assoluta omogeneizzazione in termini di rischio di inadempimento delle controparti di borsa;
- disciplinare in modo uniforme la natura e l'attività degli intermediari mobiliari abilitati alle operazioni di borsa.

Con interventi successivi, la Commissione ha anche prefigurato l'opportunità dell'istituzione di mercati di prodotti derivati (*futures* ed *options*) che, sul modello di quanto già realizzato nei principali paesi, soddisfacessero le nuove e più complesse esigenze degli operatori e degli investitori istituzionali. Dopo un complesso iter parlamentare, la legge 1/1991 ha fornito alla Commissione gli strumenti attraverso cui realizzare il proprio progetto di riforma.

Nel mese di novembre ha avuto avvio il sistema telematico delle borse valori. Con tale realizzazione il mercato mobiliare italiano ha compiuto un passo decisivo sulla via di quel processo di modernizzazione e razionalizzazione che la Commissione aveva in precedenza delineato.

Le modificazioni organizzative e di funzionamento introdotte con il sistema telematico delle borse valori sono profonde. In attuazione del disposto dell'art. 20 della legge 1/1991, si sono infatti poste le basi per la creazione di un mercato unico nazionale dei valori mobiliari mediante il collegamento telematico delle dieci borse valori esistenti. Le innovazioni di funzionamento sono state realizzate con il passaggio da un sistema di contrattazione alle grida, basato sulle fasi classiche della chiamata «al listino» e della negoziazione «in durante», ad un sistema di negoziazione continuo durante tutto l'arco della seduta interamente realizzato mediante l'ausilio di supporti informatici.

Per tale via sono state superate alcune delle principali inefficienze che caratterizzavano la precedente struttura di contrattazione. In particolare, per ciò che concerne la fase della negoziazione «al listino» si era da tempo riscontrato un effetto di compressione delle contrattazioni in un ridotto arco di tempo della seduta di borsa. L'eccessiva concentrazione rendeva

poco elastico il processo di formazione dei prezzi in quanto condizionato dalla sola quantità di domanda e di offerta presente in un determinato istante in borsa. Si favoriva in altri termini una certa volatilità dei corsi per l'impossibilità di un confronto costante e prolungato fra tutte le componenti del mercato. A ciò si aggiunga che il sistema di negoziazione alle grida rendeva difficoltosa la pronta e puntuale diffusione delle informazioni relative ai contratti conclusi ed ai relativi prezzi, nonché la conoscenza da parte degli operatori dello spessore e della profondità del mercato, vale a dire delle condizioni potenziali di negoziazione.

Con la contrattazione telematica continua, i prezzi sono divenuti espressione dell'intera domanda ed offerta presente in ciascun momento sul mercato e si è migliorata l'informativa prodotta dal mercato. La visione del *book* di negoziazione (che riepiloga tutte le proposte in acquisto e vendita e le relative quantità in attesa di esecuzione) consente agli operatori di conoscere istante per istante l'andamento del mercato. Il sistema telematico, allo stesso tempo, rileva e diffonde in tempo reale la serie completa di tutti i prezzi fatti nelle diverse fasi della seduta.

La legge 1/1991, inoltre, ha introdotto un principio sino ad ora sconosciuto nella operatività pratica degli intermediari mobiliari italiani: quello della concentrazione obbligatoria delle negoziazioni sui mercati regolamentati in cui si negoziano le diverse specie di titoli. Con tale disposizione il legislatore ha inteso ribadire con fermezza uno dei principi fondamentali del progetto di riforma proposto dalla Consob, vale a dire il primato dei mercati regolamentati come strumento idoneo a garantire l'interesse degli investitori. Questo principio, peraltro, era già stato condiviso nel passato in occasione di ben due indagini conoscitive promosse dal Parlamento.

Coerentemente con una tale impostazione, ed in analogia con quanto stabilito in numerosi mercati esteri (New York Stock Exchange, Tokio, Parigi e Madrid solo per citarne alcuni), si è ritenuto di dover stabilire precisi obblighi di concentrazione delle operazioni, derogabili solo in casi particolari e comunque previa autorizzazione esplicita dell'investitore. Il principio della concentrazione è la condizione per lo sviluppo del mercato mobiliare anche sotto il profilo della tutela degli investitori garantita da una più elevata qualità dei prezzi.

L'incremento della velocità di funzionamento del mercato e di diffusione delle informazioni rilevanti sarà conseguito attraverso la progressiva estensione della negoziazione telematica continua a tutti i valori mobiliari. Il completamento della riforma del mercato mobiliare richiede però che a questo sia associato un corrispondente incremento della velocità delle procedure di liquidazione.

Non v'è dubbio, infatti, che i rischi che gravano sugli investitori, sugli intermediari, nonché sul mercato nel suo complesso, siano proporzionalmente collegati all'ampiezza dei termini previsti per la liquidazione delle operazioni concluse ed al rispetto di tale scadenza per la consegna dei titoli negoziati. Infatti, sino a che le procedure di liquidazione non sono concluse, esiste sempre il rischio, crescente con il passare del tempo, che la controparte si renda inadempiente. Oltre al rischio di contropartita va poi considerato anche il rischio che grava sugli intermediari a causa della necessità di stornare e poi rieseguire a prezzi diversi le operazioni per le quali sia stato commesso un errore nel prezzo, nelle quantità o nei valori oggetto di scambio. Anche tale rischio cresce in ragione della durata del ciclo borsistico, in conseguenza della più elevata probabilità di variazione dei prezzi. Questi rischi assumono un rilievo del tutto particolare in occasione dell'insolvenza di uno o più intermediari: tanto più lungo è il ciclo operativo, tanto più numerosi saranno infatti i contratti conclusi e non liquidati dall'intermediario insolvente e tanto più numerose le controparti con cui lo stesso è entrato in contatto. Da questo deriva una maggiore probabilità di un'estensione degli effetti dell'insolvenza ad altri intermediari. In definitiva, sussiste il rischio concreto che tale processo, una volta innestatosi, si autoalimenti sino ad interessare non solo gli intermediari ma anche gli investitori.

La Commissione, nella convinzione che la riduzione del periodo di regolamento dei contratti di borsa comporti una diminuzione del rischio finanziario connesso ai contratti stessi, ha da tempo avviato un articolato programma di interventi finalizzati al passaggio dall'attuale liquidazione a termine alla liquidazione per contanti. In tale ambito la Consob ha definito gli adempimenti a carico degli intermediari, quali l'adesione obbligatoria al si-

stema di riscontro e rettifiche giornalieri e l'assunzione obbligatoria della qualità di depositario presso la Monte Titoli da parte di tutti gli aderenti alle Stanze di compensazione. Inoltre, la Consob ha predisposto le modifiche strutturali al processo di liquidazione che si rendono necessarie al fine dell'adozione, a partire dal 1 gennaio 1993, del regolamento per contanti per i valori mobiliari attualmente trattati a termine. La modifica principale riguarda l'intervento obbligatorio della Monte Titoli presso le Stanze di compensazione per ciò che attiene alle operazioni di consegna e ritiro dei titoli.

Il raggiungimento dell'obiettivo di rendere più efficienti e sicuri i processi di liquidazione non può, peraltro, dirsi completato con il semplice passaggio alla liquidazione per contanti. Esso dipende infatti anche dal verificarsi della condizione di assoluta indifferenza di contropartita tra gli intermediari, corrispondente ad una assoluta omogeneizzazione, in termini di rischio di inadempimento, di tutti gli intermediari autorizzati alla negoziazione sui mercati regolamentati.

L'importanza di questo aspetto, da sempre particolarmente rilevante, è oggi accentuata per il verificarsi di due circostanze. In primo luogo, le SIM, benché caratterizzate dalla forma societaria e da specifici requisiti patrimoniali che ne garantiscono la stabilità, sono diffuse su tutto il territorio nazionale e non sono più necessariamente collegate, da rapporti di reciproca conoscenza derivanti dall'appartenenza ad una stessa borsa valori. La struttura di contrattazione inoltre prevede l'utilizzo, ancorché non esclusivo, del sistema telematico di asta multilaterale che determina una maggiore velocità delle negoziazioni. Conseguentemente, sarebbe contraddittorio che il singolo operatore rallentasse il processo di contrattazione per valutare l'affidabilità e selezionare la propria controparte di borsa. In un mercato evoluto è infatti necessaria la perfetta fungibilità non solo dei valori mobiliari negoziati, ma anche delle controparti.

La realizzazione dell'indifferenza di contropartita, condizione necessaria per un sistema di liquidazione affidabile e veloce, può essere ottenuta solo attraverso l'istituzione di un organo che, garantendo indistintamente l'adempimento delle contropartite di borsa, le renda assolutamente omogenee in termini di rischio di inadempimento. La legge 1/1991 nell'articolo 22, comma 3, ha previsto l'istituzione della Cassa di Compensazione e Garanzia, che ha il compito di svolgere questa funzione.

La Cassa, il cui capitale sarà sottoscritto dai soggetti ammessi alle contrattazioni, avrà il compito di curare la corretta e tempestiva liquidazione dei contratti di borsa presso le Stanze di compensazione. Limitatamente ai contratti *futures* la Cassa inoltre espletterà le funzioni di compensazione e nel contempo garantirà in proprio la regolare esecuzione dei contratti stessi. A quest'ultimo fine la Cassa stessa gestirà un sistema di margini di garanzia che ciascun intermediario sarà tenuto a versare a copertura delle operazioni effettuate. Un'ulteriore funzione di garanzia relativa ai rapporti tra gli intermediari e la clientela, è stata introdotta dall'art. 15 della legge n. 1/1991 laddove è prevista l'istituzione di un Fondo Nazionale di Garanzia. Al riguardo si deve osservare che le funzioni di garanzia espletate da detto Fondo risultano radicalmente diverse da quelle proprie della Cassa di Compensazione e Garanzia.

Il Fondo Nazionale di Garanzia tutela i crediti vantati dai clienti nei confronti degli intermediari autorizzati alle attività di cui all'articolo 1, comma 1, della legge citata. La funzione di garanzia si estende, in altri termini, ai soli rapporti di credito dei clienti nei confronti degli intermediari e non già alle transazioni tra questi ultimi effettuate sul mercato.

Lo stesso Fondo tutela i crediti derivanti dall'esercizio di tutte le attività di intermediazione mobiliare individuate dall'art. 1, comma 1, della legge n. 1/1991. In tale prospettiva l'ambito di applicazione della garanzia del Fondo è più ampio di quello della Cassa di Compensazione e Garanzia, che si limita ad assicurare il buon fine della sola attività di negoziazione.

Uno degli aspetti che negli ultimi anni ha maggiormente caratterizzato l'evoluzione della intermediazione finanziaria è costituito dall'intensa proliferazione di nuovi strumenti di investimento che consentono di trasferire il rischio di credito, di tasso di interesse, di cambio o di posizione. Questi strumenti consentono all'utilizzatore di scomporre i propri rischi, legati ad una singola operazione o strumento finanziario, e di ricomporli in insiemi diversi, più rispondenti alle sue specifiche esigenze ed alla sua propensione al rischio stesso.

La legge 1/1991 ha recepito l'esigenza di introdurre anche nel mercato mobiliare italiano tali strumenti. Il primo comma dell'art. 23 attribuisce alla Consob il potere di autorizzare nell'ambito delle borse valori le negoziazioni di contratti uniformi a termine, comunemente definiti *futures* e *options*, su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari quotati nei mercati regolamentati, tassi di interesse e valute. Per gli analoghi contratti su titoli di Stato la stessa legge ha attribuito al Ministro del Tesoro la potestà di introdurre e disciplinare i contratti stessi e le relative negoziazioni, nell'ambito delle disposizioni che regolano il funzionamento del Mercato telematico dei titoli di Stato.

In questa materia la Commissione ha già da tempo avviato lo studio delle misure che consentano la rapida introduzione di detti strumenti. Lo sforzo in questo senso è giustificato, nonostante la legge citata non abbia posto limiti temporali, dal fatto che l'introduzione di un mercato nazionale di prodotti derivati:

- a) amplia le opportunità di redditività/rischio a disposizione degli operatori e, di conseguenza, aumenta la completezza del mercato;
- b) risponde all'esigenza degli operatori di disporre di strumenti di copertura rapidi ed economici;
- c) evita che gli investitori siano costretti a rivolgersi a mercati ed operatori esteri;
- d) impedisce lo sviluppo di mercati di prodotti derivati al di fuori di una regolamentazione che ne definisca le modalità operative e ne garantisca la trasparenza e l'affidabilità e la regolarità di funzionamento.

L'introduzione dei nuovi mercati di prodotti derivati è peraltro condizionata dall'esistenza di mercati dei valori mobiliari e dei prodotti sottostanti efficienti sotto il profilo dello spessore, della liquidità e della trasparenza. L'introduzione di un contratto *future* sull'indice di borsa (*stock index future*) presuppone come ulteriore condizione che il paniere di titoli sulla base del quale è calcolato l'indice sia trattato integralmente e con continuità sul sistema telematico, per facilitare l'attività degli arbitraggisti che assicurano la relazione tra i prezzi espressi dal mercato *future* e da quello sottostante.

Nel corso del 1992 l'impegno della Commissione in tale materia sarà quello di realizzare le condizioni preliminari di funzionamento del nuovo mercato e di portare a compimento, parallelamente ai lavori per la costituzione della Cassa di Compensazione e Garanzia, le iniziative necessarie al rapido avvio delle contrattazioni.

3. Gli interventi sul mercato da parte dell'autorità di controllo

Gli anni Ottanta hanno visto il ripetersi su scala internazionale di ampie quanto improvvise flessioni dei corsi azionari, che hanno fortemente attenuato la fiducia degli operatori nei mercati mobiliari. La valutazione degli effetti delle fasi di instabilità ha originato una serie di riflessioni sulla opportunità di interventi volti a limitare gli eccessi di volatilità dei mercati azionari.

Gli studi condotti in questi anni non dimostrano con certezza che la volatilità dei mercati azionari abbia influenze negative dirette sull'economia reale e sui livelli di investimento delle imprese. Sono tuttavia evidenti, in particolare nel nostro paese, le conseguenze che le fasi di forte oscillazione del mercato azionario hanno esercitato sul processo di distribuzione della ricchezza e sulla canalizzazione dei flussi finanziari. Le fasi di flessione, in particolare, hanno avuto significativi effetti di contrazione del volume degli scambi e dei capitali richiesti dalle società quotate, riducendo lo spessore e la liquidità del mercato.

La logica cui riferire le linee di un eventuale intervento sull'operatività del mercato azionario deve necessariamente ispirarsi ai principi che determinano la regolamentazione dell'intero sistema finanziario.

Il sistema finanziario, articolato nei comparti del credito, delle assicurazioni e dei valori mobiliari, costituisce uno dei punti vitali delle economie dei paesi industrializzati. Il suo cor-

retto funzionamento è essenziale per la canalizzazione dei flussi finanziari verso i diversi settori economici, favorendo con una efficiente allocazione delle risorse l'incontro tra risparmio e investimento necessario per lo sviluppo armonico dell'economia.

L'importanza del ruolo di intermediazione dei flussi finanziari richiede una attenta opera di regolamentazione e di vigilanza, che disciplini la natura e l'attività di mercati, strumenti ed operatori. L'intervento regolatore si articola su due livelli logicamente e temporalmente distinti. Nel primo livello si interviene con la determinazione della struttura del mercato e delle modalità operative. Nel secondo livello l'attività di vigilanza si esplica con il monitoraggio del mercato e degli operatori. L'attribuzione a diversi soggetti istituzionali di tali compiti è determinata dalle situazioni storiche e politiche delle diverse realtà nazionali.

Per quanto riguarda il mercato azionario, vi sono essenzialmente tre ragioni che determinano l'opportunità della presenza di autorità preposte alla regolamentazione e alla vigilanza del mercato e che ne indirizzano l'attività.

La prima è individuabile nella necessità di garantire la stabilità del mercato e degli intermediari che vi operano, al fine di evitare che fenomeni di instabilità del mercato azionario inneschino crisi finanziarie che si trasmettano al settore reale dell'economia. La stabilità del mercato è al tempo stesso la condizione per assicurare la presenza di una pluralità di sbocchi allocativi in grado di canalizzare i flussi finanziari verso un impiego efficiente.

La seconda ragione consiste nell'esigenza, sancita nel nostro paese dalla stessa carta costituzionale, della tutela del risparmio. Solamente in condizioni di stabilità e correttezza dell'attività del mercato e degli operatori il risparmio è in grado di esplicare pienamente il proprio ruolo centrale per lo sviluppo economico.

La terza esigenza da soddisfare è quella di assicurare al mercato il massimo grado di efficienza, in modo che l'adempimento delle funzioni ad esso specifiche avvenga a costi minimi e con una diffusione delle informazioni rapida, completa ed omogenea.

Compito delle autorità di vigilanza del mercato azionario è di fare in modo che la considerazione congiunta di questi tre obiettivi, tra loro interdipendenti e a volte contrastanti, porti alla formulazione di una strategia di intervento efficace e coerente.

Gli strumenti di intervento dell'autorità di vigilanza si manifestano esclusivamente attraverso l'emanazione di normative e provvedimenti che influiscono sulle condizioni di attività del mercato, senza intervenire direttamente con operazioni di acquisto o vendita volte a stabilizzare l'andamento delle quotazioni, come avviene ad esempio nel campo della politica monetaria.

L'azione dell'autorità di vigilanza assume una duplice natura, e comprende tanto la funzione preliminare dell'attività normativa, con il disegno dell'architettura dei mercati, della natura degli strumenti e della disciplina del comportamento degli operatori, quanto quella del successivo controllo del corretto e ordinato andamento del mercato nel corso del tempo.

Quest'ultima tipologia di intervento è a propria volta articolata su due piani distinti. Da un lato si trovano infatti le misure di portata generale, dedicate al controllo dell'intero mercato azionario e rivolte principalmente a garantirne la stabilità e l'efficienza. Accanto a queste esiste inoltre l'opera di monitoraggio dei singoli titoli e di controllo degli intermediari, diretta a contrastare le singole situazioni di instabilità e ad impedire la determinazione di condizioni di asimmetria informativa e disparità di trattamento che si oppongano ai principi di tutela del risparmio.

L'analisi dell'evoluzione delle borse internazionali nell'ultimo decennio permette di notare che l'accresciuto grado di specializzazione degli strumenti finanziari e la più ampia e tempestiva diffusione delle informazioni, resa possibile dalle innovazioni tecnologiche, hanno determinato una rilevante crescita della capacità di reazione degli investitori al variare delle condizioni dei mercati. In particolari momenti i mercati tendono ad essere interessati dalla presenza di bolle speculative che portano le valutazioni dei titoli molto al di sopra dei valori stimabili con il ricorso alle variabili fondamentali di bilancio. In queste situazioni gli investitori si dimostrano estremamente sensibili al flusso di informazioni proveniente dai mercati, incrementando il grado di fragilità finanziaria dell'intero sistema.

In occasione di particolari eventi di natura finanziaria o macroeconomica il difficile equilibrio si rompe improvvisamente, il grado di fiducia cala drasticamente e i mercati sono

investiti da ondate di ordini di vendita, che provocano in poche ore flessioni di rilevante entità. Il mercato si trova così condizionato da una influenza di tipo asimmetrico, con processi di crescita relativamente lenti cui possono far seguito improvvise e accentuate cadute.

I principali strumenti a disposizione delle autorità di vigilanza sono l'interruzione delle contrattazioni, l'obbligo di depositi cauzionali a garanzia dell'esecuzione delle operazioni e la manovra sui costi di transazione.

L'interruzione delle contrattazioni rappresenta senza dubbio il più importante strumento con cui l'autorità di vigilanza può intervenire per contrastare le fasi di elevata instabilità. In situazioni di estrema tensione sui prezzi essa infatti limita il rischio di contropartita e la perdita di fiducia assicurando una pausa di riflessione che permette agli investitori di valutare correttamente la situazione di mercato senza essere travolti dal precipitare degli eventi.

La velocità con cui le informazioni ricevute influenzano l'azione degli investitori cresce rapidamente in situazioni di tensione, con il rischio di generare distorsioni ed asimmetrie informative che alimentano l'instabilità. Nell'arco di tempo che precede la riapertura dei mercati le autorità di vigilanza dei mercati azionari, quelle monetarie e quelle governative possono indirizzare precisi segnali, diretti anche a garantire l'uniformità informativa degli investitori, con positivi effetti sulla formulazione delle strategie di azione di questi ultimi.

La sospensione delle contrattazioni consente inoltre di contrastare l'opinione che il mercato sia in grado di essere *comunque* liquido e capace di assorbire anche la presenza di massicci volumi di ordini da un unico lato.

Per risultare valida, la sospensione deve però avere un carattere di eccezionalità e la sua durata deve essere ridotta alla minima indispensabile. Tale misura rende infatti impossibile l'esecuzione degli ordini e la liquidazione dei portafogli, arresta il processo di determinazione del prezzo e, nei mercati finanziari più evoluti, impedisce l'attività di arbitraggio con i mercati degli strumenti derivati (*futures* e *options*). Un suo impiego al di là dello stretto necessario può quindi provocare sui conti degli operatori scompensi nettamente superiori ai vantaggi che può offrire al mercato.

La presenza di un sistema di margini di garanzia da versare a garanzia dell'esecuzione delle operazioni rappresenta un elemento strutturale cui le autorità di vigilanza possono far ricorso per fronteggiare le situazioni di instabilità. Negli Stati Uniti è tuttora in atto un dibattito teorico sull'influenza che le variazioni dei margini hanno esercitato sull'andamento della volatilità. Se non è chiaro il loro contributo complessivo, non ci sono molti dubbi, almeno per quanto riguarda il nostro mercato, sulla loro utilità nella riduzione del rischio di contropartita nell'attività di intermediazione. La presenza di un sistema di margini assicura una maggior stabilità agli intermediari, che risultano almeno in parte garantiti dal rischio che i committenti delle operazioni non possano adempiere alle obbligazioni contratte per mancanza di mezzi finanziari o per l'impossibilità di consegnare i titoli in tempo utile.

A livello teorico è stata avanzata la proposta di incrementare il costo delle transazioni, da attuarsi con misure di carattere tributario. Tale proposta viene motivata con l'esigenza di individuare uno strumento che discrimini l'attività di scambio frenetica, ritenuta di carattere speculativo e potenzialmente destabilizzante, da quella orientata al medio periodo. In situazioni di tensione si scoraggerebbero così quegli investitori dominati da ottiche di breve periodo, a tutto vantaggio della stabilità del mercato.

La realtà contraddice completamente questa impostazione. Per far fronte in modo efficace alle situazioni di tensione sperimentate negli ultimi anni il livello dei costi di transazione dovrebbe infatti essere così elevato da pregiudicare l'operatività del mercato in condizioni «normali». In secondo luogo il processo di integrazione su base internazionale sta portando le borse ad una situazione di concorrenza che non è più limitata ai titoli, ma si estende alle strutture di mercato, ai sistemi di regolamentazione e anche alle normative tributarie. La linea di tendenza della maggior parte dei mercati è infatti quella di una progressiva riduzione delle imposizioni sulle transazioni e di una rapida liberalizzazione delle commissioni da corrispondere agli intermediari.

L'attività di intervento della Consob si conforma, come è ovvio, alle particolarità del mercato azionario italiano. La struttura di liquidazione su base mensile, che ne fa un mer-

cato a termine, condiziona la determinazione delle misure di intervento sui due livelli sistematico e specifico.

Per quanto riguarda il campo degli interventi diretti a salvaguardare la stabilità dell'intero mercato, la Consob ha a propria disposizione un adeguato numero di strumenti di intervento, da graduare a seconda delle diverse situazioni. Fatta salva la possibilità di ricorrere in casi estremi di assoluta gravità all'interruzione generalizzata delle contrattazioni, i principali strumenti sono il divieto di effettuare vendite allo scoperto, la manovra dei depositi di garanzia sulle operazioni di acquisto e vendita, la variazione dello scarto di garanzia per le operazioni di riporto, il blocco delle contrattazioni del «durante» e il divieto di esecuzione degli *stop loss orders*.

La vendita allo scoperto consiste nella cessione di titoli da parte di investitori che ne sono al momento sprovvisti. Essi ritengono che tali titoli siano sopravvalutati dal mercato, e cercano di ricavarne un utile ricoprendosi prima della chiusura del ciclo operativo con un acquisto a prezzi inferiori.

Le vendite allo scoperto influenzano l'attività del mercato in due modi. Esse consentono infatti una più ampia diversificazione delle scelte di portafoglio e un più rapido aggiustamento dei prezzi alle nuove informazioni, con effetti positivi sulla liquidità del mercato e sull'efficienza del processo di determinazione dei prezzi. In particolari condizioni, di instabilità la presenza di rilevanti flussi di vendite allo scoperto effettuate «in tendenza», con finalità di speculazione al ribasso, può però accentuare pericolosamente la variabilità del mercato, innescando un processo di diffusione di aspettative negative e di pressione verso il basso dei corsi. In un mercato già orientato al ribasso per cause esterne, un massiccio e costante flusso di vendite allo scoperto contribuisce a determinare il calo dei prezzi, ad accentuarne la velocità di caduta e ad incrementarne la volatilità.

L'influenza negativa sui prezzi derivante da vendite allo scoperto in tendenza può essere contrastata da norme che ne disciplinano l'effettuazione. Negli Stati Uniti è prevista la normativa della *uptick-rule* che, di fatto, impedisce una pressione speculativa al ribasso. La norma vieta infatti le vendite allo scoperto che siano effettuate ad un prezzo inferiore all'ultimo segnato o pari ad esso nel caso in cui l'ultima variazione sia stata di segno negativo. Questo impedisce l'effetto negativo sui prezzi senza limitare la possibilità di operazioni in controtendenza che possono incidere favorevolmente sulla liquidità del mercato.

Tale normativa non è comunque immune da controindicazioni, dal momento che è orientata a favorire un mercato al rialzo, rallenta l'aggiustamento dei prezzi alle nuove informazioni e rende più difficoltose le operazioni di arbitraggio con i mercati derivati di *futures* e *options*.

La configurazione attuale del mercato azionario italiano, ancora basato per la maggior parte dei titoli su una struttura ad asta a chiamata, non consente di ipotizzare l'adozione di norme come quella statunitense, disegnate per risultare pienamente efficaci su mercati ad asta continua. Le determinazioni della Consob sono pertanto state dirette su tre linee.

La prima, concretizzatasi nell'ottobre 1990, consiste nella acquisizione e nella diffusione sistematica delle posizioni di vendita allo scoperto. In questo modo si è inteso accrescere il grado di trasparenza del mercato e dell'omogeneità informativa degli operatori, per assicurare parità di condizioni a tutti i partecipanti al mercato.

In secondo luogo si è previsto di vietare le vendite allo scoperto sull'intero mercato in particolari condizioni di tensione, legate a fattori di instabilità finanziaria su scala interna e internazionale.

Come terza misura si è deciso di valutare l'opportunità di ricorrere al divieto delle vendite allo scoperto su singoli titoli come primo intervento in situazioni in cui l'andamento dei corsi e la presenza di particolari informazioni sulla società emittente lascino supporre la necessità di un intervento da parte dell'autorità di vigilanza.

L'obbligo di determinazione di depositi di garanzia da parte degli investitori costituisce il secondo strumento di cui la Consob si serve per interventi di portata generale diretti a garantire la stabilità del mercato. Tale misura è volta a limitare il rischio di contropartita che interessa l'attività di intermediazione. Gli intermediari sono infatti soggetti ai rischi di mercato e di regolamento qualora i committenti non dispongano dei fondi necessari o non siano in grado di consegnare in tempo utile i titoli oggetto delle operazioni.

La disciplina dei depositi di garanzia è particolarmente sviluppata nella regolamentazione dei mercati di prodotti derivati delle più avanzate piazze finanziarie. I mercati di *futures* prevedono una serie di obblighi di *margin requirements*, in base ai quali gli operatori devono depositare una quota iniziale del valore del contratto che deve essere reintegrata ogni volta che il processo di ricalcolo giornaliero delle singole posizioni, il cosiddetto *marking to market*, lo richiama.

Nel nostro paese la normativa prevedeva che, ai fini di contrastare il rischio di mercato, gli investitori fossero tenuti a depositare presso gli intermediari una somma complessiva pari al 100% del valore dell'operazione nel caso di ordini di acquisto o a consegnare materialmente i titoli nel caso degli ordini di vendita. È stato osservato che un criterio di adeguamento dinamico della quota da versare avrebbe consentito strategie di portafoglio più flessibili ed efficienti. La fissazione di margini differenziati avrebbe però inciso negativamente sulla standardizzazione delle modalità di intermediazione, e avrebbe senza ombra di dubbio aggravato gli adempimenti amministrativi di cui devono farsi carico gli intermediari. Si è pertanto preferito agire consentendo agli investitori, una volta versato un deposito iniziale pari almeno al 50% del valore dell'operazione, di differire il completamento del deposito di garanzia fino al giorno precedente quello dei riporti del ciclo borsistico interessato. Tale livello è ritenuto sufficiente per la copertura del rischio di mercato nell'ipotesi verosimile che la variazione attesa all'interno di un ciclo mensile di borsa non possa superare appunto il livello del 50%.

La copertura dal rischio di regolamento, che nasce dalla possibilità che il committente, pur disponendo dei mezzi finanziari o dei titoli, non sia in grado di consegnarli tempestivamente all'intermediario, è stata disciplinata con la determinazione che impone ai committenti la consegna dei titoli agli intermediari entro il giorno precedente quello dei riporti.

In tutti i casi in cui il committente non provveda all'integrazione del deposito o alla consegna dei titoli l'intermediario è tenuto, entro il termine della chiusura del mese borsistico, a liquidare la posizione.

Un altro strumento utilizzato dalla Consob in situazioni di particolare instabilità del mercato è dato dalla possibilità di manovrare lo scarto di garanzia dei contratti di riporto. In presenza di una flessione generalizzata dei corsi gli operatori rischiano infatti di essere spinti a porre in atto un consistente flusso di vendite finalizzato al conseguimento della liquidità necessaria per far fronte ai propri impegni di liquidazione. Questo flusso di vendite contribuirebbe a squilibrare ulteriormente il mercato, sommandosi al già consistente livello degli ordini di vendita.

In una situazione come quella descritta, la riduzione dello scarto di garanzia sui contratti di riporto limita le conseguenze negative nei confronti degli operatori, con particolare riferimento alla stabilità degli intermediari mobiliari.

Come accennato in precedenza, la Consob ha a propria disposizione altri strumenti da utilizzare per interventi sul mercato azionario, cui però non ha finora fatto ricorso in maniera sistematica.

In situazioni di particolare tensione si potrebbe infatti decidere di limitare le contrattazioni nella sede dell'asta a chiamata, vietando gli scambi nelle fasi di cosiddetto «durante». Questa determinazione sarebbe giustificata dalla volontà di concentrare gli scambi in un'unica sede, evitando la loro dispersione in un più lungo arco di tempo, al fine di evitare una eccessiva variabilità del prezzo. Una decisione più sfumata potrebbe essere quella di avviare subito le contrattazioni con una asta a chiamata, escludendo gli scambi tra intermediari che la precedono. Una volta dato al mercato un segnale di prezzo consistente, si potrebbe dar seguito agli scambi del «durante» con minor timore di brusche oscillazioni dovute a fasi di tensione o di manipolazione. Questo tipo di intervento può essere effettivamente utile a ristabilire condizioni di certezza nella determinazione dei prezzi, ma va notato che il progressivo passaggio dei titoli alla contrattazione telematica tenderà ad annullarne le possibilità di applicazione.

Una ulteriore possibilità di intervento, mutuata dalle esperienze dei mercati più avanzati, è costituita dalla possibilità di vietare, per i titoli negoziati su base telematica, l'inoltro di *stop loss orders*, uno degli strumenti caratteristici delle strategie di *portfolio insurance*. Con uno *stop loss order* un investitore incarica un intermediario di vendere un determinato titolo

quando il prezzo di quest'ultimo scende sotto un livello prefissato. In condizioni di particolare tensione, l'insieme dei flussi di ordini di vendita provenienti da numerosi investitori esercita una forte pressione sui prezzi, con il rischio di innescare un processo a cascata che si può estendere anche all'intero mercato.

L'attività delle autorità di controllo non si esplica solo a livello sistemico, ma prevede la possibilità di misure dirette a intervenire, quando se ne verifichi la necessità, su singoli titoli. In questo caso la finalità primaria dell'intervento non è tanto la stabilità del mercato, quanto piuttosto la tutela del risparmio, che si configura nella necessità di evitare che tra gli investitori si verifichi una situazione di disparità informativa.

La presenza di asimmetria nel grado di informazione opera di solito a danno degli investitori meno protetti, che non sono posti nelle condizioni di acquisire tempestivamente le informazioni rilevanti e di conformare ad esse la propria attività sul mercato.

L'esigenza di garantire l'omogeneità informativa è alla base della regolamentazione normativa in vigore nella maggior parte dei mercati azionari, che prevede da un lato le politiche di *disclosure* e dall'altro la repressione dei fenomeni di *insider trading*. Questo sistema di regolamentazione non può però prescindere dalla possibilità di un intervento tempestivo e diretto sul mercato, volto ad impedire il verificarsi di irregolarità e il dispiegarsi dei loro effetti a livello generale.

Per questa ragione la legge, oltre alla disciplina dell'informativa societaria e alla repressione dello sfruttamento illecito di informazioni riservate, attribuisce alla Consob la facoltà di intervenire con misure che possono limitare, in tutto o in parte, le contrattazioni di determinati titoli.

L'intervento è di norma subordinato al verificarsi di un andamento irregolare degli scambi in presenza di condizioni di irregolarità delle notizie relative alla società emittente. La normativa attuale prevede che le contrattazioni nel «durante» possano essere sospese quando il prezzo subisce una variazione del 5%; se la variazione supera il 10% la sospensione è obbligatoria. Il regolamento per la contrattazione telematica, che sarà man mano applicato alla maggior parte dei titoli del listino, prevede la sospensione automatica delle contrattazioni di un titolo quando la variazione rispetto al prezzo di riferimento del giorno precedente sia superiore al 10%. Una analoga procedura automatica blocca per quindici minuti gli scambi quando la variazione tra due prezzi successivi superi la soglia del 2%; una volta trascorsa la pausa, il sistema riavvia gli scambi con una nuova fase di apertura.

La situazione di irregolarità degli scambi è tuttavia riscontrabile anche al di fuori di schemi predeterminati, quando il prezzo del titolo subisca significative ed improvvise variazioni che non siano in linea con l'andamento generale del mercato e che risultino spesso accompagnate da un andamento anomalo dei volumi trattati. Quando ciò è collegabile ad irregolarità delle informazioni, intendendo in tal senso la presenza di voci non confermate o di notizie incomplete su importanti eventi di vita societaria (acquisizioni, fusioni, decisioni di investimento, divulgazione dei risultati di esercizio), è estremamente probabile che tra gli investitori sia presente una diffusa asimmetria informativa, che genera rilevanti disparità a danno dei meno informati.

L'intervento dell'autorità di vigilanza deve tendere a ristabilire condizioni ordinate di liquidità e omogeneità informativa. Una volta determinata l'irregolarità della situazione, è pertanto opportuno intervenire con interventi volti a limitare l'operatività sui titoli (che possono andare dalla sospensione delle vendite allo scoperto per il singolo titolo al blocco delle contrattazioni nel «durante»), prevedendo anche di arrivare, nei casi più rilevanti, alla vera e propria sospensione dalle contrattazioni.

La sospensione delle contrattazioni deve servire però unicamente a consentire la diffusione tempestiva e completa dei chiarimenti in merito alle notizie irregolari, in modo che tutti gli investitori possano valutare correttamente la situazione di mercato. Se la sospensione non ha carattere temporaneo si vanifica l'esigenza della tutela del risparmio, in quanto viene meno la funzione principale del mercato, che è quella di fornire liquidità, e proprio gli investitori più piccoli risultano maggiormente discriminati.

Il ruolo della sospensione dei titoli risulta quindi unicamente strumentale e sussidiario alla determinazione di quelle condizioni di parità informativa che devono caratterizzare la normale evoluzione dell'andamento del mercato azionario.

4. L'assetto istituzionale della borsa italiana

La rapida evoluzione delle condizioni di funzionamento dei mercati, che ha posto in primo piano l'efficienza delle strutture e la loro flessibilità, ha spinto la maggior parte dei paesi europei ad adottare importanti misure di riforma dell'assetto istituzionale dei mercati mobiliari. Anche i paesi come Francia e Spagna, i cui sistemi finanziari erano come il nostro orientati agli intermediari bancari piuttosto che al mercato azionario, stanno realizzando riforme strutturali dei mercati mobiliari volte ad aumentarne l'efficienza e agevolare l'integrazione sul piano internazionale. Un elemento importante della riforma è costituito dall'equilibrio tra le esigenze di efficienza e stabilità del mercato, affidate a forme di autogoverno degli intermediari, e la tutela di interessi pubblici, affidati ad un organismo pubblico.

In Francia, il compito di regolare il funzionamento della borsa e di tutelare gli interessi dei soggetti coinvolti è stato distribuito fra tre diversi organismi, due dei quali sono di natura privata, il *Conseil de Bourse* e la *Société des Bourses*, e uno di natura pubblica, la *Commission des Opérations de Bourse* (COB).

Al *Conseil de Bourse* sono affidate le funzioni di regolamentare e di controllare gli intermediari di borsa, stabilendo le norme relative a ingresso sul mercato, vigilanza, sospensione e radiazione, e quelle in merito ad ammissione alle negoziazioni e revoca di valori mobiliari.

Il funzionamento quotidiano del mercato è assicurato dalla *Société des Bourses Françaises*, che rappresenta il braccio operativo del *Conseil de Bourse*, essendo dotata delle strutture organizzative e di personale necessarie per effettuare in maniera tempestiva ed efficace i controlli e gli interventi sul mercato.

L'organismo pubblico di vigilanza, la *Commission des Opérations de Bourse*, conserva la funzione di supervisione del buon funzionamento dei mercati e ha visto rafforzati i suoi compiti di vigilanza sulla protezione del risparmio investito in valori mobiliari e sull'informazione degli investitori.

In Spagna, il legislatore sta orientando l'assetto istituzionale e regolamentativo del mercato mobiliare verso il modello francese, attraverso la trasformazione degli agenti di cambio in società di intermediazione mobiliare e la creazione di organismi privati (*Sociedad Receptoras de las Bolsas*) che assumono compiti di direzione e amministrazione delle borse e di controllo del funzionamento del mercato. Anche nel mercato mobiliare spagnolo l'organismo pubblico di vigilanza ha prevalentemente compiti di supervisione e di indirizzo dell'autoregolamentazione del mercato e di tutela di interessi pubblici.

Una delle caratteristiche fondamentali degli assetti istituzionali che si sono determinati in questi paesi consiste nel conferimento del ruolo di autogoverno ad organismi del mercato mobiliare, creati dagli intermediari di concerto con le autorità pubbliche.

In Italia, grazie ai provvedimenti legislativi adottati in questi ultimi due anni, si è iniziato un processo di riforma dei mercati mobiliari che va nella stessa direzione intrapresa dalle altre piazze finanziarie europee. In particolare la legge 1/1991 ha profondamente innovato la natura degli intermediari mobiliari e ha posto le premesse per una riforma dei mercati. La trasformazione degli intermediari mobiliari consente di avere sul mercato soggetti non soltanto dotati della solidità patrimoniale e della affidabilità necessarie, ma anche in grado di assumere un ruolo di maggiore responsabilità e iniziativa nei confronti degli obiettivi di stabilità e di efficienza del mercato.

A tale riguardo la legge 1/1991 ha previsto l'istituzione di un nuovo organismo di borsa, il Consiglio di borsa, formato in prevalenza da rappresentanti delle SIM e delle banche autorizzate allo svolgimento dell'attività di intermediazione mobiliare, che dovranno farsi carico degli oneri relativi alla copertura dei fabbisogni finanziari e alla dotazione del personale. Al Consiglio di borsa è trasferita la titolarità dei poteri e delle attribuzioni già spettanti alle Camere di commercio, ai Comitati direttivi degli agenti di cambio, alle Commissioni per il listino e alle Deputazioni di borsa. Questi ultimi tre organismi saranno soppressi una volta che il Consiglio di borsa avrà assunto le sue funzioni.

I poteri attribuiti al Consiglio di borsa sono limitati e riguardano essenzialmente gli aspetti logistici e funzionali delle borse valori. La Consob ha però la facoltà di delegare al

nuovo organismo alcuni poteri e attribuzioni relativi all'organizzazione e al funzionamento delle borse valori.

L'istituzione del Consiglio di borsa, pur non prevedendo un mutamento sostanziale della ripartizione dei compiti tra i diversi organismi, può rappresentare un significativo punto di riferimento per lo sviluppo del ruolo degli intermediari nei confronti del funzionamento e della stabilità del mercato.

In primo luogo, il Consiglio di borsa centralizza una serie di competenze finora segmentate presso diversi organi aventi natura e caratteristiche non omogenee. In secondo luogo, esso può dotarsi di un'organizzazione e di regole di funzionamento flessibili in grado di adeguarsi all'evoluzione delle necessità operative del mercato. Infine, esso dispone di fonti di finanziamento autonome, basate sulla capacità di contribuzione degli intermediari mobiliari rappresentati, che hanno la natura giuridica e i capitali adeguati per sostenere uno sviluppo dei compiti e delle funzioni del Consiglio stesso.

Grazie a queste caratteristiche è possibile che, nell'ambito della legislazione vigente, venga progressivamente attribuita al Consiglio di borsa una funzione di autoregolamentazione del mercato, in linea con le analoghe esperienze dei principali paesi europei.

La legge 1/1991 inoltre ha introdotto nell'assetto istituzionale italiano un primo elemento di decentramento delle funzioni di garanzia del buon funzionamento delle contrattazioni e di tutela dell'efficienza e stabilità del mercato. La legge prevede che la Consob possa autorizzare l'istituzione di nuovi mercati mobiliari per la trattazione di valori mobiliari non quotati in borsa o negoziati sul mercato ristretto che nascano per iniziativa degli intermediari. Rispetto a questi mercati la Consob si troverebbe a svolgere un ruolo di autorizzazione e di supervisione, mentre i compiti di organizzazione e di garanzia del funzionamento del mercato potrebbero essere affidati a un Comitato di gestione composto dagli intermediari.

Pur nei limiti dell'attuale quadro legislativo, esistono gli spazi per un'evoluzione dell'assetto istituzionale del mercato mobiliare italiano verso un modello che tenda a responsabilizzare il mercato rispetto agli obiettivi di efficienza e di solidità di cui sono portatori principalmente gli operatori, e che consenta di concentrare la funzione di vigilanza dell'autorità di controllo sulla tutela di quegli interessi generali che richiedono un ruolo e poteri di natura pubblica.

Le nuove leggi sull'*insider trading* e sulle offerte pubbliche di acquisto hanno ampliato i compiti della Consob riguardo agli obiettivi di tutela del risparmio, di garanzie sulla diffusione e sulla qualità dell'informazione, nonché sul controllo dell'uso corretto delle informazioni privilegiate.

La complessità di questi compiti, in particolare in un mercato sempre più sofisticato e aperto alla competizione internazionale, pone anche un problema di adeguatezza delle strutture e delle modalità organizzative dell'organismo di controllo.

In tutti i principali paesi, l'evoluzione innovativa dei mercati mobiliari e la loro crescente integrazione hanno fatto emergere l'esigenza di dotare le autorità di vigilanza di strutture adeguatamente efficienti e flessibili per svolgere con efficacia i compiti sempre più ampi e complessi loro assegnati. A tal fine, un aspetto di grande rilevanza è dato dalla disponibilità per le autorità di vigilanza di mezzi finanziari adeguati, sia nella dimensione che nelle modalità, alle esigenze di efficienza e di qualificazione delle strutture e del personale. In particolare, le autorità di vigilanza hanno l'esigenza di programmare con una certa autonomia flussi pluriennali di finanziamento per potersi impegnare nei necessari progetti di investimento e di reclutamento del personale. Nel caso di finanziamento da parte dello Stato, tali flussi potrebbero essere condizionati dalla situazione complessiva dei conti statali. Per rispondere a queste esigenze, in molti paesi è stato consentito alle autorità di vigilanza dei mercati mobiliari di ricorrere a forme di autofinanziamento.

Le istituzioni che fanno ricorso all'autofinanziamento raccolgono fondi sia sotto forma di commissioni, pagate da chi effettua operazioni che necessitano di un'autorizzazione o di un riconoscimento da parte dell'autorità di vigilanza, sia sotto forma di canoni periodici pagati dagli intermediari o dalle categorie di operatori sottoposti a vigilanza continuativa.

È importante notare che nella maggior parte dei paesi in cui è previsto il pagamento di queste commissioni e canoni, i fondi raccolti sono sufficienti, e spesso più che sufficienti, al

finanziamento dell'attività dell'organismo di vigilanza, evitando quindi qualunque onere aggiuntivo per lo Stato.

I principali paesi in cui le autorità di vigilanza del mercato mobiliare si finanziano autonomamente tramite l'applicazione di tariffe sono il Regno Unito, la Spagna e la Francia, mentre negli Stati Uniti è allo studio un progetto di riforma della SEC che consenta che i fondi che già essa raccoglie attraverso le commissioni pagate dagli operatori costituiscano direttamente una fonte di finanziamento per la SEC senza che intervenga il potere discrezionale del Dipartimento per il Tesoro.

La legge 1/1991 introduce una prima forma di autofinanziamento per la Consob, che consiste nel contributo alle spese di tenuta dell'albo che i promotori di servizi finanziari dovranno versare alla Consob al momento della presentazione della domanda per l'iscrizione all'albo e annualmente per il mantenimento dell'iscrizione. Essendo limitata ai promotori di servizi finanziari, questa forma di autofinanziamento non rappresenta un mutamento sostanziale nelle modalità di finanziamento della Consob. È però rilevante l'introduzione del principio che la prestazione di servizi da parte della Consob nei confronti di categorie di operatori possa prevedere un corrispettivo finanziario.

Pur mancando in Italia esperienze significative di autofinanziamento degli organismi pubblici di vigilanza comparabili a quelle di altri paesi, il principio dell'autofinanziamento non è estraneo alla tradizione del nostro ordinamento.

La legge bancaria del 1936, nell'art. 18, stabiliva che le aziende di credito e gli istituti ed enti sottoposti alla legge stessa contribuissero alle spese di gestione e di amministrazione dell'organo di vigilanza, l'Ispettorato per la difesa del risparmio e l'esercizio del credito, nella misura e con norme da determinarsi. L'Ispettorato fu però soppresso nel 1944 e le sue funzioni attribuite prima al Ministro del tesoro ed in seguito alla Banca d'Italia, senza l'attivazione della norma di autofinanziamento.

È da segnalare anche che la legge 576/1982, istitutiva dell'ISVAP, ha attribuito a tale organismo il contributo di vigilanza versato dalle compagnie di assicurazione. Il contributo di vigilanza è previsto dall'art. 67 del Testo unico sulle assicurazioni che stabilisce che l'INA e le imprese di assicurazione e di capitalizzazione debbano pagare annualmente al Ministero dell'industria un contributo di vigilanza per le assicurazioni stipulate o eseguite nel territorio nazionale. La legge 576/1982 ha disposto che tale contributo di vigilanza costituisca il finanziamento dell'ISVAP. Il contributo viene pertanto riscosso dal Ministero dell'industria che stanziava a sua volta annualmente un fondo per il sostentamento dell'attività dell'Istituto.

5. Le politiche di dismissione delle partecipazioni pubbliche e il mercato mobiliare

Nel dibattito sulla politica economica italiana sta assumendo un ruolo centrale la questione della possibile dismissione totale da parte dello Stato di partecipazioni mobiliari al fine di realizzare una estesa operazione di privatizzazione.

Le scelte che verranno realizzate a livello politico riguardo alla portata ed alle modalità di tale operazione sono strettamente collegate all'assetto attuale e alle dinamiche del mercato mobiliare. È quindi opportuno, da un lato, valutare quali possono essere i possibili effetti delle operazioni di dismissione di partecipazioni mobiliari pubbliche sulle prospettive di sviluppo del mercato mobiliare, e dall'altro, esaminare le condizioni di fattibilità di tali operazioni alla luce delle attuali condizioni del mercato mobiliare, anche al fine di individuare possibili misure di accompagnamento.

Condizione preliminare per la realizzazione del passaggio a privati di una quota della proprietà dell'impresa è la trasformazione della forma giuridica delle società da privatizzare in società per azioni.

Sul piano legislativo sono già state prese le disposizioni necessarie per consentire la trasformazione societaria delle entità economiche di proprietà pubblica. La legge Amato relativa al settore bancario ha messo in atto una ristrutturazione delle banche di proprietà pubblica che può consentire, dopo la trasformazione in società per azioni, il collocamento sul mercato di quote, rilevanti seppure minoritarie, del loro capitale.

La legge di accompagnamento della legge finanziaria per il 1992 regola la trasformazione degli enti di gestione delle partecipazioni statali e gli altri enti pubblici economici in società per azioni. La legge indica come linea di indirizzo generale il principio dell'ampia e durevole diffusione delle partecipazioni tra il pubblico mediante operazioni di collocamento delle quote di proprietà dello Stato sul mercato finanziario e presso investitori istituzionali.

Date le dimensioni delle realtà economiche interessate da questi provvedimenti, i potenziali effetti delle operazioni di collocamento di azioni sul mercato mobiliare sono rilevanti. Anche nel caso della semplice cessione di quote di minoranza, che si configura in realtà come un semplice collocamento di valori mobiliari piuttosto che come una effettiva privatizzazione, l'ampliamento dell'offerta di titoli può giovare al mercato azionario.

Il collocamento sul mercato della maggioranza del capitale delle imprese privatizzate rappresenta però l'ipotesi più interessante e più ricca di implicazioni per le prospettive di sviluppo del mercato azionario. L'esperienza estera indica infatti che i programmi di privatizzazione hanno assunto un ruolo rilevante solo quando si è realizzato il passaggio del controllo delle imprese al settore privato.

Questo tipo di operazioni possono stimolare la crescita e la maturazione del mercato azionario, attraverso un rafforzamento tanto della domanda quanto dell'offerta di titoli.

Dal lato della domanda, di particolare importanza appare la possibilità di ampliare la diffusione dell'azionariato, coinvolgendo nel finanziamento del capitale di rischio delle imprese quote di risparmio delle famiglie attualmente orientate prevalentemente all'acquisto di titoli del debito pubblico. Dal lato dell'offerta, la vendita al pubblico di quote di società privatizzate potrebbe comportare un accrescimento delle dimensioni del mercato azionario, sia riguardo al volume di titoli quotati, sia riguardo al numero di entità economiche rappresentate. Attualmente in Italia le dimensioni del mercato azionario sono inadeguate alla funzione che il mercato stesso dovrebbe svolgere nell'economia. Il rapporto tra capitalizzazione di borsa e PIL a fine 1991 è di circa il 12% a fronte di percentuali superiori all'80% nel Regno Unito e in Giappone, pari a circa il 60% negli USA e comprese tra il 20% e il 40% negli altri principali partner comunitari. Anche il numero delle società quotate è estremamente limitato: a fine 1991 sulla borsa di Milano si contavano 231 società, rispetto alle 437 di Madrid, alle 497 di Amsterdam, alle 667 tedesche, alle 782 di Parigi, e alle 2460 di Londra. Si consideri inoltre che circa 100 società quotate a Milano appartengono ai primi 10 gruppi e che quindi il numero di entità economiche indipendenti rappresentate in borsa è notevolmente inferiore.

Il raggiungimento degli effetti positivi ricordati è però subordinato alla possibilità che il mercato sia in grado di accogliere le dismissioni senza creare turbative e tensioni sull'andamento delle negoziazioni. Dato il volume ingente di titoli da collocare è infatti possibile che lo squilibrio tra offerta e domanda deprima eccessivamente il mercato, scoraggiando l'afflusso di risparmio. Per realizzare quindi una politica di privatizzazione attraverso l'offerta al pubblico di ampie quantità di titoli è necessario valutare con attenzione le dimensioni del mercato e le modalità e i tempi di collocamento.

Per quanto riguarda le dimensioni del mercato mobiliare italiano la capitalizzazione del 1991, pari a 178 mila miliardi di lire, è notevolmente inferiore al massimo storico del 1989 quando è stata superiore a 215 mila miliardi. La raccolta di denaro fresco in borsa da parte di società quotate è stata pari in media negli ultimi 5 anni a 6000 miliardi l'anno, e nel 1991 a meno di 5000 miliardi. Se si considera inoltre che, secondo alcune stime, circa il 60% delle azioni è in realtà bloccato nei pacchetti di controllo e non è quindi scambiato sul mercato, il valore dei titoli effettivamente in circolazione, il cosiddetto «flottante», era stimabile a fine 1991 in circa 70 mila miliardi. Allo stesso modo, la stima del denaro fresco destinato negli ultimi 5 anni dal mercato alle società in occasione degli aumenti di capitale può essere valutata in 2000 miliardi l'anno, una volta sottratta all'ammontare totale la quota versata dagli azionisti di controllo.

Alla luce di queste considerazioni, la realizzazione di operazioni di privatizzazione per un valore di diverse migliaia di miliardi può quindi incontrare notevoli difficoltà a causa degli attuali limiti dimensionali e qualitativi del mercato mobiliare italiano.

La profonda trasformazione che il mercato azionario italiano sta vivendo in questi anni sia dal punto di vista strutturale che organizzativo può però contribuire a creare condizioni più favorevoli per la realizzazione delle privatizzazioni. La legge 1/1991 e la normativa secondaria emanata da Banca d'Italia e Consob hanno posto le condizioni per un miglioramento dell'efficienza e della stabilità del mercato. In primo luogo, l'obbligo di concentrazione degli scambi in borsa garantisce centralità al mercato regolamentato e consente una maggiore rappresentatività e certezza dei prezzi che si determinano in borsa. Inoltre, i requisiti di struttura societaria e patrimoniali richiesti alle SIM conferiscono maggiore solidità ed efficienza agli intermediari, ponendo le premesse per uno sviluppo dell'industria dei servizi di intermediazione mobiliare. Infine, l'esercizio da parte della Consob del potere, affidatole dalla legge, di procedere alla riforma tecnico-organizzativa dei mercati consente di dotare il mercato delle strutture necessarie per un suo sviluppo quantitativo e qualitativo. Questo complesso di disposizioni, cui si aggiungono gli importanti provvedimenti legislativi riguardanti l'*insider trading* e le OPA, rende possibile una crescita del volume degli scambi, un più elevato grado di efficienza e una maggiore chiarezza e trasparenza dei prezzi e delle informazioni sulle società quotate.

È opinione della Consob che, nonostante gli attuali limiti dimensionali e di maturazione, sia possibile realizzare operazioni che utilizzino il mercato azionario come veicolo per il trasferimento della proprietà dallo Stato ai risparmiatori, a condizione che queste operazioni vengano effettuate in un'ottica di gradualità e flessibilità e che siano predisposte opportune misure di accompagnamento.

Per poter sfruttare appieno le potenzialità di sviluppo del mercato insite nei processi di riforma in atto e che potrebbero essere rafforzati dalle operazioni di privatizzazione, la scelta delle modalità e dei tempi di collocamento deve consentire di conciliare l'obiettivo di vendere le azioni delle società pubbliche con l'esigenza di non turbare l'equilibrio del mercato. Tra le varie modalità di collocamento si potrebbe utilizzare anche l'emissione di warrant, collegati a titoli di stato, che diano diritto ad acquistare le azioni delle società da privatizzare. Si potrebbe prevedere che l'azione di compendio possa essere acquistata in cambio della restituzione del titolo di stato piuttosto che dietro corrispettivo monetario. La formula del warrant, rispetto al collocamento immediato e diretto della totalità dei titoli azionari, consente la diluizione dell'offerta in un arco di tempo più ampio, lasciando ai risparmiatori una maggiore libertà di scelta, tenendo conto sia delle disponibilità di risparmio, sia dell'andamento del mercato. Per poter realizzare il collocamento di titoli di stato con warrant è però necessario che il mercato sia in grado di formulare previsioni fondate sull'andamento della quotazione di borsa dei titoli azionari oggetto del potenziale esercizio del warrant. Questo implica che tali titoli siano già stati ammessi alla quotazione in un ragionevole lasso di tempo prima dell'emissione dei titoli di stato con warrant.

Per quanto riguarda le possibili misure di accompagnamento alla politica di privatizzazione, sembra opportuno intervenire soprattutto nella direzione di favorire e sostenere la domanda di azioni da parte dei risparmiatori. La domanda di azioni è strutturalmente debole in Italia anche per la mancanza di uno spettro sufficientemente ampio e articolato di investitori istituzionali che siano in grado di offrire i vantaggi di professionalità ed efficienza necessari per operare sui moderni mercati mobiliari. Negli altri principali paesi, il processo di istituzionalizzazione del risparmio, che ha visto un progressivo spostamento della proprietà azionaria dai singoli individui ai grandi investitori istituzionali, ha svolto un ruolo trainante nei confronti dello sviluppo e della maturazione dei mercati.

In Italia, il panorama degli investitori istituzionali è limitato ai fondi comuni di investimento e alle compagnie di assicurazioni operanti nel ramo vita. Su queste ultime gravano tra l'altro vincoli normativi nella scelta delle tipologie di investimento. Si avverte in particolare la mancanza di investitori orientati al lungo periodo come i fondi pensione. Negli altri paesi questi investitori svolgono il duplice ruolo di orientare verso il mercato mobiliare il risparmio previdenziale delle famiglie, favorendo così l'allargamento della domanda di azioni. I fondi pensione possono avere un ulteriore effetto positivo di stabilizzazione del mercato nelle occasioni in cui non prevalgono strategie di gestione meramente speculative e si afferma quindi l'orientamento al lungo periodo connotato alla struttura dei loro flussi finanziari.

La regolamentazione dei fondi pensione italiani può influire positivamente sullo sviluppo del mercato azionario italiano, soprattutto se verranno concesse agevolazioni fiscali che favoriscano questa forma di destinazione del risparmio di lungo periodo delle famiglie.

Se si considera l'effetto dell'introduzione dei fondi pensione sulle possibilità di collocare i titoli delle società da privatizzare, è necessario però considerare che dopo un primo effetto di impatto derivante dall'entrata sul mercato di un nuovo soggetto istituzionale, l'ampliamento della domanda di azioni sarà necessariamente graduale. Infatti il patrimonio dei fondi pensione assume dimensioni rilevanti solo con il progressivo accumularsi dei contributi e le scelte di portafoglio si indirizzano verso il mercato azionario una volta che le dimensioni del patrimonio abbiano raggiunto un livello tale da consentire una efficace politica di diversificazione.

La politica di investimento dei fondi pensione è fortemente condizionata anche dal quadro regolamentativo e dagli eventuali limiti posti all'organizzazione funzionale e alle modalità di gestione del portafoglio. Nelle principali esperienze estere, la vitalità del settore dei fondi pensione è stata massima laddove si è lasciata ampia libertà di scelta alle modalità gestionali e ai modelli organizzativi e dove la concorrenza tra le diverse componenti ha portato ad una elevata efficienza ed alla soddisfazione di una gamma ampiamente diversificata di esigenze di risparmio.

L'introduzione dei fondi pensione rappresenta quindi una condizione necessaria per garantire un percorso di sviluppo del mercato mobiliare in un'ottica di medio-lungo periodo, ma non può portare mutamenti sostanziali nei volumi di investimenti in azioni nei primissimi anni della loro formazione. Anche il ruolo dei fondi pensione nei riguardi delle operazioni di privatizzazione deve essere visto in un'ottica di medio-lungo periodo.

Se si intende realizzare una operazione di privatizzazione che comporti il collocamento di grandi ammontari di valori mobiliari sul mercato in tempi più rapidi di quelli fisiologici di un naturale processo di sviluppo del mercato mobiliare, è quindi necessario prevedere ulteriori misure di accompagnamento, capaci di esercitare un'influenza anche nel breve periodo. In particolare potrebbe essere opportuno stimolare in maniera diretta la domanda di azioni da parte dei risparmiatori attraverso incentivi fiscali.

6. Le misure fiscali per lo sviluppo della domanda di azioni

La debolezza della domanda di azioni da parte delle famiglie costituisce, accanto alle cause che agiscono dal lato dell'offerta di azioni, una delle ragioni strutturali del limitato sviluppo del mercato azionario italiano. Le attività finanziarie delle famiglie, che pure sono cresciute a ritmi sostenuti fino al 1989, si sono indirizzate soprattutto alla sottoscrizione di titoli pubblici, trascurando in gran parte, con l'eccezione del 1985 e del 1986, gli investimenti azionari.

La domanda di azioni mediata attraverso gli investitori istituzionali, che nei principali paesi ha progressivamente integrato e in alcuni casi sostituito la domanda diretta delle famiglie, non è cresciuta sul mercato italiano in maniera considerevole. I fondi comuni di investimento hanno svolto un ruolo positivo nello stimolare la domanda di azioni, ma il loro effetto complessivo è stato limitato. Tra gli investitori istituzionali presenti sul nostro mercato, solo le assicurazioni vita stanno accrescendo il loro peso. Il loro ruolo come acquirenti di azioni è però limitato in conseguenza di vincoli amministrativi e, soprattutto, di una tradizionale prudenza nella gestione di portafoglio.

In linea con un fenomeno di portata internazionale è in atto una costante riduzione del tasso di risparmio delle famiglie italiane, che a partire dal 1989 sta riflettendosi anche sui flussi di attività finanziarie riducendo l'ammontare di risparmio destinato agli investimenti finanziari. I ridotti tassi di crescita del reddito di questi ultimi anni comprimono inoltre il livello assoluto del risparmio e scoraggiano gli investimenti finanziari a rischio. Il risultato prevedibile di questa tendenza è che anche nei prossimi anni la domanda di attività finanziarie da parte delle famiglie non potrà aumentare in misura apprezzabile. Un aumento degli acquisti di azioni trattate sui mercati regolamentati potrà venire quindi soprattutto da una

ridistribuzione degli investimenti tra le diverse attività finanziarie. Attualmente tale redistribuzione è ostacolata da fattori macroeconomici, quali il livello del debito pubblico e gli elevati tassi di interesse, e dalle debolezze strutturali proprie del mercato mobiliare, quali la carenza di investitori istituzionali e la scarsa efficienza tecnico-organizzativa del sistema di contrattazione. La rimozione di questi ostacoli richiede interventi strutturali che possono risultare efficaci nel medio-lungo periodo. È però auspicabile che accanto agli interventi strutturali siano predisposte misure di accompagnamento in grado di influenzare anche nel breve periodo la convenienza relativa dell'investimento azionario rispetto alle altre forme di investimento della ricchezza finanziaria.

Un possibile campo di intervento è quello fiscale. Il trattamento fiscale degli investimenti azionari costituisce infatti un elemento importante della loro redditività. Esso incide sulla convenienza relativa delle diverse forme di investimento finanziario ed è anche un elemento di competitività tra le diverse piazze finanziarie. Entrambi questi aspetti sono rilevanti per il mercato azionario italiano.

Per quanto riguarda la competitività internazionale, la tendenza prevalente nei principali paesi è quella di una sostanziale riduzione dei carichi fiscali sulle operazioni di borsa, che si sta realizzando attraverso la progressiva eliminazione delle imposte sulle transazioni di titoli azionari.

L'offerta di condizioni per le transazioni comparabili a quelle delle altre piazze finanziarie in termini di efficienza e di costi può contribuire a rendere competitivo il mercato italiano sia nei confronti della domanda estera sia di quella nazionale che, in un quadro di completa liberalizzazione dei movimenti di capitale, può orientarsi verso i mercati internazionali.

In tale quadro sarebbe opportuno riflettere anche sull'attuale regime di tassazione dei guadagni di capitale. I guadagni di capitale, sostanzialmente esenti per le persone fisiche fino al settembre 1990, sono oggi sottoposti ad un regime fiscale che prevede la loro tassazione in forma separata.

Sono previsti due diversi sistemi di tassazione ed è lasciata al contribuente la possibilità di scegliere ogni anno quale adottare. Il primo sistema di tipo analitico prevede l'applicazione di un'aliquota del 25% sulle plusvalenze effettivamente realizzate, per calcolare le quali è consentita la deduzione delle minusvalenze e la considerazione degli effetti inflazionistici. Il secondo sistema, di tipo forfettario, prevede un'aliquota del 15% sulle plusvalenze calcolate in maniera presuntiva sulla base dell'andamento del titolo nei nove mesi precedenti e comunque comprese tra il 2% ed il 7% del prezzo di vendita. Il regime forfettario, che per la garanzia dell'anonimato e per la maggiore semplicità è stato adottato dalla stragrande maggioranza dei contribuenti, configura in realtà una tassazione sulle transazioni, con aliquota parzialmente indicizzata, che equivale ad una sorta di superbollo che va dal 3‰ al 10.5‰ del valore delle transazioni.

Per quanto riguarda la possibilità di introdurre misure di incentivazione diretta all'investimento azionario, alcune utili indicazioni possono essere tratte dalle esperienze di altri paesi. Nel corso degli anni '80, alcuni paesi europei hanno adottato misure di agevolazione fiscale all'investimento azionario nel quadro di una più generale politica di promozione della diffusione dell'azionariato e di sviluppo dei mercati mobiliari.

Gli esempi più rilevanti di tali politiche sono quelli della Francia e del Regno Unito, dove sono stati predisposti strumenti volti soprattutto a favorire gli investimenti azionari delle famiglie. In questi paesi i processi di privatizzazione hanno rappresentato un ulteriore stimolo in questa direzione, in linea con la volontà di assicurare un'ampia diffusione tra i risparmiatori delle azioni delle società privatizzate.

Tra l'esperienza francese e quella inglese vi sono alcune importanti differenze, dovute al diverso grado di maturità dei mercati mobiliari e al diverso sistema fiscale generale vigente nel paese. Nel Regno Unito, le politiche più incisive, attuate attraverso la detassazione del reddito investito in azioni, sono state rivolte soprattutto a favorire la raccolta di capitale di rischio da parte delle imprese non ancora quotate su mercati regolamentati, pur prevedendo per gli investimenti in azioni quotate la detassazione dei rendimenti e dei guadagni di capitale. In Francia, invece, la detassazione del reddito investito in azioni è stata applicata in particolare modo per rafforzare la domanda di azioni quotate da parte delle famiglie e per sviluppare i mercati regolamentati.

Considerando il livello di sviluppo del mercato mobiliare italiano e le sue caratteristiche strutturali e istituzionali, l'esperienza di maggiore interesse sembra essere quella francese. Anche in Italia, infatti, gli strumenti di incentivazione fiscale dovrebbero essere concentrati in particolare sui titoli trattati nei mercati regolamentati. Il trattamento privilegiato di tali titoli trova giustificazione nella loro destinazione al risparmio diffuso e nella considerazione degli oneri, in particolare informativi, connessi alla quotazione che gravano sulle società. Un'azione incisiva a questo proposito potrebbe quindi contribuire ad incentivare la quotazione sui mercati regolamentati, con lo scopo di offrire alle imprese un mercato di finanziamento ampio e maturo per il capitale di rischio e ai risparmiatori uno sbocco per gli investimenti finanziari che garantisca la massima informazione e la tutela del risparmio.

In Francia è stato stimato che nei dieci anni di validità delle misure di incentivazione fiscale il numero degli azionisti di società quotate sia aumentato da 1 a 10 milioni. Inoltre, la combinazione delle misure di agevolazione fiscale con le politiche di privatizzazione ha portato ad una forte crescita della quota dello stock di attività finanziarie delle famiglie investita in azioni, che è passata da circa il 10% del 1978 a oltre il 30% del 1989.

L'attuale regime fiscale italiano non prevede forme di agevolazione diretta all'investimento azionario delle famiglie del tipo di quelle sperimentate in altri paesi europei.

Le sole agevolazioni concesse sono state relative ad alcuni strumenti del mercato azionario, molto vicini ai titoli a reddito fisso, quali le obbligazioni convertibili fino al 1983, o le azioni di risparmio.

Un elemento di particolare rilievo nel determinare la convenienza relativa dell'investimento azionario rispetto alle altre forme di attività finanziarie è rappresentato dai regimi di tassazione dei dividendi e dei guadagni di capitale.

Per quanto riguarda il trattamento fiscale dei dividendi, nel nostro paese, come nella maggior parte dei paesi europei, è utilizzato l'istituto del credito d'imposta che consente il recupero dell'imposta sulle società. In Italia ed in Germania il recupero è totale mentre negli altri paesi riguarda solo una quota dell'imposta societaria.

Considerando che in Italia il regime fiscale previsto per i dividendi è già favorevole per i risparmiatori, le misure di agevolazione all'investimento azionario di lungo periodo dovrebbero riguardare la tassazione dei guadagni di capitale e/o la detassazione del reddito investito in titoli azionari. Tra i due strumenti quello di maggiore efficacia ed immediatezza sembra essere quello della detassazione del reddito investito in azioni, in quanto consente un'efficacia immediata e visibile. D'altra parte l'attuale configurazione della tassazione dei guadagni di capitale, come si è visto, colpisce soprattutto le transazioni, mentre l'obiettivo delle agevolazioni dovrebbe essere soprattutto quello di favorire i possessi azionari di lungo periodo.

Pur mancando nel nostro paese esperienze concrete di misure di agevolazione del tipo in esame, all'interno di recenti provvedimenti legislativi sono state introdotte alcune indicazioni che si muovono in tal senso.

La legge n. 102 del 25 marzo 1991, che ha definitivamente introdotto la tassazione dei guadagni di capitale, stabilisce che, con i decreti legislativi che il Governo dovrà emanare entro il 31 dicembre 1992 concernenti il riordino del trattamento tributario dei redditi da capitale, siano previste particolari disposizioni per favorire l'acquisto o la sottoscrizione, da parte di lavoratori dipendenti, di azioni ed obbligazioni convertibili emesse da società non finanziarie o immobiliari di nuova ammissione presso il listino ufficiale o il mercato ristretto.

Inoltre, nella manovra economica del Governo per il 1992, la legge 413/1991 prevede che, nell'ambito delle misure agevolative che saranno predisposte per favorire la formazione del risparmio delle famiglie, sarà consentito dedurre dal reddito imponibile l'importo corrispondente alla sottoscrizione di azioni quotate in borsa o negoziate al ristretto, a condizione che vengano detenute per almeno tre anni consecutivi. La deduzione è consentita fino a un tetto di dieci milioni che è stabilito in maniera cumulata anche per le agevolazioni volte a favorire l'acquisto di immobili da adibire a propria abitazione e la sottoscrizione di forme assicurative di previdenza. Per le singole voci saranno previsti gli importi massimi di deduzione.

La politica di incentivazione del possesso azionario indicata dalla legge finanziaria può contribuire in misura rilevante all'allargamento dell'azionariato e può favorire un maggiore orientamento del risparmio verso il mercato dei capitali.

Secondo alcune stime effettuate dalla Consob, dettagliatamente esposte nel capitolo 7 della sezione B, le misure di agevolazione potrebbero indirizzare verso la borsa almeno 200 mila nuovi azionisti nel primo anno di applicazione. Nell'ipotesi che fosse consentito di dedurre dal reddito fino a cinque milioni per persona, l'ammontare investito da questi nuovi azionisti sarebbe pari a circa 1000 miliardi di lire. Complessivamente, sempre sulla base di stime Consob, la sottoscrizione di nuove azioni effettuata dalle famiglie in seguito all'introduzione dell'agevolazione fiscale può essere stimata in circa 2000 miliardi, rispetto ad una media annua di 600 miliardi negli ultimi 5 anni. È necessario considerare inoltre che l'introduzione delle misure di agevolazione fiscale, in particolar modo se previste per un numero di anni sufficientemente ampio, potrebbe innescare un circolo virtuoso tra investimenti azionari e quotazione di titoli che porterebbe ad un ulteriore aumento del numero di azionisti e del volume di capitali investiti.

L'allargamento della domanda di azioni che deriva da una politica di agevolazione fiscale può favorire il ricorso delle imprese al mercato dei capitali, che nel 1991 ha subito una forte contrazione anche dovuta alla scarsa vivacità del mercato azionario. Tale politica può rivelarsi inoltre necessaria per facilitare il collocamento di ingenti quantità di titoli conseguenti ad operazioni di privatizzazione.

Un aspetto importante delle misure di agevolazione in esame è rappresentato dalla durata minima del possesso azionario che viene stabilita in tre anni consecutivi. In tal modo viene favorito un orientamento del risparmio azionario verso il medio-lungo termine, che costituisce l'orizzonte temporale più adatto per una politica di gestione del risparmio non meramente speculativa.

A differenza delle analoghe misure applicate negli altri paesi, le misure previste però riguardano soltanto gli acquisti di azioni di nuova emissione, e sono perciò rivolte soprattutto a favorire gli aumenti di capitale. Questo orientamento può avere effetti positivi sulle imprese favorendo il loro ricorso al finanziamento azionario. L'agevolazione fiscale per i risparmiatori consente di ridurre il costo del finanziamento che, soprattutto per le imprese di ridotte dimensioni o di nuova quotazione, può essere molto elevato, considerato il premio solitamente richiesto dal mercato per i collocamenti di titoli per i quali le informazioni non sono già sufficientemente diffuse e consolidate.

Per avere un effetto efficace e non occasionale e casuale, le misure di agevolazione non dovrebbero tuttavia essere limitate ad un solo anno o ad un numero eccessivamente ristretto di anni. Se si vuole spingere verso la borsa i risparmiatori individuali è necessario offrire prospettive di certezza alle condizioni del loro investimento.

L'eccessiva concentrazione delle agevolazioni in un numero ridotto di anni potrebbe inoltre provocare un gonfiamento artificiale delle emissioni di nuove azioni che grazie alle agevolazioni potrebbero essere realizzate a prezzi maggiorati. In tal modo i risparmiatori nel lungo periodo potrebbero essere danneggiati piuttosto che agevolati, per avere in portafoglio titoli pagati al di sopra del loro valore reale. Parallelamente, prevedere un ampio arco temporale per le agevolazioni consente di avere flussi di investimento e di disinvestimento più regolari nel tempo.

La limitazione delle agevolazioni alla sottoscrizione di nuove azioni però riduce i possibili effetti positivi sulla funzionalità del mercato secondario, che risente in maniera particolare della ristrettezza della domanda, e limita le possibilità di investimento solo ad alcuni titoli. È necessario considerare inoltre che in Italia, rispetto agli altri paesi, il mercato primario di titoli quotati ha dimensioni relativamente elevate sia in rapporto alle dimensioni del mercato secondario, sia in rapporto all'economia reale. Maggiormente sottodimensionato appare invece il mercato secondario, che presenta un ritardo di sviluppo sia sotto il profilo quantitativo che qualitativo.

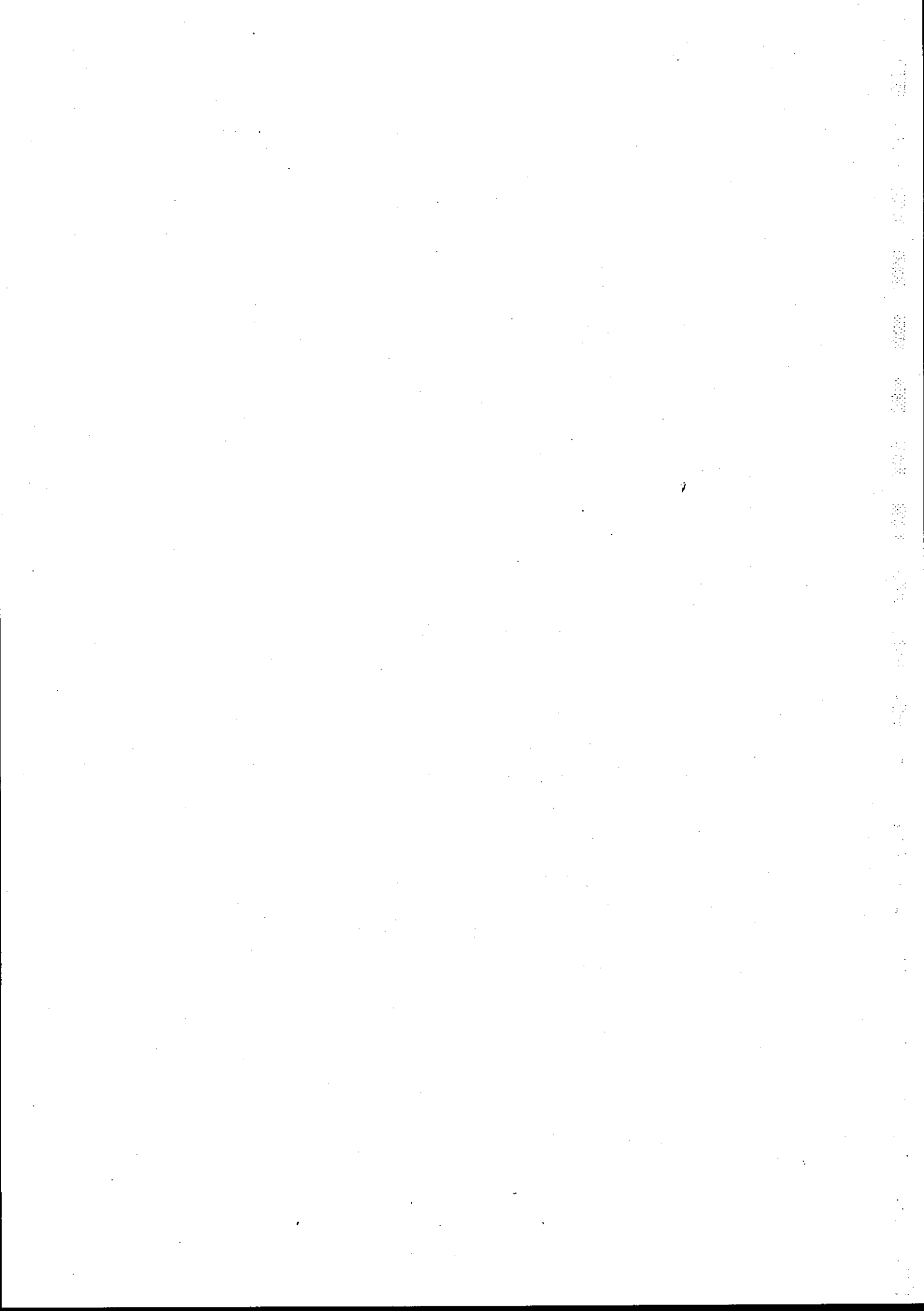
Alcuni problemi potrebbero porsi anche per la realizzazione delle operazioni di privatizzazione laddove si volessero collocare sul mercato azioni già esistenti e attualmente in mano pubblica. Il collocamento in questi casi avverrebbe infatti tramite un'offerta pubblica di vendita e non di sottoscrizione, e i potenziali azionisti non trarrebbero beneficio da alcuna agevolazione fiscale.

Sembra quindi opportuno che, accanto alle misure di agevolazione previste dalla legge finanziaria per il 1992, vengano predisposte anche misure di maggiore ampiezza volte a favo-

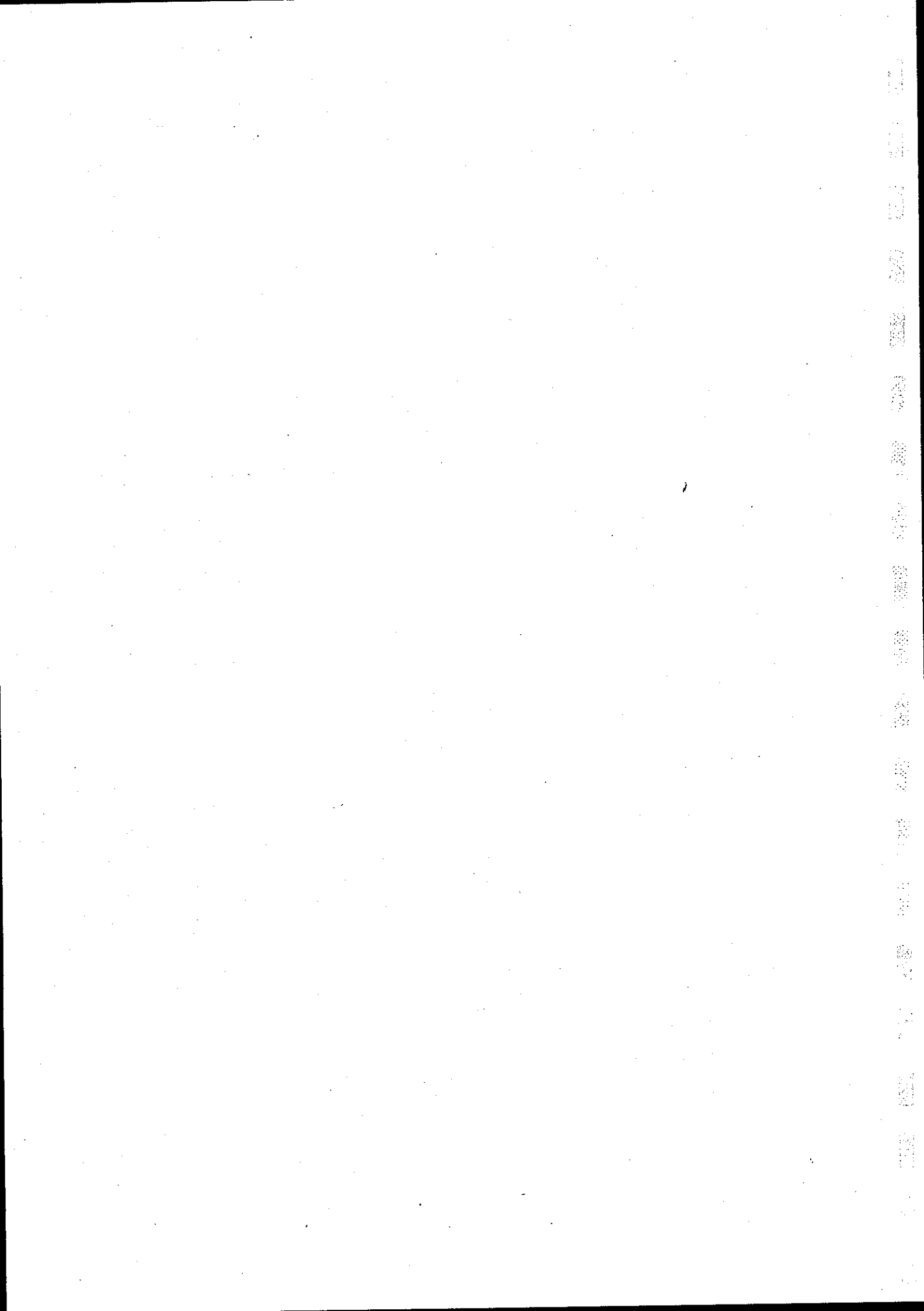
rire lo sviluppo dell'intero mercato azionario regolamentato. A tal fine, anche sulla base dell'esperienza degli altri paesi, si potrebbe estendere le agevolazioni anche agli acquisti effettuati per il tramite di intermediari mobiliari dotati di determinate caratteristiche. Questo consentirebbe uno sviluppo organico del mercato e dell'industria dei servizi finanziari su basi di efficienza e di stabilità.

Gli altri paesi europei stanno già muovendosi verso la predisposizione di politiche di agevolazione fiscale del risparmio che assumono sempre più le caratteristiche di continuità e di generalità delle forme di investimento del risparmio consentite.

La delega affidata al governo dalla legge 408/1990, integrata dalla legge 413/1991, al fine di riordinare il trattamento tributario dei redditi da capitale e di rivedere le disposizioni di legge in materia di esenzioni, agevolazioni e regimi sostitutivi aventi carattere di agevolazione, rappresenta l'occasione opportuna per definire una politica fiscale del risparmio adeguata alle esigenze economiche del nostro paese, al cui interno convogliare le misure dirette a rafforzare lo sviluppo del mercato mobiliare.



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



1. Il quadro macroeconomico e finanziario

1.1 *L'economia internazionale*

Nel primo semestre del 1991 il quadro macroeconomico internazionale è stato influenzato dalle positive aspettative che hanno seguito la soluzione della crisi del Golfo. Rispetto alla seconda metà del 1990 si sono rafforzate le prospettive di ripresa della economia statunitense mentre si sono ridotti i timori inflazionistici.

Nella realtà però la ripresa degli USA e degli altri paesi già in recessione come il Regno Unito e il Canada ha tardato a manifestarsi, mentre d'altro canto si è verificato un rallentamento della crescita delle economie di Germania e Giappone che in questi ultimi anni avevano svolto un ruolo trainante su scala internazionale. Il tasso di crescita si è ridotto rispetto al 1990 di circa un punto e mezzo percentuale nella CEE, negli Stati Uniti ed in Canada e di quasi un punto percentuale in Giappone. Complessivamente nell'area dei paesi dell'OCSE il tasso di crescita reale del PIL è passato dal 2,6% del 1990 all'1,5% circa del 1991.

Sul piano dell'inflazione sono rientrate fin dai primi mesi dell'anno le pressioni derivanti dall'andamento del prezzo del petrolio. La combinazione di bassi prezzi delle materie prime con un ridotto volume della domanda e della produzione ha portato ad una riduzione dell'inflazione negli Stati Uniti e nel Regno Unito, dove l'indice dei prezzi al consumo si è ridotto rispettivamente di 1 e di oltre 3 punti percentuali. Un aumento di quasi un punto si è verificato invece in Germania, in seguito alle difficoltà dell'unificazione tedesca e agli effetti della politica fiscale. Quest'ultima è stata espansiva dal lato della spesa pubblica e restrittiva dal lato delle imposte, generando una pressione sui prezzi soprattutto attraverso l'aumento delle imposte indirette. L'inflazione è risultata stabile in Giappone, in Francia e in Italia, sebbene su livelli diversi. In particolare l'inflazione italiana si è mantenuta superiore di circa tre punti percentuali rispetto a quella media dei sette paesi più industrializzati.

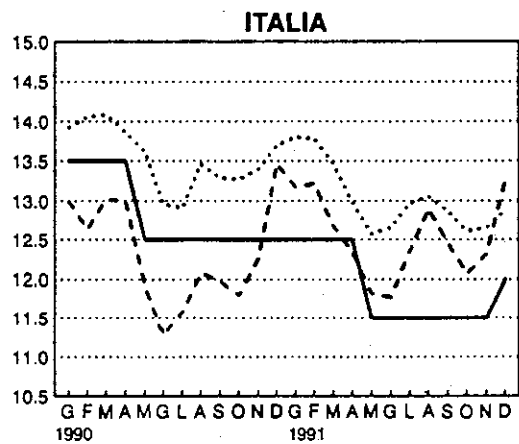
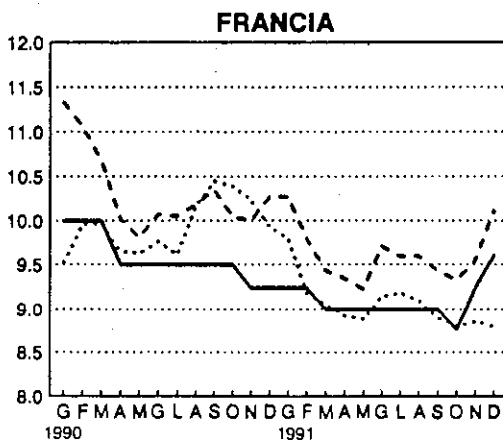
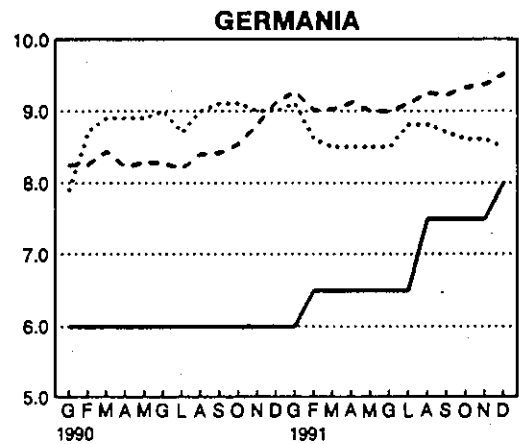
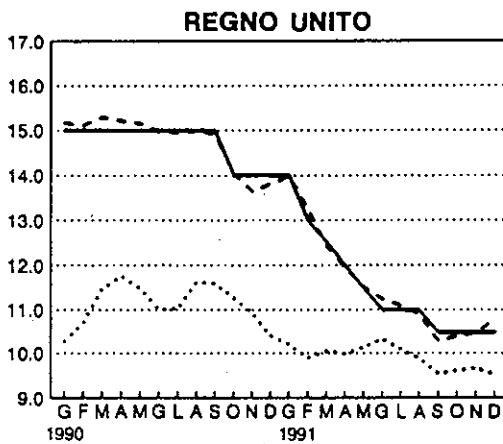
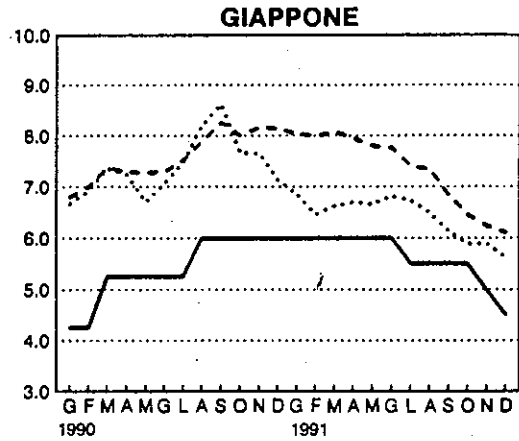
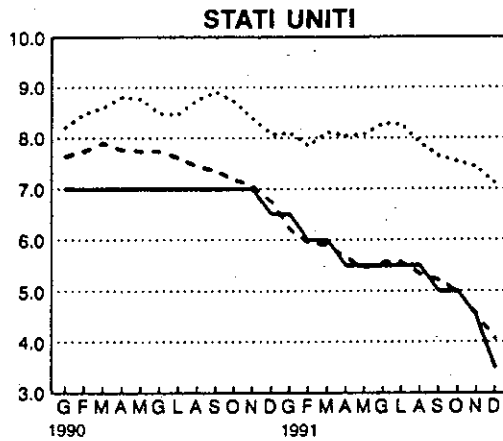
Le politiche monetarie seguite nei principali paesi hanno avuto un andamento divergente a causa dei diversi obiettivi di politica economica che ne hanno guidato l'orientamento (vedi grafico 1). Negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Giappone l'obiettivo principale è stato quello di promuovere l'attività produttiva attraverso una riduzione dei tassi di interesse. In Germania le tensioni inflazionistiche hanno spinto le autorità monetarie ad adottare una politica monetaria restrittiva. In Francia ed in Italia è stata mantenuta una sostanziale stabilità dei tassi di interesse, dal momento che i margini di manovra della politica monetaria erano ristretti tra l'esigenza di ridurre i tassi al fine di sostenere la domanda e le pressioni sui cambi derivanti dagli elevati tassi tedeschi.

La prevalenza degli obiettivi di natura interna ha determinato un minor coordinamento delle politiche monetarie adottate negli Stati Uniti ed in Giappone, da una parte, e nei paesi della CEE, dall'altra, accentuando la divergenza dei tassi di interesse a breve termine. Il differenziale tra i tassi a breve tedeschi e quelli statunitensi è passato da circa 3 punti percentuali a fine del 1990 a oltre 5 punti nel dicembre 1991. Più stabile si è mantenuto il differenziale tra i tassi statunitensi e quelli giapponesi, compreso tra 1,5 e 2 punti percentuali. Sui tassi a lungo termine le manovre monetarie hanno invece avuto minori effetti, e i differenziali sono rimasti pressoché inalterati.

La divergenza dei tassi di interesse a breve termine, le incertezze sulla ripresa economica statunitense e le tensioni politiche nei paesi dell'Est europeo hanno influito sui tassi di cambio fra le tre principali valute, accrescendone la volatilità. Il dollaro si è apprezzato nella prima metà dell'anno rispetto al marco e allo yen, mentre a partire dal mese di agosto si

TASSI DI INTERESSE NEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI

— tassi ufficiali di riferimento
- - - tassi del mercato monetario
..... tassi del mercato obbligazionario



è avuto un deprezzamento costante in seguito all'andamento divergente che hanno assunto le politiche monetarie nei diversi paesi.

Nel corso del 1991 la *Federal Reserve* ha ridotto i tassi ufficiali di riferimento in quattro occasioni passando dal 6,5% del gennaio al 3,5% del dicembre. La riduzione si è riflessa sui tassi del mercato monetario che si sono ridotti di circa due punti percentuali, mentre i tassi obbligazionari si sono ridotti soltanto di un punto percentuale, scontando un possibile aumento dell'inflazione che potrà verificarsi con la ripresa dell'attività produttiva attesa per il prossimo anno. Di conseguenza la curva per scadenza dei tassi di interesse statunitensi ha accentuato l'inclinazione positiva, con un differenziale tra i tassi del mercato obbligazionario e quelli del mercato monetario che è passato dall'1,8% del dicembre 1990 al 3% del dicembre 1991.

Analogo andamento hanno avuto i tassi del Regno Unito, dove, in seguito ad una riduzione di 3,5 punti percentuali del tasso ufficiale di riferimento, i tassi a breve si sono ridotti in misura sostanziale, seguendo la riduzione dell'inflazione, mentre i tassi a lungo termine sono rimasti sostanzialmente stabili. In questo caso la curva dei tassi per scadenza, fortemente inclinata negativamente alla fine del 1990, si è progressivamente appiattita.

Una riduzione dei tassi e un appiattimento dell'inclinazione negativa della curva per scadenza si è avuta anche in Giappone.

In Germania il tasso ufficiale è stato aumentato di 2 punti passando dal 6% all'8%, il livello più elevato dagli inizi degli anni '80. L'aumento è stato seguito solo in parte dai tassi a breve, che avevano scontato già nel 1990 le aspettative di aumento dell'inflazione, mentre i tassi a lungo sono rimasti sostanzialmente stabili, con una lieve riduzione. La curva per scadenza ha quindi accentuato la sua inclinazione negativa, a testimonianza della fiducia sulla efficacia della manovra monetaria sull'inflazione.

In Francia e in Italia si è avuta una riduzione dei tassi abbastanza pronunciata nei primi sei mesi, in conseguenza della positiva influenza del clima internazionale, soprattutto per quanto riguarda le aspettative di riduzione dell'inflazione dovuta al venir meno delle temute pressioni del prezzo del petrolio. Nella seconda metà dell'anno i tassi hanno invece ripreso a salire, sotto la spinta della politica monetaria tedesca.

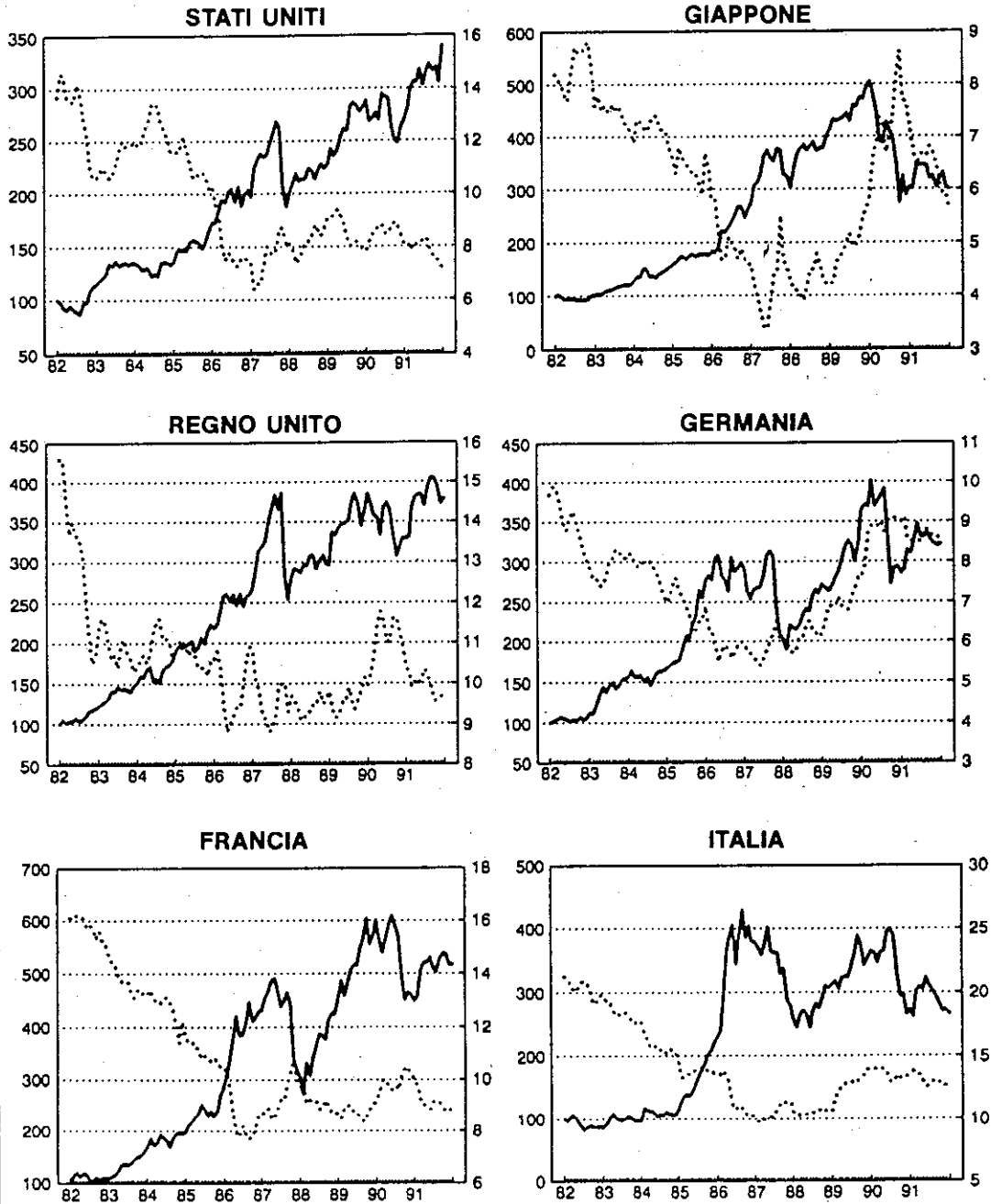
Le prospettive dell'Unione Monetaria Europea, confermate nel vertice di Maastricht, hanno accentuato l'esigenza di una maggiore convergenza delle principali variabili macroeconomiche dei paesi comunitari, nel cui ambito la Germania continua a esercitare un ruolo di preminenza.

Di conseguenza è aumentata la convergenza delle politiche monetarie dei quattro principali paesi della CEE. Nel corso del 1991 il differenziale tra i tassi ufficiali di riferimento si è notevolmente ridotto passando dagli 8 punti percentuali compresi tra i due estremi, rappresentati dal tasso tedesco e da quello inglese nel dicembre 1990, ai quattro punti compresi tra il tasso tedesco e quello italiano nel dicembre 1991. Riguardo ai tassi di mercato la convergenza ha coinvolto soprattutto i tassi a breve termine come effetto dell'aumento del tasso tedesco e della riduzione del tasso inglese. La dispersione dei tassi a breve termine, misurata dalla deviazione standard, si è ridotta di circa il 30% nel 1991. Più lenta si è rivelata la convergenza dei tassi a lungo, la cui dispersione si è ridotta soltanto di circa il 10%. Sembra quindi che nel 1991 abbiano prevalso soprattutto le preoccupazioni sulla stabilità dei tassi di cambio all'interno dello SME, sulla quale hanno un impatto immediato i movimenti dei tassi a breve termine. Minore fiducia incontra invece la prospettiva della convergenza economica imposta dagli accordi di Maastricht che si riflette in differenziali più ampi dei tassi a lungo termine.

La maggiore rigidità dei tassi di interesse a lungo termine ha fatto sì che le manovre di politica monetaria abbiano avuto degli effetti contenuti sull'andamento delle borse. Nel 1991 è osservabile solo in parte la relazione inversa tra tassi di interesse a lungo termine e andamento dell'indice di borsa che è invece valida nel lungo periodo (vedi grafico 2 e grafico 3). Questa relazione riflette la concorrenza tra le due forme di investimento che fa sì che quando i tassi di interesse scendono, e quindi salgono i prezzi dei titoli a reddito fisso, sia conveniente vendere questi titoli e acquistare titoli azionari, sulle cui prospettive di quotazione influiscono positivamente anche la riduzione degli oneri finanziari per le imprese derivanti dalla discesa dei tassi di interesse. Quando viceversa i tassi salgono, il prezzo delle obbligazioni si riduce e aumenta la loro attrattività a danno dei titoli azionari, sui cui prezzi attesi influisce anche il peggioramento delle prospettive di redditività delle società a causa dell'aumento del costo del debito.

INDICI DI BORSA E TASSI DI INTERESSE NEI PRINCIPALI MERCATI - PERIODO 1982-91

scaia sinistra: ——— indici di borsa base 31 dicembre 1981 = 100
scaia destra: tassi di interesse del mercato obbligazionario



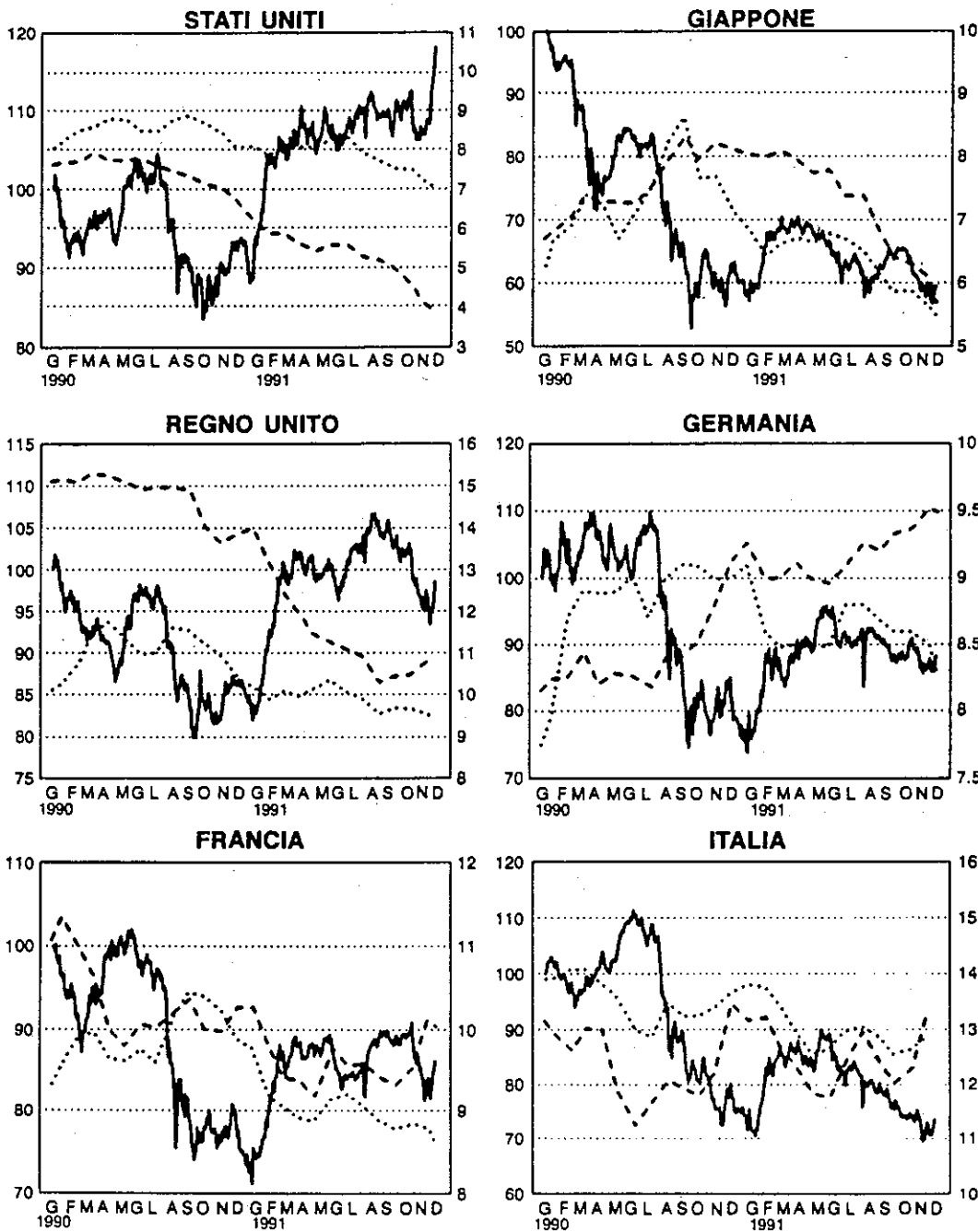
Indici di borsa utilizzati: Standard & Poor's 500, Topix, Financial Times All, DAX, CAC Général, MIB Storico.

Elaborazioni CONSOB

GRAFICO 3

INDICI DI BORSA E TASSI DI INTERESSE NEI PRINCIPALI MERCATI - PERIODO 1990-91

scala sinistra: ——— indici di borsa base 31 dicembre 1981 = 100
 scala destra: - - - - - tassi di interesse del mercato monetario
 tassi di interesse del mercato obbligazionario



Indici di borsa utilizzati: Standard & Poor's 500, Topix, Financial Times All, DAX, CAC Générat, MIB Storico.

Elaborazioni CONSOB

La validità della relazione inversa tra tassi di interesse a lungo termine e andamento degli indici azionari si verifica in condizioni di stabilità delle prospettive di redditività delle imprese e in assenza di bolle speculative sul mercato azionario. Quando invece si verificano questi eventi, in determinati periodi del ciclo economico o in occasione di trasformazioni strutturali, si innescano fenomeni di ampia riallocazione dei portafogli degli investitori che alterano la relazione tra mercato azionario e mercato obbligazionario.

Se si considera un arco temporale sufficientemente ampio in tutte le borse dei sei paesi più industrializzati è riscontrabile una correlazione inversa significativa tra i due indicatori, come è mostrato nella tavola 1. Negli ultimi 5 anni tale legame si è attenuato, come è confermato dalla mancanza di significatività dei coefficienti di correlazione. L'indebolimento del legame è dovuto soprattutto al formarsi di bolle speculative in particolar modo nel periodo precedente il crollo dell'ottobre 1987 e agli shock sulle quotazioni che hanno alterato la relazione tra tassi e indice di borsa. Nel triennio 1989-91 la relazione inversa è tornata ad essere significativa in tutti i paesi tranne che in Germania ed in Italia. In questi ultimi due paesi sembrano aver prevalso fenomeni di riallocazione strutturale dei portafogli tra valori azionari e titoli a reddito fisso che si sono riflessi, soprattutto in alcuni periodi, in un andamento parallelo di borse e tassi a lungo termine. In Germania nella prima metà del 1991 l'aumento dei tassi di interesse a lungo termine è stato accompagnato da una crescita delle quotazioni causata dalle aspettative sulla redditività delle imprese tedesche in seguito alla riunificazione economica. In Italia, viceversa, al calo seppure lieve dei tassi a lungo termine ha corrisposto un calo delle quotazioni di borsa anche a causa di un massiccio spostamento dei flussi di investimento dal mercato azionario a quello dei titoli di stato.

TAVOLA 1

RELAZIONE TRA TASSI DI INTERESSE E INDICI DI BORSA
correlazione tra indici di borsa e tassi di interesse di lungo periodo(*)

	1982-91	1982-86	1987-91	1989-91
FRANCIA	-0,86	-0,95	..	-0,30
GERMANIA	-0,19	-0,91	0,71	0,35
GIAPPONE	-0,64	-0,96	..	-0,60
ITALIA	-0,81	-0,82	..	..
REGNO UNITO	-0,61	-0,70	..	-0,42
STATI UNITI	-0,83	-0,90	..	-0,76

(*) Sono riportati soltanto i coefficienti che hanno una significatività statistica superiore al 95%.
Elaborazioni Consob su dati delle singole borse valori, Banca d'Italia e OCSE.

1.2 L'economia italiana

Il peggioramento del clima economico internazionale ha influito sul tasso di crescita reale dell'economia italiana, che si è ulteriormente ridotto rispetto al già contenuto risultato del 1990, passando dal 2% a circa l'1%. All'incertezza sui tempi e sull'intensità della ripresa internazionale si è aggiunto il peggioramento della redditività delle imprese che si è manifestato soprattutto nel settore industriale, riducendo la produzione e scoraggiando gli investimenti. La produzione industriale si è ridotta di circa il 2% nel corso del 1991, con un trend fortemente negativo nei primi otto mesi dell'anno e una parziale ripresa negli ultimi mesi. Gli investimenti, che nella seconda metà degli anni '80 sono cresciuti ad un tasso annuo superiore al 4%, nel 1991 sono rimasti pressoché stazionari con un calo nel settore dei macchinari e delle attrezzature.

Sul piano della finanza pubblica, la manovra di contenimento del deficit non ha raggiunto i risultati sperati. Nel 1991 il fabbisogno finanziario del settore statale è stato pari a 152 mila miliardi di lire, rispetto ad un obiettivo programmato di 132 mila miliardi. Si è così arrestata la riduzione del rapporto tra fabbisogno e PIL che si è mantenuto sullo stesso risultato del 10,7% del 1990, dopo essersi costantemente ridotto dal 13,6% del 1985. Si è ancora ridotto invece il rapporto tra fabbisogno primario e PIL, passato dall'1,1% del 1990 allo 0,5% del 1991, senza però azzerarsi come era stato programmato.

Nonostante il rallentamento della crescita economica e il favorevole andamento dei prezzi internazionali, l'inflazione italiana è rimasta sostanzialmente stabile. L'indice dei prezzi al consumo è aumentato nel 1991 del 6,4%, con una riduzione pari soltanto a 0.1 punti percentuali rispetto al risultato del 1990. Anche il permanere di una politica monetaria sostanzialmente restrittiva non ha inciso in maniera significativa sulla dinamica interna dei prezzi, che restano al di sopra degli obiettivi programmati dal governo.

La politica monetaria perseguita dalle autorità italiane è stata influenzata soprattutto dall'obiettivo di stabilità del tasso di cambio all'interno dello SME. Il tasso di cambio della lira con l'ECU è rimasto ampiamente nei margini previsti dalla banda stretta di oscillazione dello SME, grazie ad un andamento stabile nei confronti delle principali valute dell'accordo di cambio, in particolare del marco tedesco. Il mantenimento di questo obiettivo ha però ristretto i margini di manovra delle autorità monetarie nella determinazione dei tassi di interesse. Dopo una riduzione di circa un punto percentuale del tasso medio sui BOT realizzata tra gennaio e maggio, le pressioni sui cambi derivanti dall'aumento dei tassi tedeschi hanno provocato un ritorno dei tassi a breve termine sui livelli di inizio d'anno.

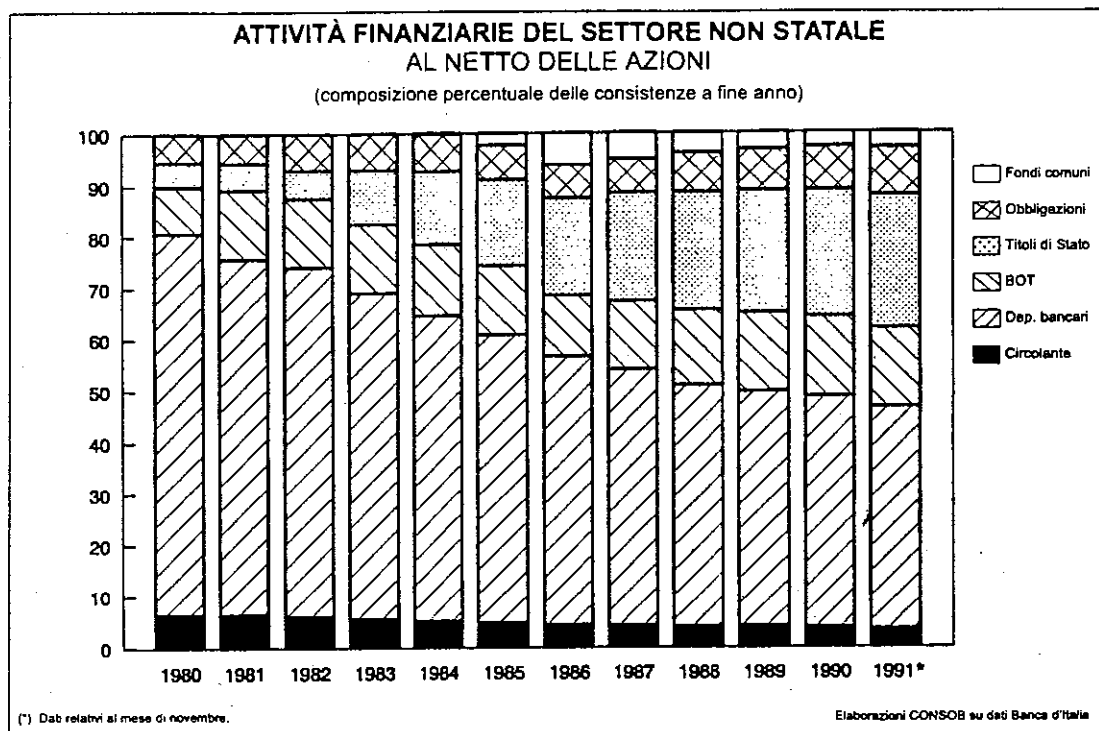
Il successo della politica monetaria nel perseguimento degli obiettivi di cambio ha consentito che l'aumento dei tassi a breve non si riflettesse interamente sui tassi a lungo termine. Questi hanno seguito la fase di discesa dei primi mesi dell'anno, riducendosi di un punto e mezzo, senza che l'aumento dell'ultimo semestre abbia annullato la riduzione precedente. Quando, nel mese di dicembre, sulla spinta di forti pressioni sul cambio, il tasso a breve ha avuto un'impennata di quasi l'1%, il differenziale tra tassi a lungo e tassi a breve è diventato negativo, allineandosi agli altri paesi europei. L'inclinazione della curva per scadenza dei rendimenti ha quindi ridotto la pendenza positiva.

Nel grafico 4 è presentato l'andamento dei rendimenti all'emissione delle attività finanziarie calcolate al netto della ritenuta fiscale, confrontato con l'andamento dell'inflazione. Emerge chiaramente la tendenza dei primi mesi del 1991 a una riduzione parallela dei rendimenti di tutte le attività finanziarie a fronte di una leggera crescita dell'inflazione, con una conseguente riduzione dei tassi espressi in termini reali. I tassi riprendono a salire nei mesi estivi, con una riduzione del differenziale tra tassi sui BOT e tassi sui titoli a lungo termine a causa della maggiore rigidità di questi ultimi. Dopo la discesa, ancora una volta parallela, dei tassi a settembre e ottobre, negli ultimi due mesi dell'anno si è verificato un aumento dei tassi sui BOT, solo in parte riflesso sugli altri titoli, che ha portato ad un'inversione del differenziale tra tassi a lungo e breve termine. Anche i tassi reali, grazie alla sostanziale stabilità dell'inflazione nel corso di tutto l'anno, dopo un'iniziale discesa sono tornati a dicembre sui valori della fine del 1990.

La politica monetaria ha consentito una riduzione del tasso di crescita dell'offerta di moneta. Le consistenze di M2, sono cresciute del 9,1%, rispetto al 9,9% del 1990. Si tratta comunque di un tasso di crescita superiore di oltre l'1% al tasso programmato. Il rallentamento della dinamica monetaria è stato influenzato anche da uno spostamento delle attività finanziarie del settore privato verso le attività meno liquide.

Il tasso di incremento del totale delle attività finanziarie del settore non statale al netto delle azioni è stato pari al 12,2%, di poco superiore a quello del 1990. Il mantenimento di tassi sostenuti di crescita delle attività finanziarie è dipeso soprattutto dagli elevati tassi di interesse offerti sui titoli a reddito fisso che hanno sostenuto la domanda di attività finanziarie a medio-lungo termine. Il peso delle attività liquide (M2) sul totale delle attività finanziarie si è ridotto di oltre 2 punti percentuali, passando dal 48,7% al 46,6%. La riduzione è imputabile in gran parte alla prosecuzione della tendenza alla riduzione del peso dei depositi bancari nel portafoglio delle famiglie. Tra le altre attività liquide, il peso dei depositi a risparmio e dei BOT è rimasto stabile, mentre ancora in crescita è quello dei certificati di deposito che oramai rappresentano quasi l'8% del totale.

GRAFICO 4



Tutte le attività finanziarie meno liquide hanno aumentato il loro peso sul totale. Lo stock di titoli di stato a medio-lungo termine è cresciuto di oltre un punto percentuale, sfiorando il 26% del totale. Di particolare rilevanza è la crescita delle quote di fondi comuni di investimento, il cui peso sul totale era in continuo calo dal 1986. Nei primi undici mesi del 1991, le consistenze di quote di fondi comuni sono aumentate del 20% rispetto ad un calo del 4% dello stesso periodo dello scorso anno.

Se si considera l'evoluzione della composizione delle attività finanziarie del settore non statale al netto delle azioni a partire dal 1980, emerge con chiarezza il fenomeno della disintermediazione bancaria che ha avuto luogo nel nostro paese (vedi grafico 5). I fondi affidati al sistema bancario, hanno ridotto il loro peso in maniera costante, passando da oltre il 70% del 1980 a circa il 40% del 1991. La maggiore crescita è stata registrata dai titoli di stato a medio-lungo termine, il cui peso è passato da poco più del 5% nel 1980 a oltre il 20% nel 1991. Più stabili sono state le quote delle obbligazioni e dei BOT. I fondi comuni di investimento sono cresciuti notevolmente nei due anni successivi alla loro istituzione per poi ridursi su livelli inferiori al 5% del totale.

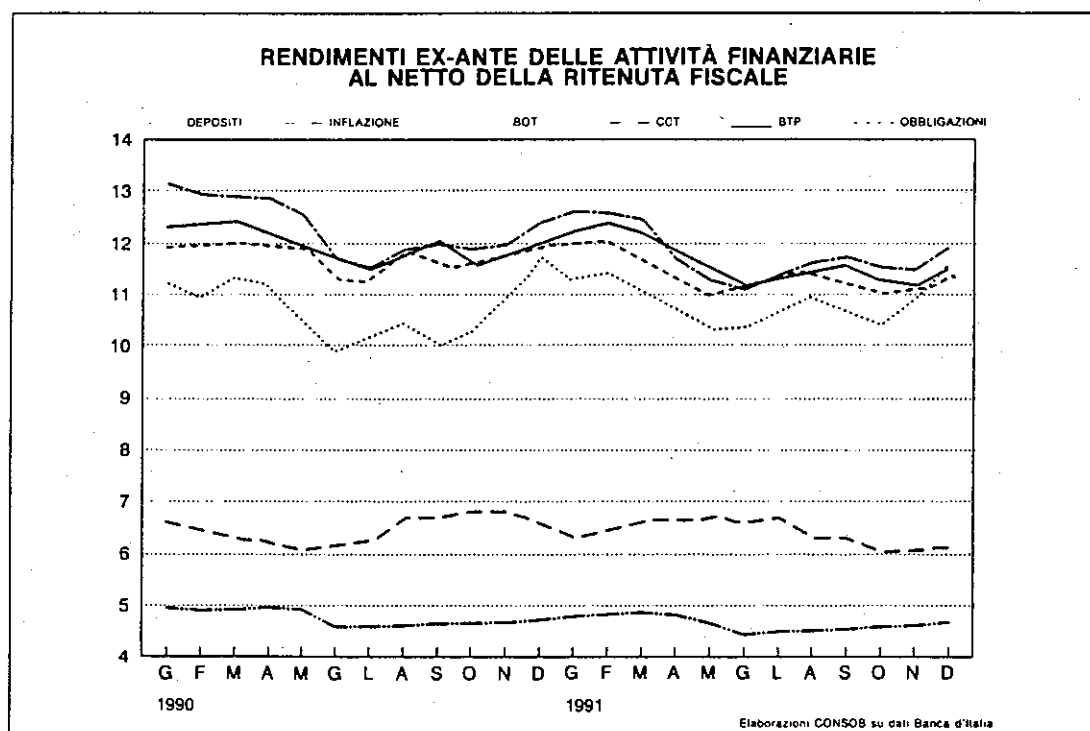
Lo spostamento verso i titoli a lunga scadenza è confermato dall'analisi delle emissioni nette di titoli di stato effettuate nel 1991. Complessivamente queste sono state pari a circa 128 mila miliardi di lire, con un aumento di circa 13 mila miliardi rispetto all'anno precedente. Le componenti a breve termine o a tasso indicizzato si sono ridotte notevolmente a vantaggio dei titoli a tasso fisso e a lunga scadenza. In particolare sono aumentate le emissioni di BTP, passate da un saldo netto negativo del 1990 a un dato positivo che ha superato gli 80 mila miliardi nel 1991. Parallelamente si sono ridotte le emissioni nette di BOT e di CCT, passate rispettivamente da circa 40 mila miliardi e circa 60 mila miliardi di lire del 1990 a poco più di 10 mila miliardi per entrambi i titoli nel 1991. Lo spostamento verso il tasso fisso conferma il diffondersi di aspettative di tassi di interesse calanti nel prossimo futuro.

Le emissioni di titoli del debito pubblico hanno rappresentato anche nel 1991 oltre l'80% del totale delle emissioni nette di valori mobiliari. Nel complesso queste sono cresciute di circa il 14% rispetto all'anno passato. Gli elementi più dinamici sono stati, oltre ai titoli

pubblici, i titoli emessi dagli istituti di credito speciale, la cui quota sul totale è passata dal 4% a quasi il 10%. Si è notevolmente ridotta, invece, la quota delle emissioni di azioni, passate dal 15% al 7% del totale, in conseguenza del calo di redditività del settore delle imprese che ha scoraggiato la raccolta di capitale di rischio e le difficoltà della borsa che hanno inciso negativamente sulla capacità di raccolta delle società quotate.

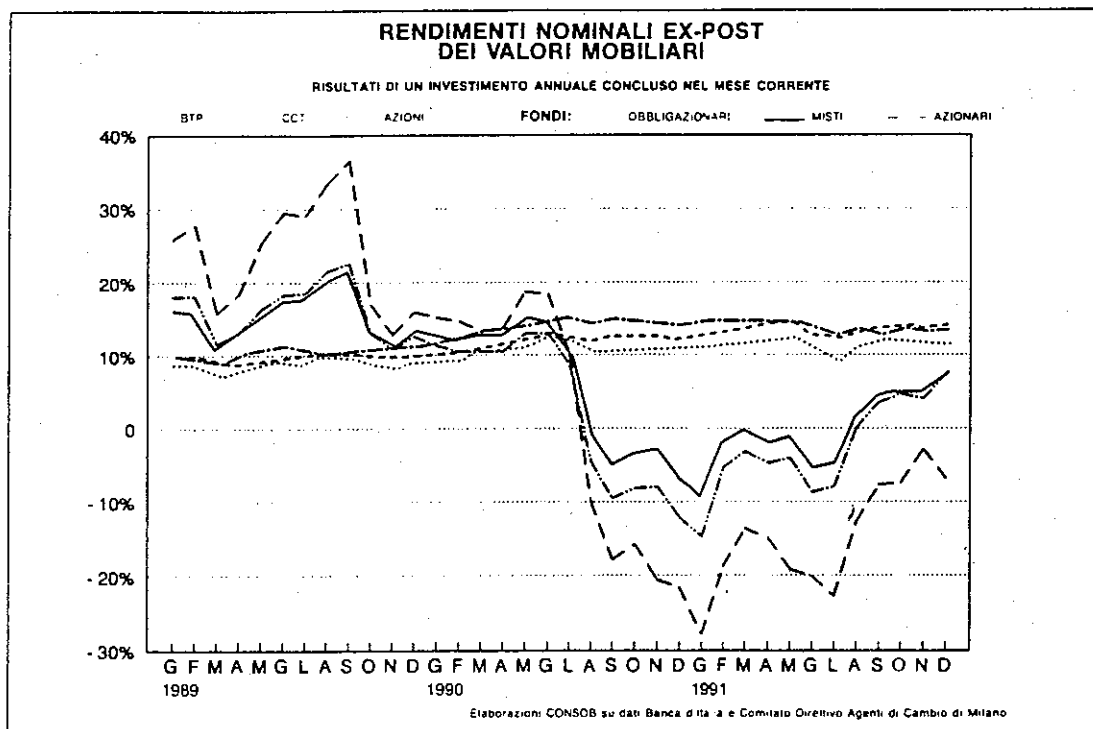
Sul successo incontrato dalle emissioni di titoli del debito pubblico in particolare presso gli investitori stranieri, oltre al livello elevato dei rendimenti ha giocato un certo ruolo anche lo sviluppo del mercato telematico dei titoli di stato, che ha raggiunto caratteristiche di efficienza, trasparenza e liquidità. Nel 1991, il volume di titoli a medio e lungo termine trattati è stato pari a circa 360 mila miliardi, rispetto ai 260 mila del 1990 e ai 193 mila del 1989. Il volume degli scambi medi giornalieri è passato dai 270 miliardi del 1989, ai 1600 miliardi del 1990, agli oltre 3500 miliardi del 1991 con punte di oltre 10000 miliardi in particolari giornate. Sullo sviluppo del mercato telematico ha influito positivamente la crescente presenza degli investitori stranieri che è stata favorita dall'apertura nel settembre del '91 dei mercati *futures* sui BTP a Parigi e a Londra, che ha consentito di effettuare operazioni di arbitraggio, e la maggior chiarezza sul problema del rimborso della ritenuta fiscale per gli investitori esteri.

GRAFICO 5



Un'analisi dei rendimenti degli investimenti effettuati nel mercato mobiliare è illustrata nel grafico 6, dove sono riportati, relativamente agli ultimi tre anni, i rendimenti di investimenti di durata annuale in BTP, CCT, azioni e nelle tre tipologie di fondi comuni di investimento. Il rendimento dei titoli di stato a lungo termine e dei fondi comuni obbligazionari è risultato stabile, con un lieve trend crescente che si è arrestato nel 1991. Il rendimento dell'investimento azionario (misurato dalla *performance* dell'indice MIB) è stato superiore a quello dei titoli di stato fino a metà del 1990. A partire dall'agosto 1990, con il crollo delle borse conseguente alla crisi del Golfo, il rendimento di un investimento azionario annuale è risultato negativo. Analogo andamento hanno avuto i rendimenti dei fondi azionari e di quelli bilanciati, che hanno però raggiunto valori positivi a partire dall'agosto '91, mentre i fondi obbligazionari hanno seguito da vicino l'andamento dei titoli di stato.

GRAFICO 6



2. I mercati azionari internazionali

I mercati azionari hanno aperto il 1991 all'insegna di un diffuso stato di incertezza derivante dalla tensione politica internazionale legata alla crisi del Golfo. Dopo una leggera flessione nei primi giorni dell'anno, l'evoluzione della situazione politico-militare ha ingenerato un clima di fiducia che si è rapidamente propagato su tutte le piazze finanziarie e sul mercato del petrolio. L'evoluzione dei mercati è stata speculare a quella verificatasi nell'agosto scorso, confermando l'alta reattività dei mercati azionari alla situazione internazionale e le condizioni fortemente speculative che caratterizzano l'attuale mercato spot dei prodotti petroliferi.

Il mese di febbraio ha visto realizzarsi un ciclo di continui e ampi recuperi dei corsi azionari, che hanno in breve tempo raggiunto e superato i livelli di inizio anno. In alcuni paesi il rialzo è proseguito anche per tutto il mese di marzo. Il ciclo positivo del primo trimestre del 1991 si è manifestato in modo uniforme su scala mondiale, senza però riuscire a riportare le borse internazionali ai livelli del luglio 1990. Al termine del mese di marzo solamente le borse di New York e Londra, che avevano già realizzato un consistente recupero nell'ultimo trimestre dello scorso anno, si trovavano su livelli superiori a quelli precedenti la crisi del Golfo.

Con la stabilizzazione della situazione politica mediorientale il clima di fiducia che ha contraddistinto i primi mesi dell'anno si è esaurito, per lasciare il posto ad una fase di riflessione. In questo quadro le previsioni di ripresa delle economie dei principali paesi occidentali formulate prima degli eventi bellici sono state sempre più frequentemente smentite da segnali di contenimento della domanda e di tendenziale recessione.

Nella seconda metà del mese di agosto, in occasione del tentativo di colpo di stato in Unione Sovietica, un secondo shock di natura politica ha interessato le borse. La reazione dei mercati azionari al diffondersi della notizia è stata immediata e marcata. La diffusione dello shock su scala internazionale è avvenuta secondo uno schema simile a quello già sperimentato nei mesi di ottobre del 1987 e del 1989. L'interrelazione tra i mercati azionari è cresciuta repentinamente, e il clima di sfiducia si è diffuso progressivamente sui mercati azionari che man mano aprivano le contrattazioni. Il lunedì 19 agosto, primo giorno di apertura delle borse successivo alle notizie degli avvenimenti di Mosca, i mercati azionari hanno fatto regi-

strare una flessione media del 5%, con punte del 7,3% a Milano e del 9,4% a Francoforte. Come già avvenuto nell'ottobre 1989, il mercato azionario tedesco è risultato il più sensibile all'instabilità finanziaria internazionale, anche per le potenziali ripercussioni politiche che gli eventi sovietici avrebbero potuto esercitare sul processo di unificazione. La rapida soluzione della situazione di tensione ha generato, a partire dal mercoledì 21, un rimbalzo dei corsi azionari pressoché simmetrico, che in pochi giorni ha riportato tutti i mercati azionari ai livelli della settimana precedente.

Gli ultimi tre mesi dell'anno sono stati caratterizzati da una fase di discesa dei corsi, in conseguenza del rallentamento del ciclo e, nei paesi europei, del rialzo dei tassi di interesse. Fenomeni di gravi irregolarità finanziarie hanno interessato la borsa di Tokio che, dopo un andamento positivo nei mesi estivi, ha ripreso a seguire nell'ultimo trimestre la tendenza negativa in atto ormai dal gennaio del 1990. Il 15 novembre la borsa di New York ha subito un calo del 3,7% dovuto alla reazione negativa del mercato a possibili interventi di politica creditizia. Questo episodio non ha però avuto ripercussioni durature su scala internazionale, ed è stato assorbito nel giro di pochi giorni. Nel mese di dicembre la riduzione dei tassi di interesse da parte delle autorità monetarie statunitensi ha influenzato positivamente l'andamento della borsa di New York, che ha chiuso il 1991 ai suoi massimi storici.

I grafici 7 e 8 e la tavola al (nell'Appendice) riportano l'andamento e la *performance* delle borse internazionali nel corso degli ultimi due anni: si può notare come, nonostante le difficoltà del secondo semestre, i principali mercati azionari, con la già ricordata eccezione di Tokio, abbiano mantenuto i livelli raggiunti dopo la rapida crescita dei mesi di gennaio e febbraio. La borsa di New York è quella che ha fatto registrare la miglior *performance* annuale (+26,3%); è interessante osservare la sostanziale omogeneità delle borse dei paesi CEE che, con poche eccezioni tra cui quella italiana, hanno segnato incrementi tra il 10% e il 15%. Gli indici elaborati su un apposito campione dei titoli azionari di tutte le borse internazionali segnalano una variazione positiva intorno al 15%, a fronte della flessione del 20% circa dello scorso anno.

GRAFICO 7

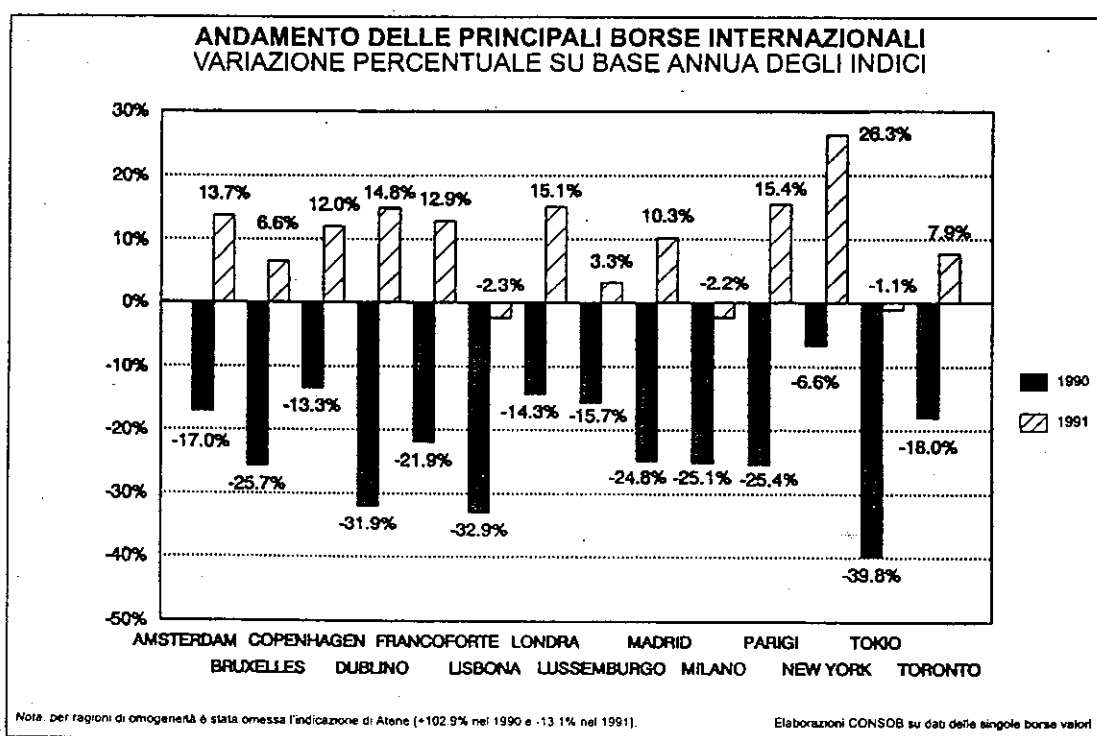
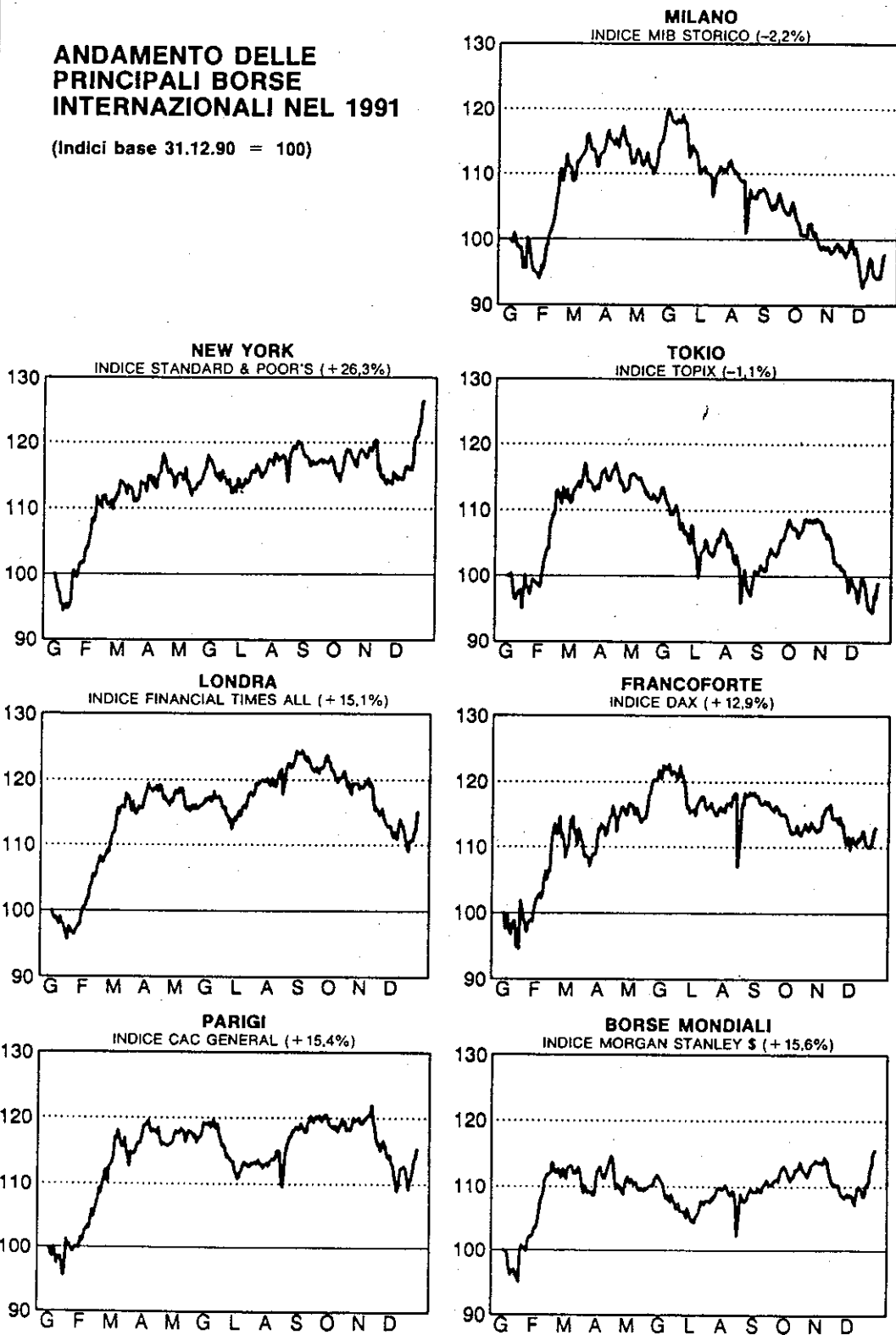


GRAFICO 8

**ANDAMENTO DELLE
PRINCIPALI BORSE
INTERNAZIONALI NEL 1991**

(Indici base 31.12.90 = 100)



Elaborazioni CONSOB

Il volume degli scambi è stato condizionato dalle fasi di incertezza e, in alcune piazze come Tokio e Milano, dalla flessione dei corsi provocata da difficoltà specifiche di natura interna. I dati della tavola a2 (in Appendice) segnalano una crescita del volume degli scambi nelle principali piazze (New York, Londra e Francoforte), una situazione di sostanziale stabilità nelle altre principali borse e un forte calo a Tokio e Milano. Il ridimensionamento dell'attività ha inciso pesantemente sul confronto tra il nostro mercato azionario e quelli esteri: in una ipotetica graduatoria internazionale basata sul volume degli scambi il nostro paese è passato dal settimo all'undicesimo posto, risultando sopravanzato da Australia, Spagna, Hong Kong e Olanda.

La tavola a2 dell'Appendice presenta anche i dati relativi all'incidenza dello scambio di azioni di società estere sul totale delle contrattazioni. Sotto questo punto di vista la borsa di Londra appare nettamente il centro finanziario più internazionalizzato, con un livello degli scambi di azioni estere che supera il 40% del totale. Le ragioni di questa supremazia sono individuabili principalmente in condizioni storiche e normative.

Londra è stata sempre un tradizionale punto di riferimento per la finanza internazionale e sede operativa dei principali investitori. Lo sviluppo del circuito del SEAQ International e il grado di apertura internazionale del mercato di *futures* ed *options* (su cui sono scambiati contratti su valori mobiliari inglesi, statunitensi, giapponesi, tedeschi ed italiani nonché strumenti espressi in sterline, ECU, dollari, marchi e franchi svizzeri) hanno determinato una crescente convergenza dell'attività di operatori esteri, in particolare investitori istituzionali, sulla piazza londinese.

Sotto il profilo istituzionale Londra si distingue d'altro canto per una elevata flessibilità operativa e per una ampia facilità di accesso. Per la contrattazione sul circuito del SEAQ International, a differenza che nella maggior parte delle realtà estere, non è infatti richiesto un processo specifico di ammissione alla quotazione da parte delle autorità locali, essendo sufficiente l'impegno, da parte di un numero limitato di *market makers*, di garantire la diffusione di prezzi di acquisto e vendita.

Le modalità di contrattazione, l'elevato livello di efficienza tecnico-organizzativa e la scelta di seguire valuta e procedure di liquidazione del paese di origine completano un quadro istituzionale che risulta particolarmente adatto per i grandi investitori istituzionali, che costituiscono il comparto finanziario in più rapido sviluppo nel corso dell'ultimo decennio.

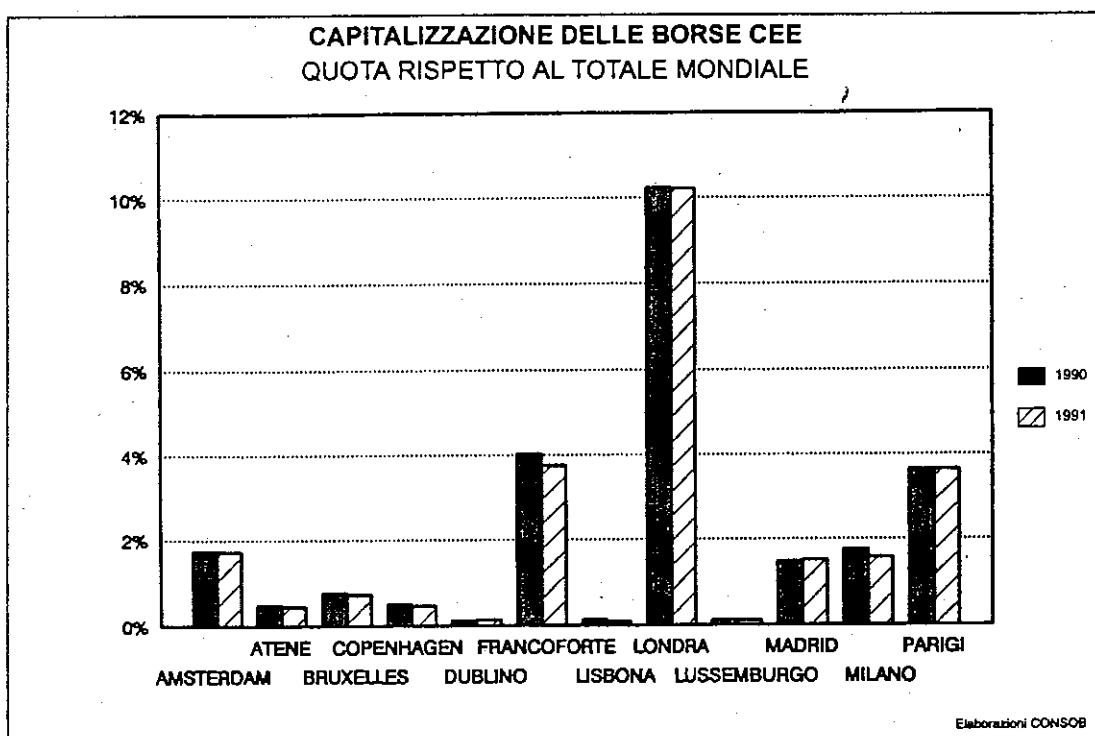
Un'ultima elaborazione riportata nella tavola a2 riguarda il rapporto di *turnover*, relativo alle azioni nazionali, riscontrabile presso le principali borse. Con le dovute cautele derivanti dalla differente struttura di intermediazione e del controllo societario, il confronto è in grado di illustrare il grado di attività dei diversi mercati azionari. Dal punto di vista teorico il rapporto di *turnover* è un indicatore della liquidità dei diversi mercati, assimilabile ad una misura della velocità di rotazione dell'insieme dei titoli quotati. Un suo valore pari al 100%, in altre parole, implica che ogni titolo azionario sia scambiato una volta nel corso dell'anno. La maggior parte dei paesi presenta un valore compreso tra il 20% e il 40%, che risulta in linea con i rispettivi andamenti nel corso dell'ultimo decennio. Il dato tedesco è sorprendentemente elevato per ragioni derivanti da un probabile conteggio multiplo degli scambi, in particolare di quelli *infra-dealers*, che incrementano il valore dei dati ufficiali, mentre quello lussemburghese, molto ridotto, è influenzato dalla particolare struttura finanziaria del Granducato. La considerazione di queste elaborazioni consente, con le cautele ricordate, di ottenere una classificazione delle borse internazionali che vede ai primi posti - oltre al già citato caso di Francoforte - le piazze maggiormente sviluppate, come New York (52%), Londra (37%), Parigi (36%) e Tokio (attestata al 31% nonostante il forte calo degli scambi). Anche in questo contesto la congiuntura negativa del 1991 ha drasticamente peggiorato la posizione della borsa di Milano, il cui rapporto di *turnover* è sceso al 18% dai suoi livelli abituali superiori al 25%.

L'evoluzione congiunturale del 1991 si è riflessa anche sugli indicatori dell'importanza relativa dei mercati azionari nelle diverse economie nazionali e nei confronti internazionali (tavola a3 dell'Appendice). È utile esaminare il valore del rapporto tra capitalizzazione di borsa e prodotto interno lordo, che costituisce un po'grezzo ma efficace del ruolo che la borsa svolge nel quadro macroeconomico nazionale. L'analisi di questo indicatore permette di determinare un quadro internazionale che allinea realtà nazionali più o meno

avanzate sotto il profilo della maturità e della rilevanza dei mercati azionari. In questo contesto si può rilevare che accanto alle principali piazze finanziarie come Londra (92%), Tokio (82%) e New York (61%), la maggioranza dei nostri partner comunitari si situa all'interno di una fascia compresa tra il 22% e il 33%. Il nostro paese, che pure vanta uno dei più grandi mercati di titoli obbligazionari, continua invece a contraddistinguersi per il livello estremamente ridotto del rapporto tra mercato azionario e PIL (12,6%), pari solamente a quello del Portogallo, a grande distanza dai valori dei paesi dalla struttura economica e industriale simile alla nostra.

Il grafico 9 mostra la dimensione relativa rispetto al totale mondiale delle borse dei paesi della Comunità Europea nel 1991. Come si può notare anche dalla tavola a3 dell'Appendice, la sola modifica sostanziale è rappresentata dal ridimensionamento dell'importanza del mercato giapponese. Le quote più rilevanti del mercato internazionale sono detenute dalle piazze statunitense (38%), giapponese (30%) e inglese (10%).

GRAFICO 9



Nel grafico 10 è presentato l'andamento giornaliero della volatilità dei principali mercati azionari negli ultimi tre anni. La volatilità, misurata come deviazione standard su intervallo mensile delle variazioni giornaliere degli indici di borsa, è un indicatore del grado di instabilità dei prezzi azionari che, come è evidente, diventa particolarmente elevato nei momenti di forte tensione finanziaria o politica. L'andamento delle variabili presentate nel grafico permette di individuare anche la presenza di una forte interdipendenza tra le diverse piazze.

Il grafico 11 presenta, in forma estremamente sintetica, l'andamento di due indicatori aggregati della volatilità delle borse internazionali e della loro interdipendenza. Quest'ultima variabile è una misura media dell'influenza (calcolata come coefficiente di correlazione) esercitata sui singoli mercati azionari dall'andamento delle altre principali piazze finanziarie.

Il grado di sincronizzazione tra le due variabili è molto elevato: questo dimostra che i mercati azionari tendono a reagire nello stesso modo di fronte ad eventi macroeconomici di natura internazionale o a forti shock nei principali mercati (come avvenuto nei mesi di ottobre del 1987 e 1989 in occasione dei crolli dei titoli azionari statunitensi).

GRAFICO 10

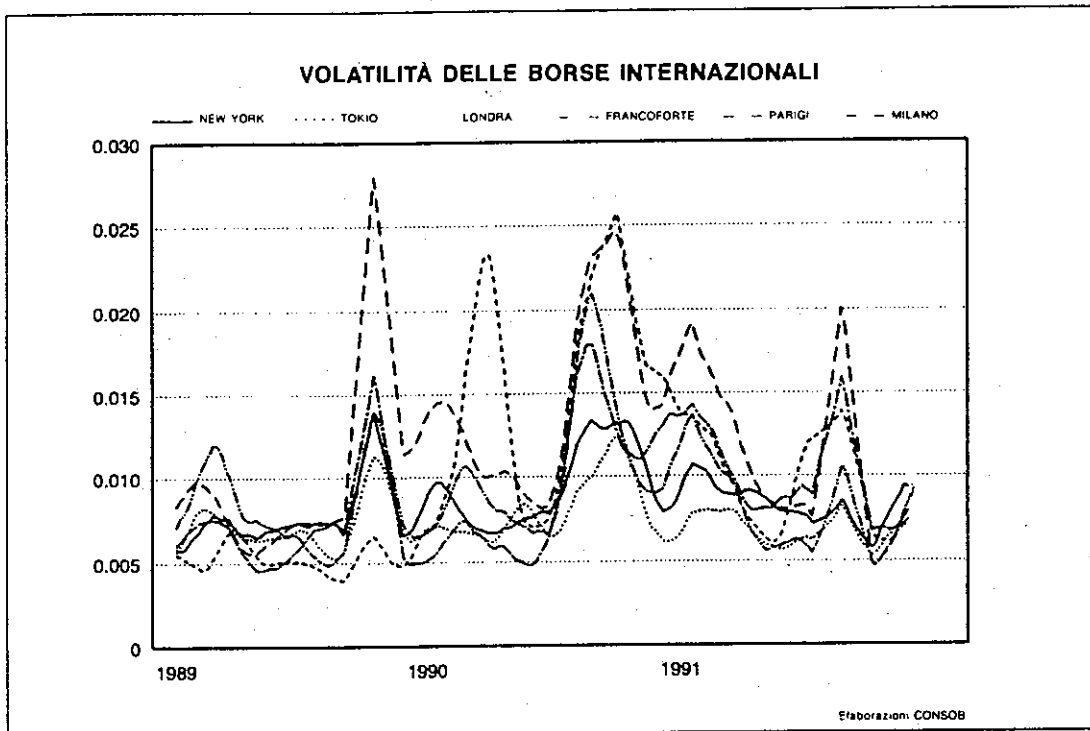
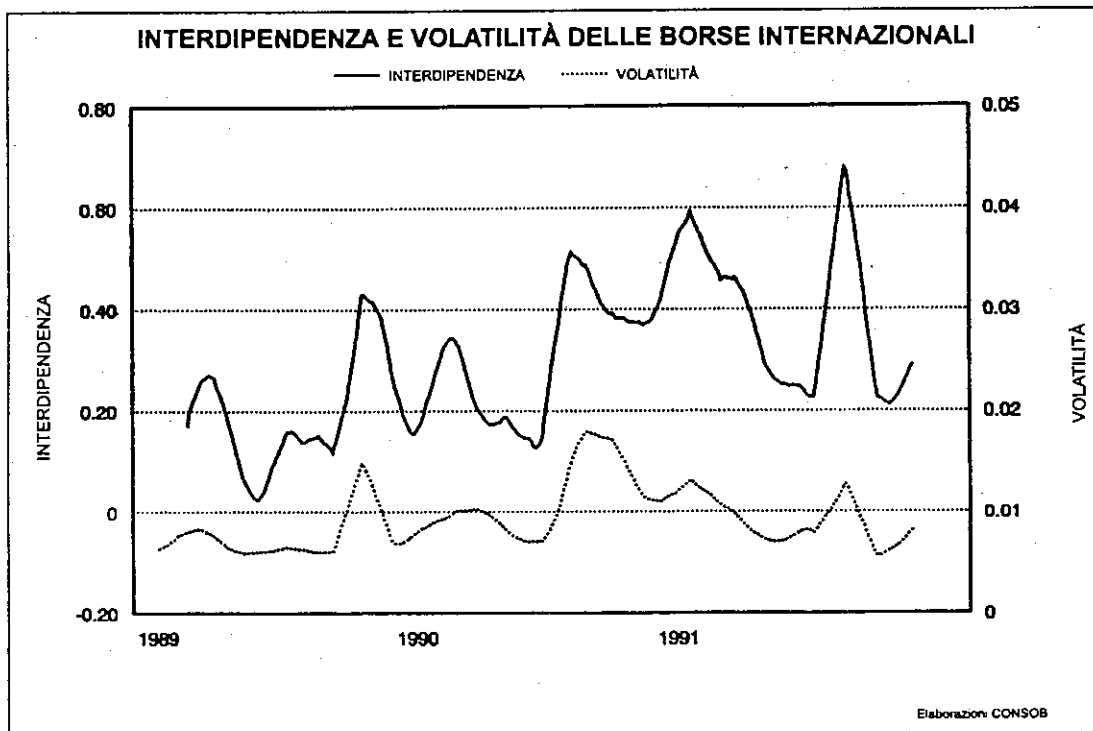


GRAFICO 11



La crescita dell'interdipendenza tra i mercati azionari è uno dei dati che hanno contraddistinto l'evoluzione dallo scorso decennio (tav. 2). L'origine di questo stato di cose è essenzialmente riconducibile a tre ordini di fattori.

Il primo è costituito dal crescente grado di interrelazione tra le economie dei paesi industrializzati, le cui influenze reciproche si riflettono anche sui rispettivi mercati finanziari. Sotto questo profilo la crescita dell'interdipendenza indica che gli operatori tendono a formulare le proprie decisioni di investimento finanziario dedicando una attenzione crescente alle prospettive di sviluppo delle economie dei principali paesi industrializzati, senza circoscrivere l'analisi alle singole nazioni in cui sono situate le società quotate.

TAVOLA 2

INTERDIPENDENZA DELLE PRINCIPALI BORSE INTERNAZIONALI
COEFFICIENTI DI CORRELAZIONE (1)

Diagonale superiore: 1980-1985 (analisi mensile)

	NEW YORK	TOKIO	LONDRA	FRANCOF.	PARIGI	MILANO
NEW YORK	..	0,361	0,475	0,328	0,420	0,149
TOKIO	0,461	..	0,458	0,415	0,302	0,218
LONDRA	0,844	0,496	..	0,416	0,385	0,336
FRANCOFORTE	0,583	0,409	0,595	..	0,314	0,101
PARIGI	0,664	0,501	0,590	0,715	..	0,158
MILANO	0,437	0,514	0,511	0,664	0,630	..

Diagonale inferiore: 1986-1991 (analisi mensile)

Diagonale superiore: 1990 (analisi giornaliera)

	NEW YORK (2)	TOKIO	LONDRA	FRANCOF.	PARIGI	MILANO
NEW YORK	..	0,333	0,328	0,252	0,463	0,433
TOKIO	0,317	..	0,332	0,292	0,456	0,347
LONDRA	0,315	0,434	..	0,480	0,235	0,360
FRANCOFORTE	0,221	0,477	0,551	..	0,345	0,480
PARIGI	0,467	0,503	0,495	0,582	..	0,516
MILANO	0,284	0,550	0,429	0,611	0,577	..

Diagonale inferiore: 1991 (analisi giornaliera)

(1) I coefficienti sono tutti significativamente diversi da zero al livello di confidenza del 5%.

(2) Per tener conto dell'effetto dovuto al fuso orario, si è considerata la relazione tra le borse al giorno t e la borsa di New York al giorno t-1.

Elaborazioni Consob.

Il secondo e più importante fattore è rappresentato dalla crescente internazionalizzazione dei mercati finanziari, per cui gli interessi delle maggiori società industriali e finanziarie tendono a diffondersi sempre su mercati finanziari esteri. Gli operatori si trovano

pertanto a poter attuare strategie di arbitraggio, operando in piazze diverse sui medesimi titoli azionari o più semplicemente effettuando vendite su una piazza al fine di procurarsi la liquidità necessaria ad operare su altri mercati. In condizioni normali questo collegamento viene parzialmente limitato dall'esistenza di costi di informazione e di transazione per le operazioni su piazze estere. In occasione di shock macroeconomici o finanziari le forti oscillazioni dei corsi azionari rendono pienamente profittevoli le operazioni di arbitraggio, con un conseguente incremento della trasmissione degli shock finanziari e del grado di interdipendenza.

Una terza fonte di influenza reciproca tra le borse ha una natura essenzialmente psicologica che dipende dall'esperienza dei fattori sopra menzionati. Una volta verificatisi i primi processi di «contagio» gli operatori si sono infatti convinti dell'importanza di dedicare una particolare attenzione al flusso di informazioni provenienti dai mercati esteri. Il concorrere dei rapidi meccanismi di trasmissione delle informazioni e dei margini temporali sempre più ristretti dovuti alle innovazioni tecnologiche fa sì che talvolta gli operatori non siano in grado di distinguere correttamente le notizie di portata internazionale da quelle più propriamente legate a fattori specifici dei singoli mercati. In situazioni di fragilità finanziaria questo contribuisce alla rapida diffusione su scala internazionale di shock finanziari.

Recenti studi empirici hanno dimostrato che dopo una forte crescita nei dieci anni precedenti, nell'ultimo quinquennio l'incremento del grado di interdipendenza tra le principali borse internazionali è risultato molto contenuto, presentando però picchi estremamente elevati in periodi di alta volatilità. Questo è evidente dall'osservazione del grafico 10, dove è possibile notare in particolare le reazioni dei mercati azionari al crollo delle quotazioni di Wall Street nell'ottobre 1989, allo scatenarsi della crisi del Golfo (agosto 1990) e alla sua soluzione (gennaio 1991), ed infine alla tensione internazionale originata dal tentato colpo di stato a Mosca (agosto 1991).

Da un punto di vista più generale, il 1991 ha visto acuirsi la competizione tra i mercati azionari, tanto a livello mondiale quanto su scala europea. I processi di ristrutturazione dei mercati nazionali e la marcata crescita dell'attività finanziaria degli ultimi anni hanno innescato un processo concorrenziale che non riguarda più i soli titoli, ma si estende alle strutture dell'intermediazione finanziaria, alle borse e anche ai sistemi di regolamentazione.

Le tre maggiori aree finanziarie (Stati Uniti, Giappone e CEE) hanno intensificato gli sforzi per integrare ed ottimizzare le proprie strutture finanziarie. Le prospettive di azione sono differenti, perché differenti sono le condizioni locali, ma è evidente il disegno comune di rafforzare la propria posizione su scala internazionale.

Negli Stati Uniti sono al centro dell'attenzione le misure per un più efficace coordinamento della regolamentazione del mercato azionario e degli strumenti derivati, e un ampio progetto di riforma del settore creditizio, al cui interno riveste una particolare rilevanza la proposta di rimuovere le barriere che attualmente limitano l'operatività diretta delle banche nel mercato mobiliare.

Gli sforzi del Giappone sono diretti ad una razionalizzazione della struttura del settore finanziario, intervenendo da un lato sulla eccessiva segmentazione del sistema creditizio e dall'altro su una ridefinizione dei rapporti tra banche e società finanziarie.

Lo scenario finanziario europeo è dominato da una apparente dicotomia tra i progetti di integrazione monetaria e finanziaria collegati alla realizzazione del mercato unico e dell'Unione Monetaria Europea e la crescente competizione tra le principali piazze finanziarie. I tentativi di pervenire alla formazione di un listino unico su cui fossero quotate le principali società di ogni paese, con i progetti *Pipe* e *Euroquote*, sono definitivamente tramontati. Il SEAQ International di Londra sembra consolidare la propria posizione di primario centro azionario continentale, con una attività di contrattazione delle *blue chips* tedesche, francesi, olandesi e italiane stabilmente attestato intorno al 20% del loro volume complessivo.

Le altre borse comunitarie stanno però predisponendo una serie di radicali riforme della struttura di contrattazione volte ad incrementare la propria efficienza operativa e recuperare parte delle contrattazioni che attualmente gravitano su Londra. Oltre alla riforma italiana, ampiamente descritta nella sezione precedente, si può osservare che la Germania, che può già vantare uno dei più efficienti sistemi di liquidazione, sta progettando una radicale innovazio-

ne delle modalità di contrattazione, mentre in Francia stanno emergendo richieste di modifiche del trattamento fiscale e della regolamentazione dei blocchi.

Un secondo settore di forte competizione tra Londra e gli altri centri finanziari è rappresentato dal mercato dei *futures*. Nel settembre scorso il MATIF di Parigi e il LIFFE di Londra hanno iniziato, a brevissima distanza l'uno dall'altro, le contrattazioni di *futures* su BTP italiani. Dopo un inizio vivace il volume delle contrattazioni del MATIF ha iniziato a declinare rapidamente e, nel giro di due mesi, si è praticamente ridotto a zero. Una situazione analoga si è verificata a proposito dei *futures* sui titoli di stato tedeschi, il cui avvio delle contrattazioni in Germania non è riuscito a impedire che sul mercato londinese rimanesse un terzo del volume complessivo.

In termini generali si può affermare che la concorrenza costituisce un fattore positivo per i mercati finanziari: le singole realtà nazionali sono spinte a incrementare l'efficienza, a ridurre i vincoli burocratici e fiscali che possono ostacolare l'attività degli investitori e a incoraggiare le più avanzate forme di gestione del risparmio. Per garantire uno sviluppo armonico e ordinato dell'attività finanziaria, la crescente internazionalizzazione deve però essere accompagnata da una attenta opera di coordinamento delle rispettive regolamentazioni e dell'attività da parte delle autorità di vigilanza e controllo nazionali.

3. La borsa valori

3.1 Il quadro generale

Nel corso del 1991 il numero di società quotate presso la borsa valori di Milano è salito da 229 a 231 (da 217 a 223 non considerando quelle le cui azioni sono sospese dalle contrattazioni).

Il numero di titoli azionari iscritti sul listino è salito da 340 a 342; l'incremento appare più rilevante se si considera la situazione al netto delle sospensioni, dove il numero passa da 329 a 336. Le operazioni sul capitale sono state 36, circa due terzi di quelle dell'anno precedente, ed hanno comportato una forte riduzione dei capitali effettivamente affluiti alle società, scesi a 4.854 miliardi con un calo di quasi il 50%.

La capitalizzazione della borsa valori di Milano (graf. 12), interessata dal concorso del moderato incremento del numero di titoli azionari quotati e dalla lieve flessione dei corsi, è passata da 168 mila a 178 mila miliardi di lire, con un incremento del 6% in termini nominali ed una sostanziale stabilità in termini reali, una volta tenuto conto dell'incremento dei prezzi al consumo.

Nel corso del 1991 l'andamento medio delle quotazioni, misurato dall'indice MIB, ha subito un ulteriore ridimensionamento, seppur di modesta entità (-2,2%), dopo la forte flessione registrata nel 1990 (-25,1%). Alla fine dell'anno lo scostamento percentuale rispetto al massimo assoluto, datato al maggio 1986, ammontava a -43,4%.

Nell'anno in esame il mercato ha sostanzialmente replicato, seppure su un livello inferiore tanto delle quotazioni che degli scambi, l'andamento dell'anno precedente. Anche nel 1991, infatti, l'evoluzione del mercato italiano è stata caratterizzata da due fasi nettamente distinte, coincidenti con i due semestri.

Nei mesi di gennaio e febbraio tutte le principali piazze mondiali sono rimaste estremamente sensibili agli sviluppi del conflitto iracheno, come testimoniato dalla forte ripresa, verificatasi su tutti i mercati, nei giorni che hanno seguito lo scoppio delle ostilità.

In queste circostanze la Consob ha ritenuto opportuno modificare l'entità delle variazioni di prezzo in base alle quali il Gruppo di Intervento ha la facoltà o l'obbligo di disporre il rinvio della chiamata dei titoli, riducendola rispettivamente dal 10% al 5% e dal 20% al 10% (comunicazione BOR/RM/91000245 del 17 gennaio 1991).

Nel periodo marzo-giugno sono tornate a prevalere le aspettative sull'andamento dei «fondamentali». Alla conferma della recessione in atto negli USA, evidenziata da un peggioramento dei più importanti indicatori macroeconomici, è seguita una fase in cui sono prevalse le attese sulla durata della recessione, sulla sua profondità e sui possibili effetti sull'intera

GRAFICO 12

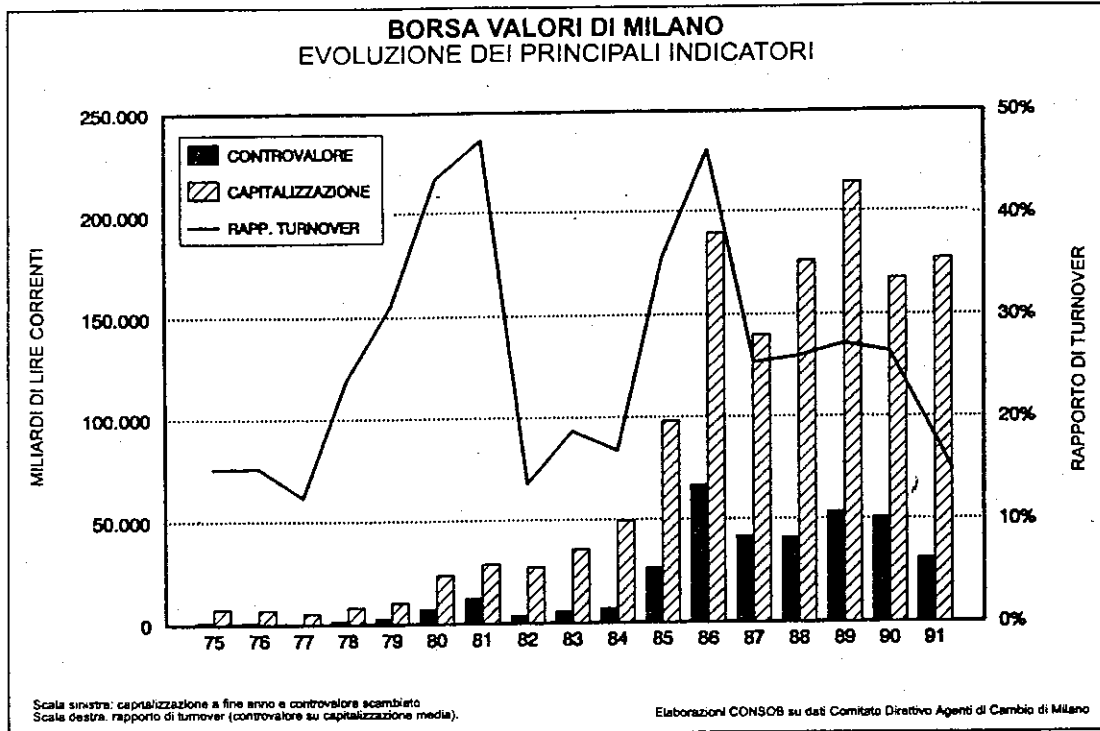
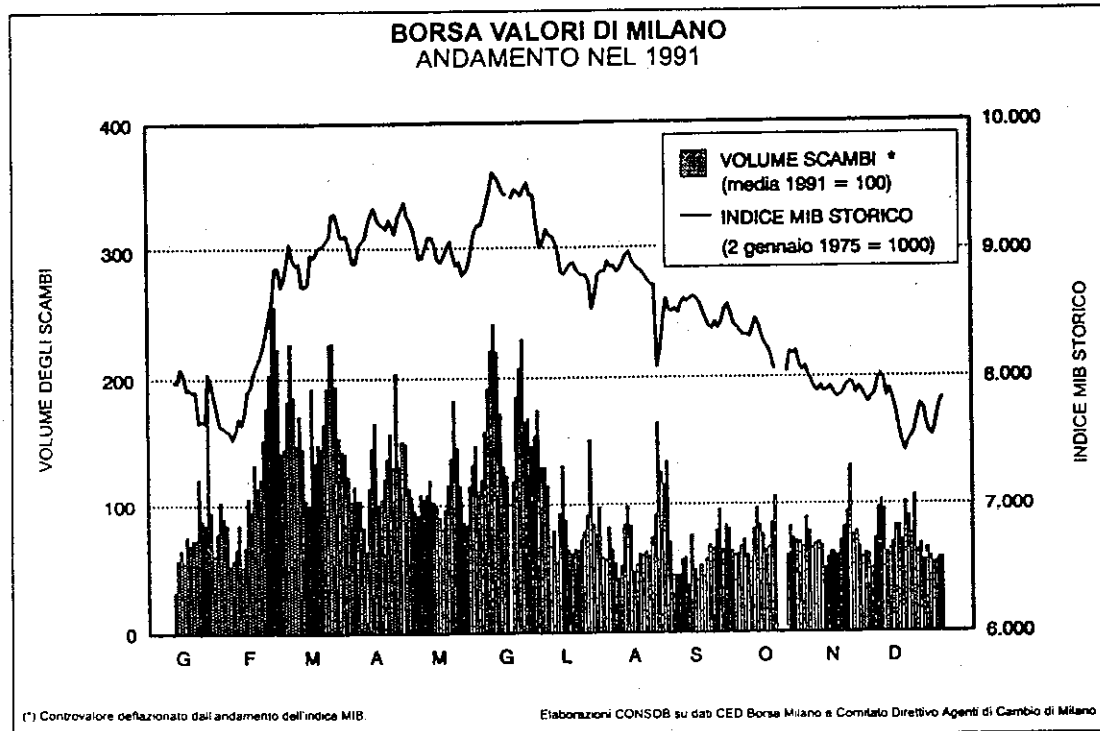


GRAFICO 13



(*) Controvalore deflazionato dall'andamento dell'indice MIB.

economia mondiale. D'altra parte le speranze di un positivo ruolo di trascinamento della crescita dell'economia tedesca sono andate scemando man mano che le valutazioni sui costi della riunificazione fornivano indicazioni tutt'altro che ottimistiche, soprattutto dal lato delle spinte inflazionistiche e sulle conseguenti misure di contenimento messe in atto dalle autorità monetarie tedesche.

Con il manifestarsi sempre più evidente degli effetti della recessione nei principali paesi industrializzati, ad eccezione della Germania, si è innescata una sequenza che faceva seguire alla riduzione dei tassi di interesse il sorgere di aspettative di ulteriori riduzioni, contribuendo ad alimentare un forte interesse per il reddito fisso a scapito dell'investimento azionario.

In questa fase il mercato azionario italiano è parso risentire principalmente dei temi internazionali sopracitati; i fattori specifici, quali ad esempio i segnali contrastanti provenienti dagli annunci sugli utili '90 e sulla distribuzione dei relativi dividendi sono sembrati avere un impatto marginale.

I risultati di bilancio del 1990 hanno risentito della sfavorevole congiuntura che ha portato ad una sensibile riduzione degli utili consolidati, spiegata, in primo luogo, dal calo degli utili subito dalle principali società industriali (Fiat, Olivetti, Montedison, Enichem). L'arrivo sul mercato di tali dati, in larga parte già previsti e quindi anticipati dall'andamento borsistico degli ultimi mesi del 1990, ha avuto un effetto atipico per cui, ad esempio, la conferma del dividendo Fiat al livello dell'anno precedente si è riflesso positivamente sulle quotazioni.

Il *pay-out ratio*, che mette a confronto i dividendi con gli utili civilistici, ha risentito del non positivo andamento degli utili, dal momento che, pur con diverse eccezioni, le società hanno mediamente preferito erogare una percentuale di utili inferiore a quella degli anni precedenti.

Si può affermare pertanto che la diffusione nei primi mesi del 1991 dei dati sui risultati di bilancio 1990 delle singole società quotate ha esercitato una ridotta influenza sulle quotazioni dei titoli, provocando al più un rallentamento del ritmo di crescita del trend al rialzo senza determinarne un'inversione.

Al rallentamento del ritmo di crescita del trend rialzista sembrano poi aver contribuito la definitiva conversione in legge (102/1991) della normativa riguardante l'imposizione sui *capital gains*, le incertezze sulla stabilità del quadro politico e la negativa evoluzione degli aggregati della finanza pubblica, che hanno portato ad una serie di interventi finalizzati al rispetto dell'obiettivo del deficit pubblico stabilito nella legge finanziaria del 1991. In questo contesto si è inserita anche la riduzione del tasso ufficiale di sconto dal 12,5% all'11,5%, decisa nel corso del mese di maggio.

In questa fase dell'anno la Consob, con la delibera n. 5297 del 16 maggio, è intervenuta a modificare le modalità di costituzione dei depositi in contanti a garanzia dei contratti a termine (di cui alla delibera Consob n. 929 del 3 luglio 1981 e successive modificazioni), al fine di renderle più aderenti alle necessità operative del mercato. In particolare è stata prevista per i committenti la possibilità di versare contestualmente al conferimento dell'ordine solo il 50% dell'importo dovuto, differendo il deposito del residuo ammontare da costituire in garanzia (ovvero dei titoli, nel caso di vendite allo scoperto) fino al giorno precedente quello dei riporti del mese borsistico in cui è stata posta in essere l'operazione. La stessa delibera ha inoltre abbassato al 40% la misura dello scarto di garanzia da applicare nei contratti di riporto.

Tali misure sono state adottate al fine di contenere gli effetti negativi sulla liquidità del mercato degli obblighi di cui alla delibera n. 929/1981, senza però far venire meno per gli intermediari le garanzie dal rischio di inadempimento dei loro committenti.

Il 3 giugno l'indice MIB corrente ha fatto segnare il massimo dell'anno a quota 1205, con una *performance* rispetto a fine 1990 perfettamente allineata su quella delle altre piazze internazionali. Tale sincronia, come anche evidenziato da autorevoli commentatori internazionali, non rifletteva però le differenti posizioni di ciascun paese all'interno della fase del ciclo economico. In particolare è stato sottolineato che mentre gli Stati Uniti erano giunti al punto di svolta inferiore del ciclo economico, le altre economie, in special modo quelle dell'Europa continentale, erano ancora coinvolte nella fase di rallentamento. L'ottimismo delle piazze europee, è stato notato, era giustificato da aspettative inflazionistiche inferiori rispetto a quelle statunitensi, da una sottovalutazione dei titoli azionari rispetto a quelli a reddito

fisso, e da tassi attesi di crescita del PIL che, seppur in rallentamento, sarebbero dovuti comunque risultare almeno pari a quello statunitense.

Per il mercato azionario italiano il mese di giugno ha segnato la fine della sincronia con le altre piazze finanziarie internazionali e l'avvio di un trend al ribasso che è proseguito fino alla fine dell'anno. La seconda parte del 1991 è stata caratterizzata da scarsi volumi di negoziazione e da contenute variazioni giornaliere dell'indice, con l'eccezione della settimana dal 19 al 23 agosto turbata dagli eventi eccezionali verificatisi nell'URSS.

In occasione di quest'ultima circostanza il Presidente della Consob riteneva opportuno intervenire con il provvedimento urgente n. 29/1991 del 19 agosto, imponendo il divieto di vendere allo scoperto al fine di evitare che eventuali componenti speculative anomale potessero innescare spirali ribassiste in un mercato fortemente turbato da circostanze straordinarie.

Il trend negativo della borsa italiana, sia in termini di volumi che di quotazioni, è stato alimentato, inizialmente, dalle polemiche sui regolamenti in via di emanazione in attuazione della legge 1/1991, culminate con lo sciopero dei procuratori di borsa del 10 giugno, e da eventi specifici quali l'annuncio del provvedimento di rivalutazione obbligatoria tassata delle attività immobiliari delle società (che si ripercuoteva in particolar modo sui titoli del settore assicurativo), l'inizio di una serie di casi di insolvenze di alcuni intermediari (Cambio Commissionaria, caso Dominion, ecc.) con i conseguenti slittamenti delle liquidazioni mensili e, a partire dal 1° luglio 1991, l'incremento delle aliquote effettive di imposta sui *capital gains* (previste dal regime forfettario) per alcuni titoli di notevole peso sulla capitalizzazione di borsa.

Quest'ultimo evento ha certamente contribuito a ridurre l'attività sul mercato, dal momento che la quasi totalità degli operatori soggetti all'IRPEF ha optato, al momento dell'entrata in vigore della legge, per il regime forfettario. L'incremento dell'aliquota dal 3 al 10,5 per mille si è così tradotta in un forte aumento dei costi di transazione. L'effetto dell'imposizione è stato pertanto quello di frenare l'operatività di chi, intervenendo sul breve, sfruttava momentanei sbalzi delle quotazioni; il nuovo regime di tassazione ha inoltre reso più oneroso il ribilanciamento dei portafogli.

La tassazione dei *capital gains* ha determinato anche un aumento dei costi delle operazioni a premio aumentando nello stesso tempo gli abbandoni al momento della risposta premi, e contribuendo anche, per questa via, ad una ulteriore riduzione della vivacità degli scambi sul mercato a termine fisso.

Una contrazione del volume di attività per un periodo di tempo così prolungato trova pochi precedenti nella storia della borsa italiana degli ultimi anni. Deflazionando la serie dei controvalori scambiati, i valori mensili della seconda metà del 1991 si posizionano tra i livelli più bassi dal 1980 (vedi grafico 14). Il fenomeno di riduzione del volume degli scambi nella seconda parte dell'anno ha interessato anche le altre piazze mondiali, ma in nessuna esso ha avuto un'intensità ed una durata paragonabili a quelle registrate sulla borsa italiana. La rarefazione dell'attività ha inciso anche sul processo di diversificazione, che vedeva da anni gradualmente ridursi il grado di concentrazione degli scambi sui principali titoli. Tale processo (tav. 3) ha subito una leggera inversione rispetto al trend degli ultimi cinque anni, sicché i primi 20 titoli per controvalore scambiato sono tornati a coprire oltre il 50% del controvalore complessivo degli scambi.

Osservando invece la composizione del listino per classi di controvalore medio giornaliero trattato (tav. a14 dell'Appendice) si può notare una netta accelerazione del fenomeno, già rilevato nel 1990, dell'aumento del numero di titoli collocati nelle classi inferiori. In particolare, la percentuale di titoli con un volume medio di scambi giornalieri inferiore a 100 milioni di lire è salita dal 27% del 1989 al 32% nel 1990 e ad oltre il 50% nel 1991.

Il netto peggioramento della liquidità del mercato può essere anche colto osservando la riduzione della percentuale di titoli che hanno fatto registrare scambi in tutte le sedute dell'anno (tav. a13 dell'Appendice). Tale percentuale è passata da oltre il 54% nel 1990 a circa il 38% nel 1991, con un peggioramento meno pronunciato per i titoli appartenenti alla categoria delle risparmio. La percentuale di titoli non scambiati in oltre 50 sedute risulta quasi raddoppiata rispetto al 1990.

GRAFICO 14

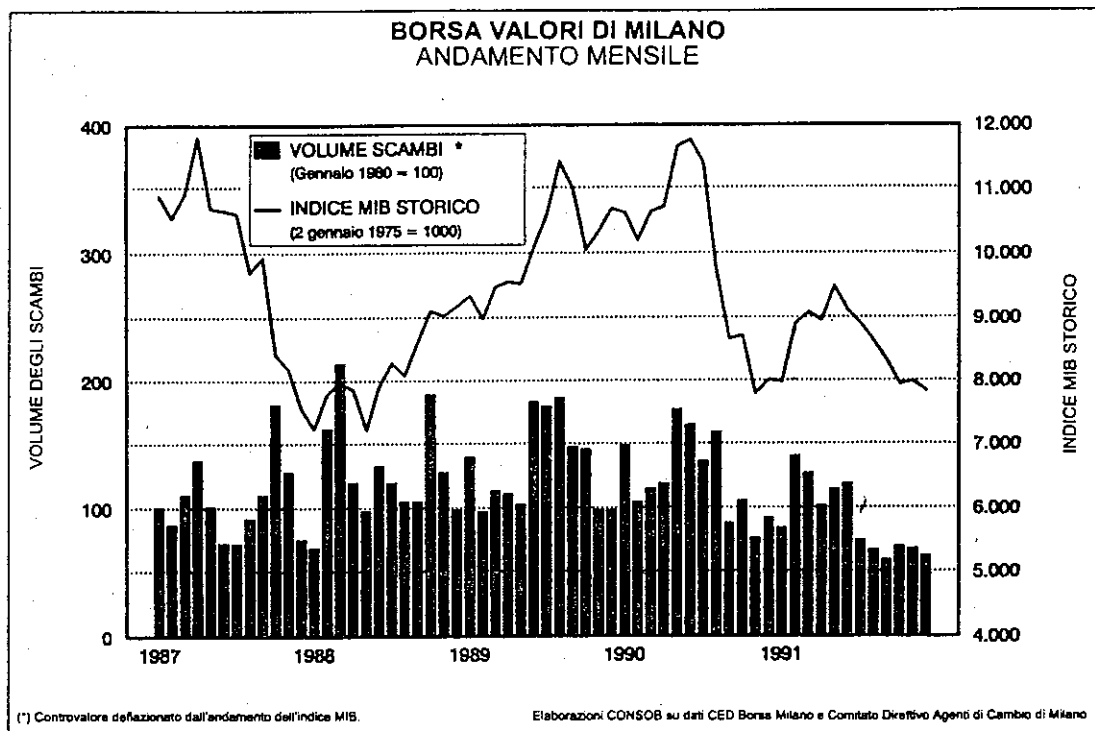


TAVOLA 3

**BORSA VALORI DI MILANO
GRADO DI CONCENTRAZIONE DEL VOLUME DEGLI SCAMBI**
(incidenza dei primi 5, 10, 20 e 30 titoli azionari sul totale 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%
1991	26,3%	39,2%	52,1%	60,7%

Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano.

Osservando la tavola a4 dell'Appendice è possibile rilevare come il 1991 si segnali per un mercato ridimensionamento del valore del rapporto di *turnover*. Dopo l'impennata del periodo 1985-86, il rapporto si era stabilizzato, nei quattro anni successivi, intorno al 26%, per scendere nello scorso anno al 18%.

Negli ultimi mesi dell'anno il clima di incertezza non è venuto meno ed ha trovato alimento nelle vicende legate agli agenti di cambio Ancona, presso la borsa di Genova, e Capelli presso la borsa di Milano; conseguentemente, alla fine di ottobre, l'indice MIB corrente è sceso sotto quota 1.000.

La pesante perdita di Wall Street il venerdì 15 novembre (-3,9%), accentuatasi in particolare nelle fasi finali della seduta, ha fatto aumentare le preoccupazioni per la riapertura del mercato il lunedì successivo. In tale situazione il Presidente della Consob, con il provvedimento urgente n. 48/1991 del 18 novembre, ha disposto il temporaneo divieto di eseguire operazioni di vendita allo scoperto, che è stato revocato solo a decorrere dal 19 dicembre.

Nella prima metà del mese di dicembre, in un mercato ancora turbato da difficoltà tecniche (slittamento della liquidazione di novembre) e dall'insolvenza dell'agente di cambio Sozzi, l'indice MIB è sceso ai livelli minimi dell'anno (931 il 10 dicembre).

Nella fase finale dell'anno, nonostante un ulteriore caso di insolvenza di due agenti di cambio di Torino, si è assistito ad un leggero recupero (+5,4% dal minimo del 10 dicembre).

3.2 La negoziazione in continua

Il 25 novembre 1991 ha preso l'avvio la contrattazione sul Sistema Telematico delle Borse Valori Italiane. In un primo periodo, dal 25 novembre 1991 al 15 gennaio 1992, sono stati introdotti cinque titoli che, per le loro specifiche caratteristiche, hanno consentito di sperimentare la funzionalità del nuovo sistema.

I titoli sono stati selezionati escludendo innanzitutto i titoli che, di norma, non sono scambiati nel «durante». È infatti ragionevole ritenere che tali titoli presentino condizioni di scarsa liquidità. Sono stati così individuati poco più di una quarantina di titoli, dai quali sono poi stati esclusi quelli maggiormente trattati (Generali, Fiat ord., ecc.). Si è considerato infatti che, in una prima fase, un numero troppo elevato di ordini su un singolo titolo potesse produrre difficoltà nella gestione delle contrattazioni da parte del sistema. Al tempo stesso sono stati esclusi quelli che, nonostante fossero di norma trattati nel «durante», non davano luogo ad un numero di contratti tale da produrre un mercato attivo.

Sono stati così individuati circa trenta titoli che nel periodo ottobre 1990-marzo 1991 avevano registrato mediamente un numero di contratti giornaliero compreso fra 100 e 300. Per la successiva selezione si è tenuto conto del settore economico e del gruppo di appartenenza, al fine di rendere il campione il più rappresentativo possibile.

Sono stati così individuati i titoli Cir, Comit, Fiat priv., Ferruzzi Finanziaria e Ras cui sono stati aggiunti, a partire dal 16 gennaio 1992, i titoli Benetton, Sip ord., Italgas, Italcementi e Gottardo Ruffoni.

Il mercato ha dimostrato di adeguarsi velocemente al nuovo sistema di contrattazione senza i temuti effetti negativi sui volumi trattati.

Come detto in precedenza, il dato più significativo che emerge dalle prime sedute è quello relativo ai volumi di contrattazione. I dati riportati nelle tavole 4 e 5 evidenziano come, complessivamente, il passaggio dal mercato alle grida alla contrattazione in continua abbia influito positivamente sui volumi scambiati su questo insieme di titoli (il condizionale è d'obbligo sia per la ristrettezza del periodo osservato, sia per la particolare fase negativa registrata dal mercato azionario nel periodo in esame).

D'altro canto, l'incremento dei volumi di contrattazione sui titoli negoziati in continua è attribuibile al fatto che il circuito telematico, per le sue caratteristiche strutturali di *matching* automatico delle proposte di negoziazione esposte sul *book*, consente di realizzare appieno il principio della concentrazione degli scambi in borsa.

La quota sul controvalore scambiato complessivamente alla borsa valori di Milano fatta registrare dai due gruppi di titoli successivamente all'avvio della contrattazione telematica, è sostanzialmente superiore a quella fatta registrare in precedenza.

GRAFICO 15

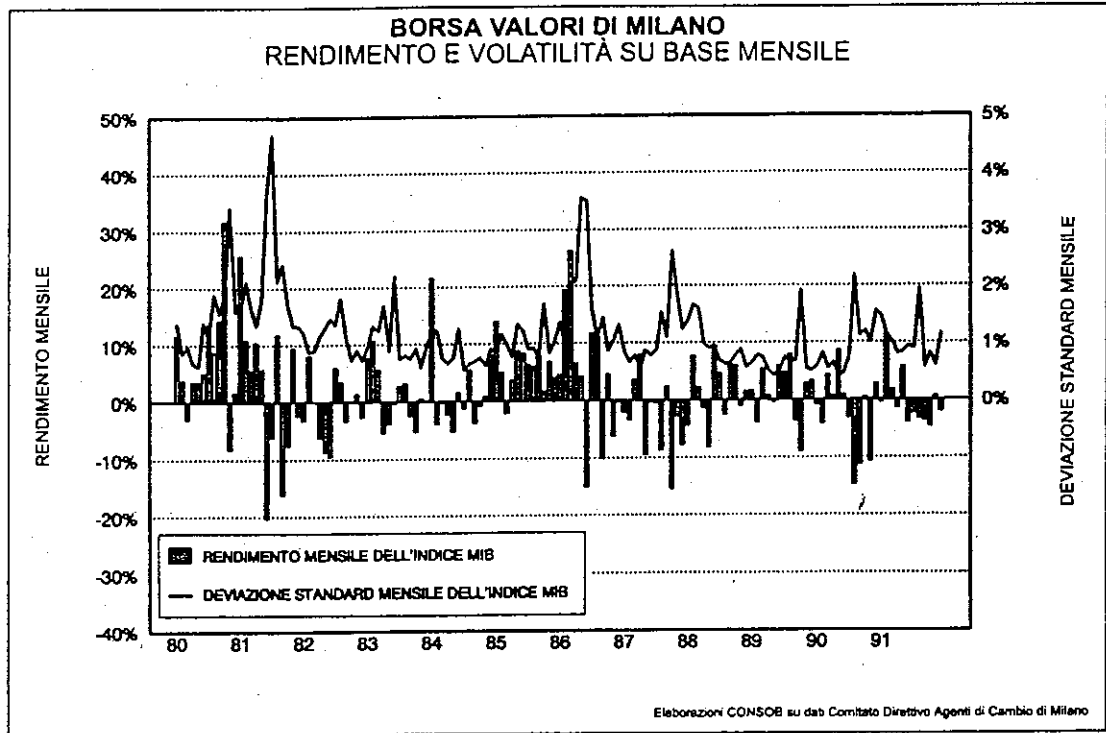


GRAFICO 16

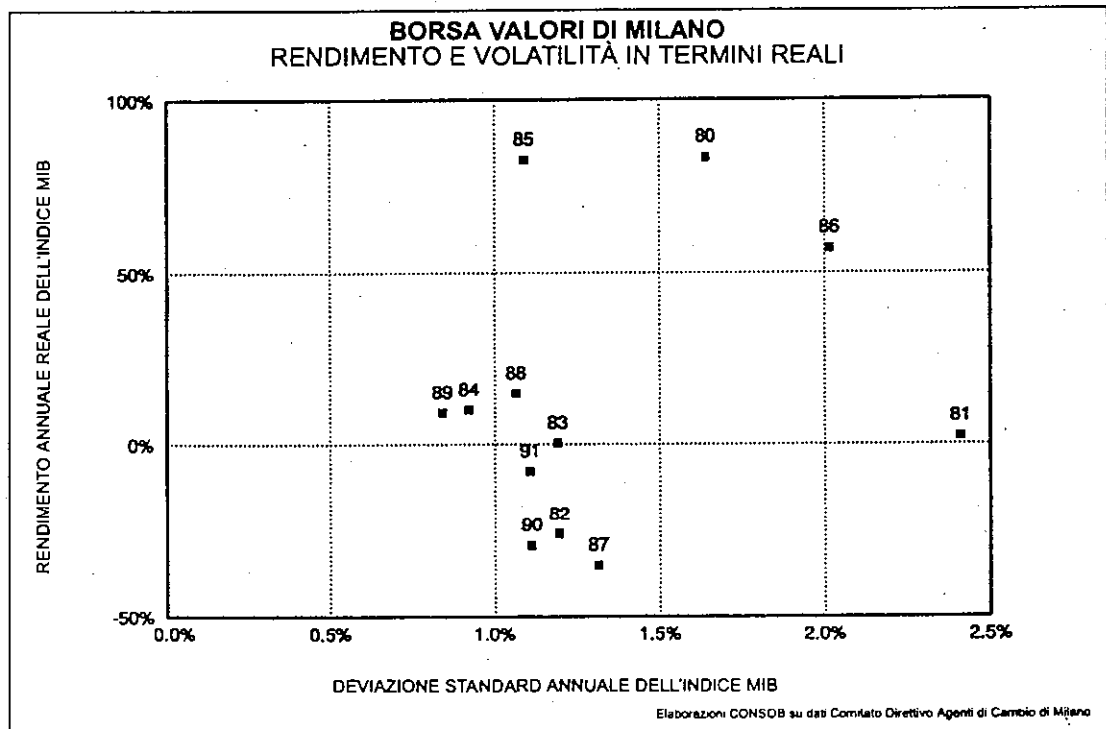


TAVOLA 4

BORSA VALORI DI MILANO - NEGOZIAZIONE IN CONTINUA
(inizio del circuito telematico: 25 novembre 1991)

	SCAMBI TELEMATICO		4° TRIMESTRE 1991: CONFRONTO (1)			
	QUANTITÀ (milioni)	CONTRO- VALORE (miliardi di lire)	CONTROVALORE GIORNA- LIERO (miliardi di lire)		RAPPORTO DI TURNOVER (2)	
			Grida	Telematico	Grida	Telematico
BCA COMMERCIALE IT.	20.871	78,345	1,683	3,264	11,9%	25,5%
CIR-COMP IND RIUNITE	17,140	29,909	0,468	1,246	9,9%	30,3%
FERRUZZI FIN	10,190	17,030	0,684	0,710	7,7%	8,8%
FIAT PRIV	22,987	74,184	1,511	3,091	19,8%	41,8%
RAS FRAZ	2,878	54,577	0,968	2,274	9,3%	20,1%
TOTALE	74,066	254,045	5,314	10,585	11,6%	24,2%

(1) Dati dal 1° ottobre al 22 novembre per il mercato ad asta a chiamata e dal 25 novembre al 31 dicembre per il telematico.

(2) Rapporto percentuale tra controvalore degli scambi e capitalizzazione media.

Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano.

TAVOLA 5

NEGOZIAZIONE IN CONTINUA
PESO SUL CONTROVALORE COMPLESSIVO DEI TITOLI TRATTATI
IN CONTINUA

(dati in percentuale del totale scambiato a Milano)

	TITOLI IMMESSI IL 25-11-1991	TITOLI IMMESSI IL 16-01-1992
<i>1991</i>		
Gennaio	8,8	3,5
Febbraio	9,2	4,3
Marzo	8,6	4,3
Aprile	8,0	4,3
Maggio	11,4	3,5
Giugno	10,3	3,7
Luglio	10,4	5,5
Agosto	10,1	4,7
Settembre	7,6	6,1
Ottobre	7,5	10,9
Novembre (fino al 24)	6,1	9,6
Novembre (dal 25 al 30)	14,3	9,6
Dicembre	11,6	7,1
<i>1992</i>		
Gennaio (fino al 15)	14,3	7,8
Gennaio (dal 16 al 31)	14,3	9,9

Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano.

Occorre tuttavia sottolineare che il confronto tra i periodi precedente e successivo l'avvio della contrattazione in continua non è perfettamente omogeneo in quanto, con il nuovo sistema, viene realizzato, tramite il collegamento tra le diverse borse valori, il mercato unico nazionale. Tutto ciò ha comportato l'unificazione di scambi che, precedentemente, venivano realizzati, e registrati, su piazze diverse. D'altra parte, l'accesso al mercato unico nazionale ha ridimensionato il peso della borsa valori di Milano rispetto alle altre. In un confronto molto grezzo tra la ripartizione degli scambi e delle proposte immesse nel sistema telematico secondo la piazza di provenienza la piazza milanese ha registrato nel 1991 una diminuzione del proprio peso di circa 13 punti percentuali. Contemporaneamente è aumentato consistentemente il peso delle borse di Torino, Roma e Genova.

Una particolarità del mercato in continua italiano sembrerebbe emergere dall'osservazione della ripartizione del volume di contrattazione tra le due fasi previste (apertura e negoziazione in continua). Il sistema prevede una fase di apertura, nella quale le proposte inserite concorrono a formare il prezzo sulla base di un meccanismo di asta multilaterale, mentre nella fase successiva gli scambi avvengono su base bilaterale attraverso l'accoppiamento automatico delle proposte esposte sul *book* di negoziazione. Da una prima analisi dei dati del mercato telematico italiano emergerebbe che, a differenza degli altri mercati telematici che pure prevedono una fase di apertura con il sistema dell'asta multilaterale, meno del 10% degli scambi si concentra nella fase di apertura (percentuali superiori si registrano sia a Parigi che a Madrid).

3.3 Le operazioni dei gruppi

Le comunicazioni rese alla Consob in ottemperanza al disposto della delibera n. 2681 del 28 gennaio 1987, che impone l'obbligo di tempestiva comunicazione delle operazioni su azioni quotate effettuate dalla stessa società emittente o da società appartenenti allo stesso gruppo cui appartiene la società emittente, consentono di fare alcune considerazioni in merito all'operatività dei gruppi sul mercato.

Nella tavola 6 sono riportati i dati globali per gli anni dal 1987 al 1991. Le dichiarazioni prese in considerazione riguardano esclusivamente i titoli trattati sul listino ufficiale a termine fermo della borsa valori di Milano. Il mercato ristretto è stato escluso in quanto presenta caratteristiche del tutto peculiari. Allo stesso modo sono state escluse le dichiarazioni riguardanti le operazioni a premio. Nella tavola sono riportati distintamente i dati riguardanti le operazioni in acquisto ed in vendita comunicate e la loro somma. Per ciascun anno sono indicati il numero delle segnalazioni pervenute, il numero dei titoli interessati ed il controvalore complessivo trattato.

I dati totali mostrano una tendenza alla riduzione del numero di titoli e del numero di segnalazioni ed una certa stabilità del loro controvalore. Si deve comunque tenere presente che oscillazioni nell'entità dei controvalori totali sono imputabili a singole operazioni di importo rilevante; in particolare nel 1991 l'acquisto da parte del gruppo ENI del pacchetto Enimont (ora Enichem) detenuto dal gruppo Ferruzzi ha fatto registrare un'operazione del valore di circa 4.200 miliardi (pari a poco meno della metà del controvalore complessivo degli acquisti comunicati nell'anno).

Mentre nel periodo 1988-1990 il controvalore delle operazioni in acquisto ed in vendita è risultato equivalente, nel 1987 e nell'anno appena trascorso il controvalore degli acquisti è risultato nettamente superiore. In termini di numero di segnalazioni, invece, in tutti gli anni (ad eccezione del 1989) gli acquisti risultano pressoché doppi rispetto alle vendite.

Occorre precisare che le comunicazioni inviate ai sensi della sopracitata delibera riguardano tutte le operazioni (superiori al 20% di quanto scambiato in borsa o comunque superiori al miliardo di controvalore, per i titoli trattati alla borsa di Milano, e a 50 milioni per i titoli trattati su altre piazze) effettuate sui propri titoli da parte degli emittenti e/o dalle società appartenenti allo stesso gruppo. Ciò non consente di distinguere le operazioni aventi la caratteristica dell'eccezionalità che, pertanto, non sono rilevanti ai fini dell'analisi del comportamento dei gruppi sul mercato. Nell'analisi, allora, si è proceduto ad elaborare un'ulteriore serie di dati (tav. 7) dai quali sono state escluse le operazioni di controvalore unitario superiori ai 2 miliardi di lire, nell'ipotesi (peraltro assai semplicistica) che tale filtro consenta di eliminare le transazioni aventi la caratteristica dell'eccezionalità.

TAVOLA 6

DICHIARAZIONI SULLE OPERAZIONI EFFETTUATE DAI GRUPPI
AI SENSI DELLA DELIBERA CONSOB 2681

Totale operazioni

	N. segnalazioni	Controvalore Miliardi di lire
1987	22.015	10.870
1988	24.487	11.229
1989	17.846	12.853
1990	15.417	10.625
1991	17.123	14.017

Acquisti

	N. segnalazioni	N. titoli	Controvalore Miliardi di lire
1987	14.411	211	6.762
1988	16.151	199	5.706
1989	9.814	181	6.484
1990	9.526	174	5.605
1991	11.628	179	9.900

Vendite

	N. segnalazioni	N. titoli	Controvalore Miliardi di lire
1987	7.604	190	4.108
1988	8.336	173	5.523
1989	8.032	176	6.369
1990	5.891	168	5.020
1991	5.495	149	4.117

Elaborazioni Consob.

Il limite di 2 miliardi è stato determinato con riferimento alla distribuzione per classi del numero di segnalazioni pervenute ed ai relativi controvalori. Sembra utile ricordare che, dato il rapporto che lega la liquidità del singolo titolo (misurata in termini di controvalore medio giornaliero degli scambi) e l'eccezionalità dell'operazione, il limite dei due miliardi introduce un elemento distorsivo per i titoli più sottili in quanto non elimina del tutto le operazioni fuori borsa e tende, quindi, a sopravvalutare l'effetto medio. In ogni caso le operazioni di controvalore unitario inferiore a due miliardi rappresentano, come indicato nella tavola 6, dal 97 al 99% del totale del numero delle segnalazioni pervenute. Le stesse operazioni, in termini di controvalore, rappresentano invece da un minimo del 13% ad un massimo del 30% del totale.

Anche nella serie dei dati depurata dalle operazioni di controvalore superiore a 2 miliardi permane, pressoché nella stessa misura, una netta prevalenza delle operazioni in acquisto sia come controvalore delle stesse che come numero di segnalazioni.

TAVOLA 7

DICHIARAZIONI SULLE OPERAZIONI EFFETTUATE DAI GRUPPI
AI SENSI DELLA DELIBERA CONSOB 2681
DI CONTROVALORE FINO A 2 MILIARDI

Totale operazioni

	N. segnalazioni		Controvalore	
		% sul totale	Miliardi di lire	% sul totale
1987	21.774	98,9%	2.289	21,1%
1988	24.171	98,7%	2.751	24,5%
1989	17.279	96,8%	3.153	24,5%
1990	14.917	96,8%	3.055	28,8%
1991	16.822	98,2%	2.001	14,3%

Acquisti

	N. segnalazioni		N. titoli	Controvalore	
		% sul totale		Miliardi di lire	% sul totale
1987	14.293	99,2%	205	1.527	22,6%
1988	15.991	99,0%	188	1.763	30,9%
1989	9.486	96,7%	163	1.716	26,5%
1990	9.235	96,9%	165	1.858	33,1%
1991	11.455	98,5%	168	1.356	13,7%

Vendite

	N. segnalazioni		N. titoli	Controvalore	
		% sul totale		Miliardi di lire	% sul totale
1987	7.481	98,4%	185	762	18,5%
1988	8.180	98,1%	162	988	17,9%
1989	7.793	97,0%	163	1.437	22,6%
1990	5.682	96,5%	153	1.197	23,8%
1991	5.367	97,7%	137	645	15,7%

Elaborazioni Consob.

I dati non filtrati mostrano una progressiva riduzione del numero medio giornaliero di segnalazioni ed un contestuale aumento del valore medio delle operazioni segnalate (tav. 8). Tale tendenza, seppur meno pronunciata, permane anche se si esaminano i dati medi relativi alle segnalazioni di controvalore unitario fino a 2 miliardi (tav. 9). Sono inoltre da sottolineare le differenze qualitative tra le segnalazioni in acquisto e quelle in vendita. Le prime, infatti, sono generalmente di entità inferiore alle seconde (si rammenti che il dato del 1991 è distorto) ma, in media, molto più frequenti.

Tale dato potrebbe indicare che i gruppi tendono a sostenere il corso dei propri titoli con acquisti continui ma di dimensioni contenute mentre, nel momento in cui debbono alleggerire i loro portafogli, cedono i titoli con operazioni di taglio più elevato che, ad esempio, potrebbero avere come contropartita investitori istituzionali.

TAVOLA 8

DICHIARAZIONI SULLE OPERAZIONI EFFETTUATE DAI GRUPPI
AI SENSI DELLA DELIBERA CONSOB 2681
RAPPORTI CARATTERISTICI

Totale operazioni

	N. segnalazioni medie giornaliere	Controvalore medio per dichiarazione Milioni di lire	Controvalore segnalato su scambi di Milano
1987	87	494	25,9%
1988	97	459	27,2%
1989	71	720	24,1%
1990	61	689	21,0%
1991	68	819	45,7%

Acquisti

	N. segnalazioni medie giornaliere	Controvalore medio per dichiarazione Milioni di lire	Controvalore segnalato su scambi di Milano
1987	57	469	16,1%
1988	64	353	13,8%
1989	39	661	12,1%
1990	38	588	11,1%
1991	46	851	32,3%

Vendite

	N. segnalazioni medie giornaliere	Controvalore medio per dichiarazione Milioni di lire	Controvalore segnalato su scambi di Milano
1987	30	540	9,8%
1988	33	663	13,4%
1989	32	793	11,9%
1990	23	852	9,9%
1991	22	749	13,4%

Elaborazioni Consob.

Un'ultima considerazione va fatta riguardo al peso delle operazioni dei gruppi sul totale degli scambi registrati alla borsa valori di Milano. Il controvalore complessivo di queste operazioni rappresenta, in media, il 25% di quanto trattato su questa piazza nel corso di ciascun anno. Se tuttavia si fa riferimento alle sole operazioni inferiori a due miliardi, questa quota si riduce a meno del 7%.

TAVOLA 9

DICHIARAZIONI SULLE OPERAZIONI EFFETTUATE DAI GRUPPI
AI SENSI DELLA DELIBERA CONSOB 2681 FINO A 2 MILIARDI
RAPPORTI CARATTERISTICI

Totale operazioni

	N. segnalazioni medie giornaliere	Controvalore medio per dichiarazione (Milioni di lire.)	Controvalore segnalato su scambi di Milano
1987	86	105	5,5%
1988	96	114	6,7%
1989	69	182	5,9%
1990	59	205	6,0%
1991	67	119	6,5%

Acquisti

	N. segnalazioni medie giornaliere	Controvalore medio per dichiarazione (Milioni di lire)	Controvalore segnalato su scambi di Milano
1987	56	107	3,6%
1988	63	110	4,3%
1989	38	181	3,2%
1990	37	201	3,7%
1991	46	118	4,4%

Vendite

	N. segnalazioni medie giornaliere	Controvalore medio per dichiarazione (Milioni di lire)	Controvalore segnalato su scambi di Milano
1987	29	102	1,8%
1988	32	121	2,8%
1989	31	184	2,7%
1990	23	211	2,4%
1991	21	120	2,1%

Elaborazioni Consob.

Nel grafico 17 sono confrontati l'andamento dei saldi giornalieri delle operazioni di controvalore unitario fino ai 2 miliardi e l'andamento dell'indice MIB. È sufficientemente evidente in tutto l'orizzonte temporale una correlazione inversa tra l'andamento medio del mercato e il segno e l'entità dei saldi delle operazioni comunicate.

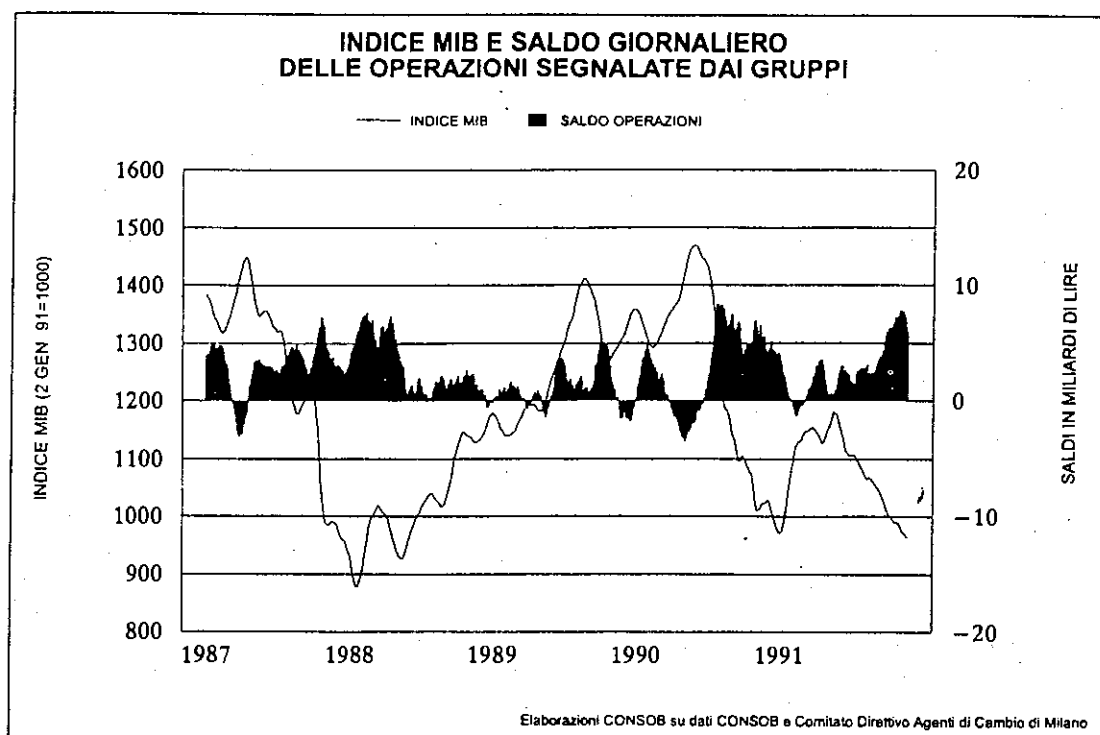
Il 1991 è caratterizzato da una progressiva riduzione dei saldi positivi a fronte di una fase di recupero dei corsi; tuttavia non appena questa viene meno e l'indice riprende il trend al ribasso i saldi delle operazioni comunicate tornano ad essere positivi in modo consistente.

A livello aggregato potrebbe, quindi, trovare una conferma l'ipotesi che l'attività dei gruppi sul mercato è tendenzialmente rivolta a sostenere il corso dei titoli nelle fasi di mercato «orso» e che questa attività rimane costante fino a che non si verifica una inversione di tendenza nel ciclo. Tale opera rallenta nelle fasi positive del mercato assumendo, anzi, valenza di intervento calmieratore.

3.4 Le operazioni allo scoperto

Alla fine del 1990 la Consob, con i provvedimenti urgenti 41/1990 e 51/1990, aveva istituito un sistema di rilevazione delle vendite allo scoperto e delle relative ricoperture poste in essere dagli intermediari di borsa.

GRAFICO 17



A partire dalla seconda metà del 1991 tali informazioni, inizialmente disponibili su supporti cartacei, sono state immagazzinate su archivi magnetici; ciò ha reso possibili alcune semplici elaborazioni.

Occorre premettere che allo stato attuale le procedure non consentono una verifica automatica degli errori che, dato l'elevato numero di comunicazioni, possono essere rilevati solo campionariamente e verificati di volta in volta con gli intermediari. Valga a titolo di esempio il caso in cui, vigente il divieto di effettuare operazioni allo scoperto, venivano ugualmente comunicate operazioni scoperte seppur per importi minimi; dalle indagini effettuate si è rilevato che si trattava di ordini di vendita regolarmente assistiti dal possesso dei titoli ma eseguiti erroneamente per quantitativi leggermente superiori. Pertanto il limitato orizzonte temporale coperto dall'analisi (ristretto ulteriormente dai periodi in cui è rimasto vigente il divieto di effettuare operazioni allo scoperto) e la non perfetta pulizia dei dati possono limitare significativamente l'analisi.

Nel periodo in esame (1° luglio-31 dicembre '91) il controvalore medio giornaliero delle operazioni allo scoperto è stato di circa 7 miliardi, pari al 7,6% del controvalore medio giornaliero complessivamente scambiato sul mercato. Il valore medio dello stock di scoperto è stato di circa 150 miliardi, pari a poco più di una volta e mezza il controvalore medio giornaliero scambiato per seduta nello stesso periodo.

È tuttavia da sottolineare la scarsa significatività dei dati medi sopra indicati, dato l'andamento decrescente delle vendite allo scoperto via via che ci si approssima alla fine del ciclo operativo.

I grafici 18 e 19 riportano l'andamento giornaliero, confrontato con l'indice MIB, sia del controvalore delle operazioni allo scoperto che del valore del rapporto tra controvalore delle vendite allo scoperto e controvalore del negoziato in borsa.

In entrambi i grafici sembra rilevarsi una certa costanza di andamento, con una lieve accelerazione della pressione speculativa al ribasso nel ciclo borsistico di settembre e nel ciclo di ottobre.

GRAFICO 18

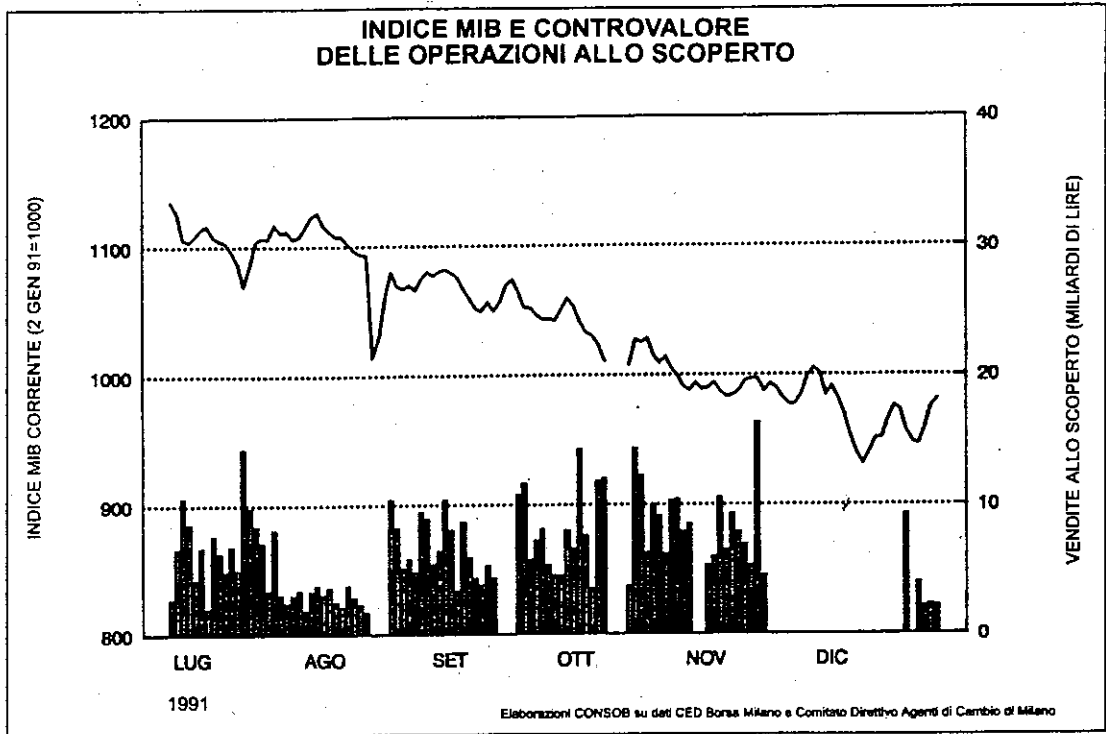
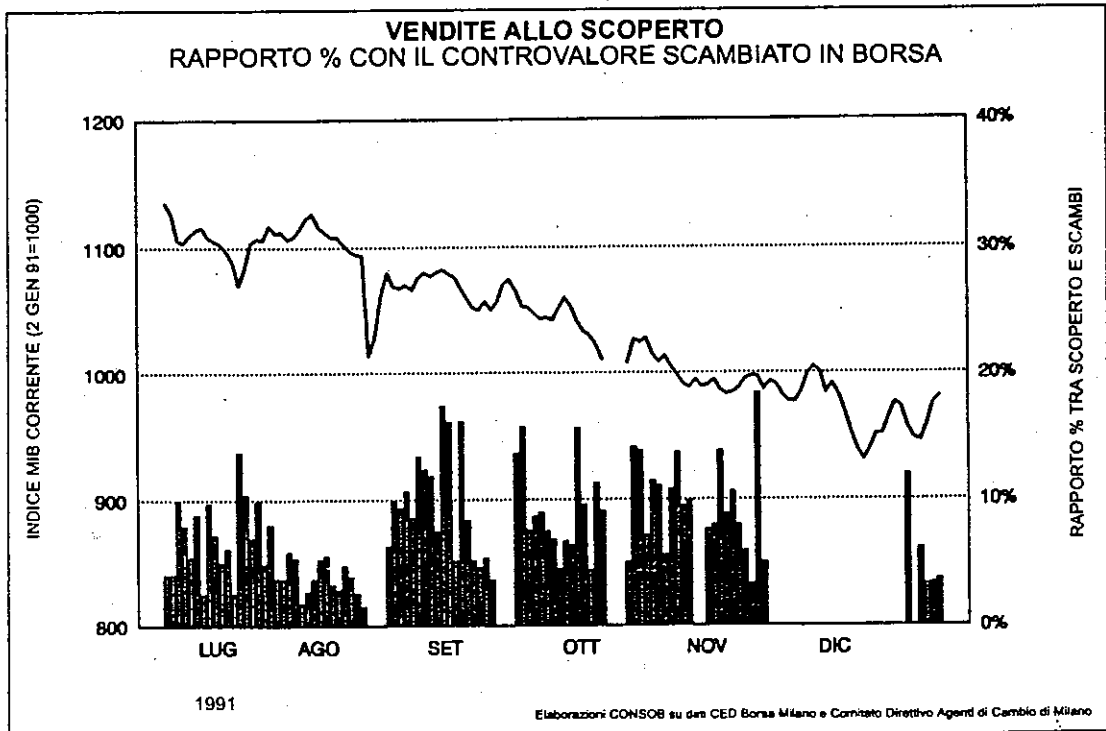


GRAFICO 19

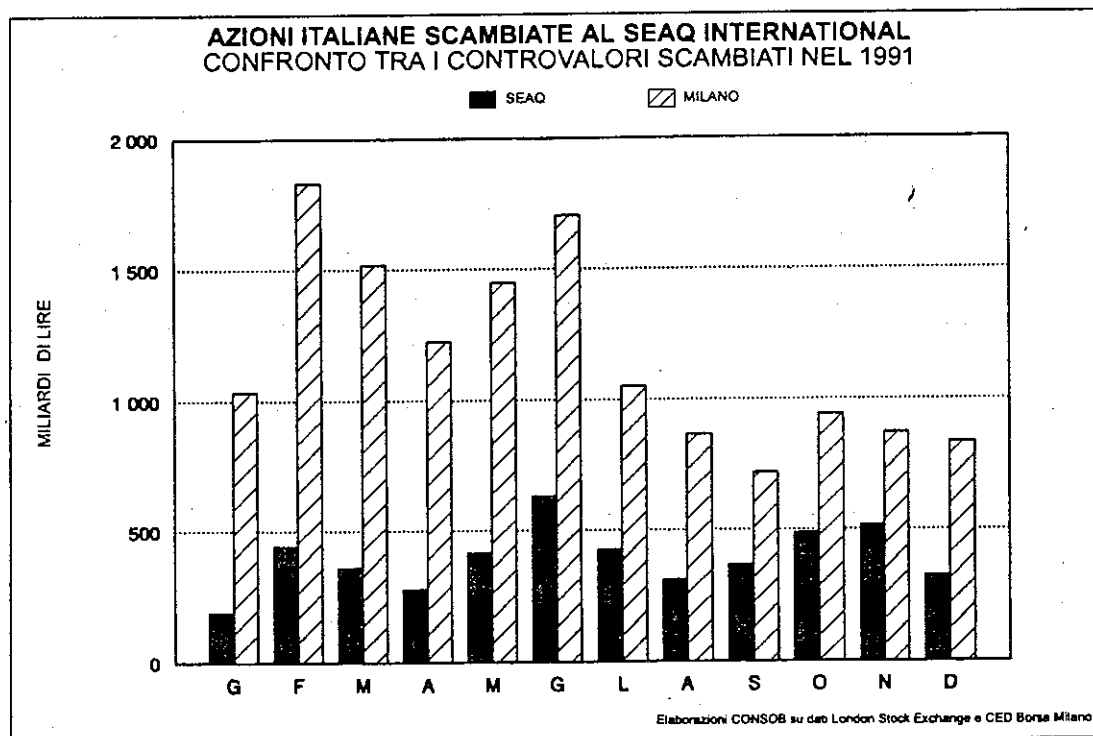


3.5 I titoli italiani trattati al SEAQ International

Nel corso del 1991 il numero di titoli italiani trattati al SEAQ International è andato progressivamente aumentando; si è infatti passati dai 14 titoli trattati alla fine del '90 ai 23 del dicembre '91 (se si esclude il titolo Enichem che è risultato scambiato solo nel mese di gennaio).

Nel grafico 20 sono riportati i controvalori mensili degli scambi al SEAQ International e quelli negoziati alla borsa valori di Milano sui titoli trattati anche al SEAQ International. I dati comunicati dal SEAQ International si riferiscono soltanto alle quantità; date le caratteristiche del mercato londinese queste ultime sono state rettificare per renderle omogenee con le rilevazioni fatte alla borsa valori di Milano e sono valorizzate ai prezzi di listino accertati su quest'ultima piazza.

GRAFICO 20



Solo nel primo semestre dell'anno le due serie di dati mostrano una certa similitudine di andamento. Il SEAQ International ha fatto registrare i maggiori volumi scambiati nel periodo, maggio-giugno, mentre la borsa italiana ha toccato i massimi nel periodo febbraio-marzo e in quello maggio-giugno. Nel secondo semestre, la riduzione dei volumi alla borsa di Milano non è stata accompagnata da un analogo andamento dei volumi al SEAQ International che ha fatto registrare un nuovo incremento nel bimestre ottobre-novembre. Ciò si è riflesso sull'andamento del rapporto tra il controvalore giornaliero trattato al SEAQ International e il controvalore complessivo (SEAQ + Milano) movimentato sui titoli presi in esame (graf. 21), che nel periodo febbraio-maggio è rimasto abbastanza costante mentre a partire dal mese di giugno è andato aumentando, seppur con qualche oscillazione, con punte che hanno superato il 55% nel mese di luglio (graf. 22).

Entrando nel dettaglio (tav. 10), i titoli per i quali la quota intermediata a Londra è risultata più elevata sono stati i due titoli telefonici, la Benetton ed il Credito Italiano. Relativamente a questi titoli una spiegazione del fenomeno è data dal loro grado di internazionalizzazione. Sip, Stet e Benetton hanno infatti effettuato collocamenti di azioni all'estero e l'Italgas ha collocato in Lussemburgo un prestito obbligazionario con warrant. Inoltre, per i primi tre l'attenzione è spiegata da una maggiore propensione degli analisti esteri per i settori delle *utilities* e delle telecomunicazioni. Rispetto alla borsa valori di Milano l'importanza delle due *blue chips* Fiat e Generali è ridimensionata mentre risulta più che doppio il peso della Stet e quasi trascurabile la trattazione dell'azione Ifi privilegiata.

GRAFICO 21

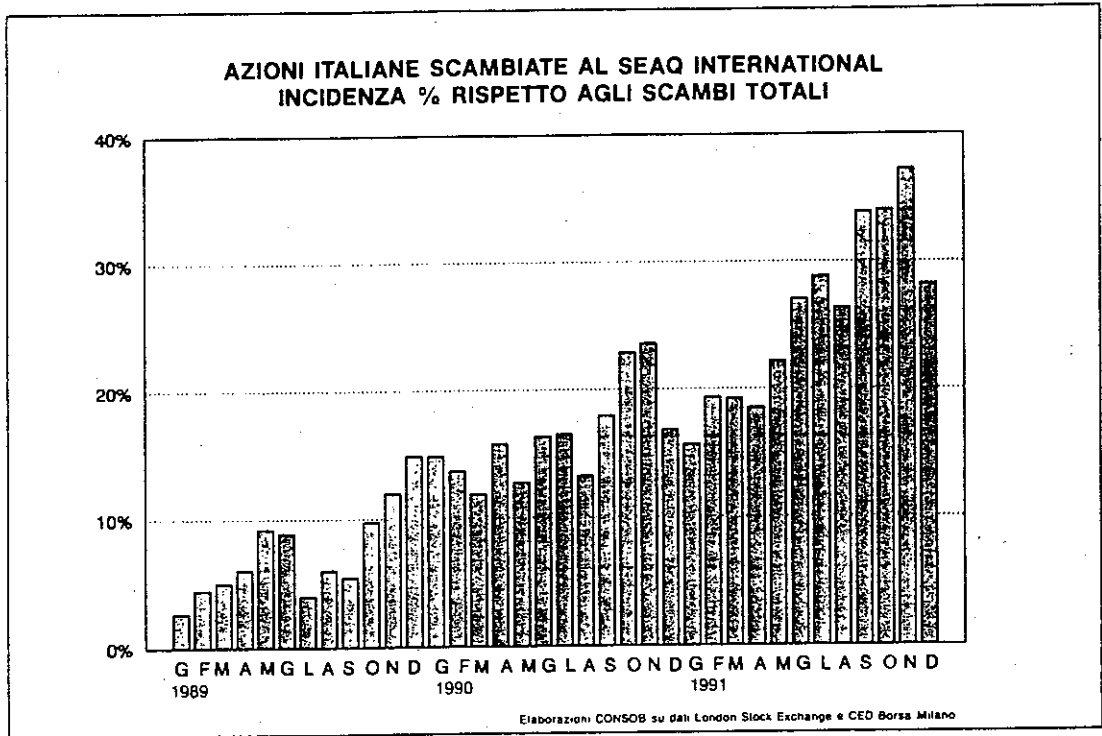


GRAFICO 22

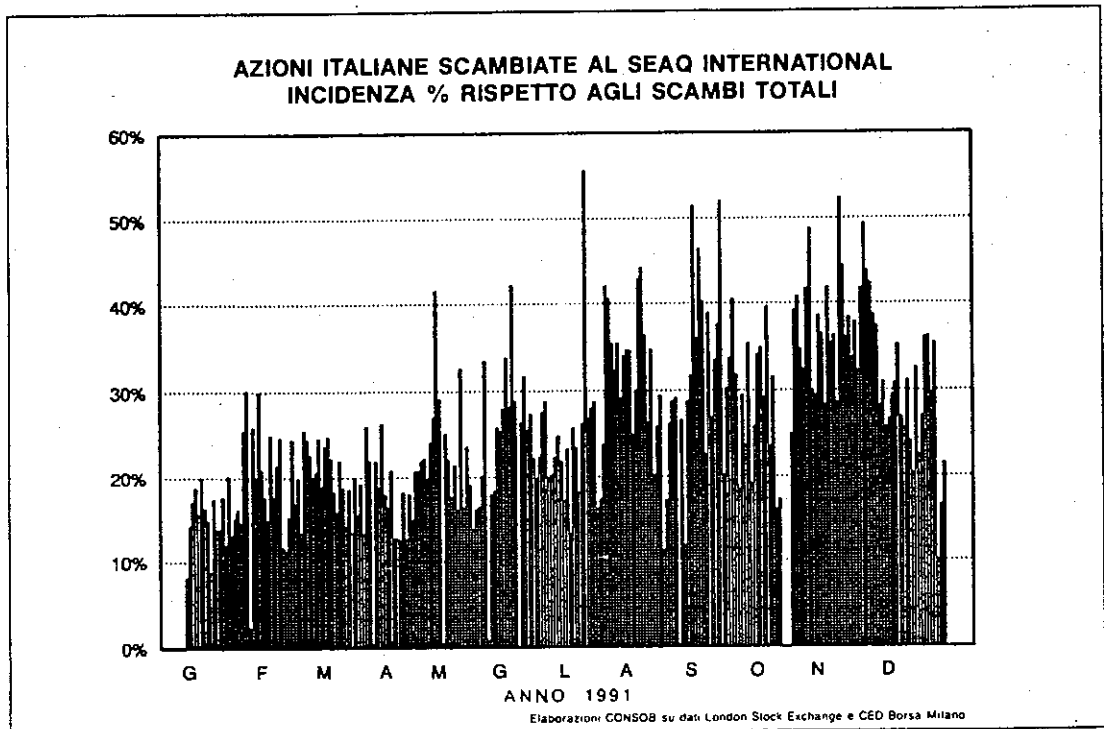


TAVOLA 10

SCAMBI DI AZIONI ITALIANE AL SEAQ INTERNATIONAL

Incidenza % del controvalore scambiato al SEAQ International
sul controvalore totale (Milano + SEAQ International)

	TOTALE	BANCO DI ROMA	COMIT	BENET- TON	CREDIT ORD.	CREDIT RISP.	ENICHEM	ERIDANIA	FERFIN
1989	7,58%	—	6,98%	16,74%	6,73%	—	23,37%	—	2,06%
1990	15,97%	—	19,48%	23,66%	22,36%	—	5,66%	—	3,85%
1991	25,33%	5,38%	21,50%	42,21%	38,76%	55,97%	2,99%	35,46%	14,36%
GENNAIO '91	15,69%	—	7,92%	28,28%	45,43%	—	2,99%	—	11,58%
FEBBRAIO	19,42%	—	11,84%	39,08%	22,72%	—	—	—	7,81%
MARZO	19,29%	—	14,87%	29,16%	20,57%	—	—	—	1,36%
APRILE	18,55%	—	17,77%	44,18%	24,67%	—	—	—	8,76%
MAGGIO	22,27%	7,73%	27,37%	40,46%	55,53%	—	—	—	4,61%
GIUGNO	27,14%	4,72%	32,33%	40,60%	38,51%	—	—	—	18,23%
LUGLIO	28,81%	1,26%	18,28%	47,86%	19,17%	—	—	—	30,71%
AGOSTO	26,44%	1,12%	22,24%	31,69%	30,90%	—	—	—	35,62%
SETTEMBRE	33,90%	0,00%	30,46%	51,51%	61,26%	—	—	34,93%	26,07%
OTTOBRE	34,09%	15,69%	28,99%	28,66%	49,17%	81,28%	—	21,03%	13,25%
NOVEMBRE	37,27%	5,29%	20,78%	53,63%	25,35%	52,21%	—	49,60%	13,99%
DICEMBRE	28,20%	1,64%	25,36%	61,93%	47,21%	38,14%	—	12,49%	3,27%

	FIAT ORD.	FIAT RISP.	FIAT PRIV.	GEMINA	GENERALI	IFI PRIV.	ITALGAS	MEDIO- BANCA	MONT- EDISON
1989	5,75%	—	—	—	6,54%	—	—	—	4,85%
1990	9,01%	—	—	—	13,79%	4,58%	—	—	5,84%
1991	17,43%	16,63%	1,80%	6,97%	23,16%	0,36%	49,25%	19,78%	5,82%
GENNAIO '91	9,54%	—	—	—	13,69%	1,67%	—	—	1,56%
FEBBRAIO	13,56%	9,29%	0,32%	7,82%	24,95%	0,08%	29,98%	19,04%	3,69%
MARZO	12,85%	5,33%	1,10%	8,01%	15,68%	0,59%	30,01%	22,60%	5,74%
APRILE	9,85%	12,18%	0,94%	6,45%	16,05%	0,07%	52,81%	20,23%	4,09%
MAGGIO	11,28%	19,19%	1,93%	4,16%	15,96%	0,00%	59,97%	22,83%	2,99%
GIUGNO	34,64%	16,53%	0,88%	4,73%	23,65%	0,32%	61,87%	23,68%	6,24%
LUGLIO	16,04%	8,54%	2,54%	4,03%	33,65%	0,00%	44,19%	27,86%	10,04%
AGOSTO	12,54%	3,80%	0,56%	9,21%	27,49%	0,63%	48,58%	36,08%	4,30%
SETTEMBRE	21,02%	19,62%	0,00%	3,52%	19,12%	0,00%	44,94%	17,97%	5,39%
OTTOBRE	25,54%	31,82%	5,31%	13,89%	25,68%	0,07%	47,05%	0,37%	13,76%
NOVEMBRE	17,70%	36,93%	4,12%	9,00%	35,36%	0,47%	44,95%	0,49%	9,09%
DICEMBRE	15,79%	18,17%	3,80%	2,88%	28,36%	0,37%	53,93%	1,67%	10,21%

	OLIVETTI	PIRELLI SPA	RAS	SIP ORD.	SIP PRIV.	STET ORD.	STET PRIV.
1989	6,54%	4,94%	—	—	—	17,22%	—
1990	11,35%	5,48%	—	—	—	38,57%	—
1991	12,23%	32,47%	10,60%	46,76%	49,90%	38,09%	43,15%
GENNAIO '91	3,94%	8,58%	—	27,61%	—	35,16%	—
FEBBRAIO	4,94%	14,47%	—	34,78%	45,27%	34,75%	33,43%
MARZO	12,47%	23,41%	—	35,02%	39,11%	42,64%	35,72%
APRILE	6,18%	25,17%	—	29,51%	24,03%	29,50%	30,66%
MAGGIO	10,83%	39,93%	—	38,71%	19,92%	40,85%	39,93%
GIUGNO	19,57%	41,91%	—	27,24%	29,75%	37,87%	36,76%
LUGLIO	17,61%	44,30%	—	48,74%	51,41%	43,01%	41,02%
AGOSTO	11,04%	35,96%	—	38,12%	54,90%	36,83%	53,26%
SETTEMBRE	22,31%	34,76%	—	61,26%	53,53%	46,51%	56,25%
OTTOBRE	6,46%	31,38%	—	50,77%	63,82%	33,18%	54,91%
NOVEMBRE	23,14%	55,81%	—	57,80%	51,40%	44,99%	47,29%
DICEMBRE	8,52%	25,56%	10,60%	56,08%	35,56%	31,27%	34,93%

Elaborazioni Consob su dati London Stock Exchange e CED Borsa Milano.

L'esame della composizione del *turnover* complessivo presso il SEAQ International secondo la provenienza geografica dei titoli trattati (tav. 11) mette in risalto la quota elevata dei titoli giapponesi (27,5%), mentre i titoli europei, presi nel loro complesso, rappresentano poco meno dei due terzi del volume totale. Tra questi ultimi i titoli francesi coprono una quota pari a circa il 16% seguiti da quelli tedeschi con una quota del 13%, risultando entrambi di gran lunga superiori a quella dei titoli italiani pari a circa il 3%. Questa indicazione, seppur parziale, assume particolare rilievo in quanto, essendo basata su dati tra loro omogenei, non si presta ad interpretazioni ambigue e mostra come, al di là della velocità con cui è andato crescendo il volume dei titoli italiani trattati al SEAQ International, l'interesse della borsa di Londra per il nostro mercato sia ancora del tutto marginale. Tale affermazione trova una conferma anche nei valori del rapporto tra volume degli scambi al SEAQ International e capitalizzazione delle borse di origine (tav. 12). Per l'Italia tale rapporto è infatti pari a poco meno del 6% contro valori superiori al 10% di Germania e Francia. La situazione muta radicalmente se i volumi trattati al SEAQ International vengono rapportati al *turnover* complessivo registrato sui titoli di ciascun paese. L'Italia e la Francia hanno le quote di volume globale di affari intermedie al SEAQ International più elevate, superiori al 20% contro il 10% della Germania. Per quanto riguarda il dato tedesco, occorre tuttavia precisare che i criteri di rilevazione degli affari tra le singole borse tedesche possono portare a duplicazioni non quantificabili, con una conseguente sottovalutazione del valore del rapporto. Pertanto l'indicazione di una maggiore velocità di rotazione dei titoli tedeschi deve essere presa con una certa cautela.

3.6 L'andamento delle quotazioni

Nel corso del 1991 l'andamento complessivo delle quotazioni e degli scambi ha risentito in modo del tutto marginale degli eventi relativi alle singole società emittenti e delle aspettative formatesi su di essi. Gli annunci di importanti operazioni societarie e la loro realizzazione hanno avuto ripercussioni solo sulle quotazioni e sui volumi scambiati dei singoli titoli coinvolti e limitatamente al periodo in cui le operazioni avevano luogo senza, di norma, incidere sulla *performance* dell'intero anno e senza avere quell'effetto di trascinarsi sul mercato esercitato da operazioni analoghe in periodi borsistici più favorevoli. Allo stesso modo, il passaggio di pacchetti di controllo a prezzi sensibilmente superiori alle quotazioni di borsa non ha avuto alcun effetto permanente sulle quotazioni. Anche le operazioni di fusione fra società quotate hanno solamente determinato un riallineamento delle quotazioni della società minore, in termini di capitalizzazione borsistica, ai livelli espressi dai rapporti di concambio.

Il mercato sembra aver premiato maggiormente le società con un buon andamento gestionale o con prospettive positive di redditività rispetto alle società oggetto di operazioni di acquisizione e di fusione. Presumibilmente si è ritenuto che tali operazioni non fossero in grado di migliorare sensibilmente la redditività delle società interessate.

Un'eccezione a quanto affermato sopra si può ritrovare solo nell'interesse che si è venuto a creare intorno al titolo Assicurazioni Generali nella prima parte dell'anno.

La ripresa insistente di voci su possibili riassetti della compagine azionaria della Assicurazioni Generali (piani internazionali per acquisire presenze di rilievo, *take-over* di società giapponesi, integrazioni e fusioni con importanti società assicurative europee, rafforzamento del gruppo di controllo per respingere presunti tentativi di scalata) si è riflessa sia sulle quotazioni sia sui volumi scambiati non solo presso la borsa di Milano ma anche al SEAQ International di Londra, ed è coincisa con la fase di maggiore vivacità del nostro mercato.

In questo contesto di rinnovato interesse sul titolo si è inserita una proposta del consiglio di amministrazione di aumento di capitale per un controvalore complessivo di circa 1.750 miliardi, sottoscritti da un apposito consorzio, destinato al servizio di warrant di durata decennale. L'entità dell'operazione e i potenziali riflessi sulla struttura dell'azionariato delle Assicurazioni Generali hanno determinato un'immediata reazione negativa sulla quotazione, che si è esaurita nel giro di poche sedute. Tale proposta, tuttavia, ha fatto venir meno anche l'interesse sul titolo che si era creato in precedenza. La complessa operazione è stata eseguita con successo nel mese borsistico di ottobre, nonostante la fase congiunturale non certo favorevole per il nostro mercato e, in novembre, i warrant sono stati ammessi a quotazione.

TAVOLA 11

TITOLI ESTERI TRATTATI AL LONDON STOCK EXCHANGE
CLASSIFICAZIONE PER PAESE DI ORIGINE

	QUOTA PERCENTUALE		CONTROVALORE MEDIO DI UN CONTRATTO (milioni di lire)
	Controvalore	N. contratti	
GERMANIA	13,1%	11,0%	384,3
FRANCIA	16,3%	9,8%	538,9
ITALIA	3,2%	0,4%	258,1
SPAGNA	2,8%	2,6%	348,3
<i>Totale Europa</i>	61,8%	47,1%	424,4
NORD AMERICA	5,9%	13,2%	145,6
GIAPPONE	27,5%	27,7%	321,3
ALTRI	4,8%	12,0%	128,2
Totale	100,0%	100,0%	323,7

Elaborazioni Consob su dati LSE

TAVOLA 12

INCIDENZA DEGLI SCAMBI AL LONDON STOCK EXCHANGE
SULLE DIMENSIONI DI ALCUNE BORSE EUROPEE(1)

	SCAMBI LSE SU CAPITALIZZAZIONE %	SCAMBI MERCATO DOMESTICO SU CAPITALIZZAZIONE %	SCAMBI LSE SU SCAMBI TOTALI (2) %
GERMANIA	11,0%	117,0%	9,3%
FRANCIA	11,0%	35,8%	22,1%
ITALIA (3)	6,0%	18,0%	24,0%
SPAGNA	6,0%	28,6%	16,3%

(1) Gli scambi al LSE sono divisi per due.

(2) Gli scambi totali sono pari alla somma degli scambi sul mercato domestico più la metà degli scambi sulla piazza londinese.

(3) La percentuale dell'ultima colonna non coincide con quella della tav. 10 a causa dei differenti metodi di valorizzazione.

Elaborazioni Consob su dati delle singole Borse, OCSE e LSE.

Tra le operazioni societarie effettuate nella prima parte del 1991 ha assunto, senza alcun dubbio, una posizione di rilievo l'accordo, sottoscritto in aprile, fra il gruppo Fininvest ed il gruppo Cofide sulla spartizione della Mondadori. In conseguenza di tale accordo sono state realizzate, nella seconda parte dell'anno, le fusioni fra AMEF e Mondadori e fra Cartiera di Ascoli e Repubblica, nonché l'offerta pubblica di vendita sull'Editoriale L'Espresso, finalizzata ad aumentare la quota di flottante sul mercato.

A conferma di quanto inizialmente affermato si può notare che mentre nel 1989 la vicenda per l'acquisizione del controllo Mondadori aveva determinato un fortissimo rialzo di tutti i titoli interessati ed aveva reso necessari alcuni interventi di sospensione della Consob, nel 1991 gli effetti borsistici conseguenti l'accordo sono stati invece limitati. La rinnovata attenzione del mercato sui titoli interessati che le indiscrezioni sulle trattative tra i due gruppi e la conclusione dell'accordo sono riuscite a suscitare, si è esaurita nel giro di poche sedute,

pur provocando forti oscillazioni delle quotazioni anche a causa dell'ormai esiguo numero di titoli in circolazione.

Riflessi permanenti di rilievo sulla *performance* si sono avuti sul titolo Cartiera di Ascoli (denominata dal 13 dicembre Editoriale La Repubblica a seguito dell'operazione di fusione fra le due società) che ha chiuso il 1991 con un rialzo delle quotazioni del 40%. All'incremento delle quotazioni del titolo Editoriale L'Espresso S.p.a. ad aprile ha fatto invece seguito, nel terzo trimestre, una forte flessione delle quotazioni causata dall'insuccesso dell'operazione di offerta pubblica di vendita, che ha completamente annullato la precedente *performance*.

La successiva fusione per incorporazione della Mondadori nella AMEF, perfezionata a novembre, ha consentito di ricostituire un flottante tale da garantire un sufficiente grado di regolarità degli scambi e di riammettere a quotazione il titolo ordinario della società incorporante (AMEF).

Oltre alle operazioni già descritte, nel primo semestre '91 hanno avuto origine altri importanti avvenimenti societari; fra questi vanno senz'altro segnalate le operazioni di fusione per incorporazione riguardanti Banca Manusardi/Fideuram, Banca Toscana/Banco di Perugia, SME/Alivar, che hanno trovato attuazione intorno alla fine dell'anno, nonché il passaggio del pacchetto di controllo di due società quotate (Rodríguez e Latina).

Per quanto concerne le operazioni di fusione, solo la prima (fusione per incorporazione della Fideuram in Banca Manusardi) è stata anticipata da un'intensa attività sul titolo Banca Manusardi, con apprezzabili riflessi sulle quotazioni, peraltro quasi completamente riassorbiti nella fase successiva. Le altre due operazioni hanno dato luogo solamente ad un riallineamento delle quotazioni ai rapporti di concambio deliberati dai consigli di amministrazione. Tale riallineamento si riflette esclusivamente sui corsi delle due società incorporate (Alivar e Banco di Perugia), con una forte flessione dei corsi stessi.

In relazione al passaggio dei due pacchetti di controllo si può rilevare che la notizia dell'acquisizione, da parte del gruppo Cameli, della quota di controllo della Rodríguez S.p.a. è stata preceduta da insistenti voci di borsa, in un primo tempo ripetutamente smentite, che si sono riflesse sull'andamento borsistico provocando un sensibile incremento degli scambi e delle quotazioni. La notizia della cessione della quota di controllo avvenuta ad un prezzo (10.500 lire per azione) superiore alle quotazioni di borsa, ha determinato una reazione negativa del mercato che ha rapidamente riportato le quotazioni del titolo ai livelli di inizio anno.

Lo stesso andamento, seppure meno marcato, si è avuto per il passaggio del pacchetto di controllo della Latina Assicurazioni dal gruppo Cofide al gruppo Fondiaria Assicurazioni, avvenuto ad un prezzo (18.500 lire per azione) superiore di oltre il 50% alla quotazione di borsa. Anche in questo caso, la comunicazione del passaggio del controllo della società è stata preceduta da voci, prima di fusione fra Latina Assicurazioni e Ausonia Assicurazioni, poi di cessione dell'intero comparto assicurativo da parte del gruppo De Benedetti. Dopo il comunicato relativo alla conclusione delle trattative l'interesse sui titoli delle due società è venuto meno.

Sempre nella prima parte dell'anno la dismissione di partecipazioni rilevanti da parte dell'Isvim, nonché l'acquisizione da parte del gruppo Ferruzzi delle quote Isvim detenute dai partner con cui ne divideva il controllo, sono riuscite ad attivare una certa movimentazione sul titolo senza però esercitare effetti stabili sui prezzi.

Tra gli eventi societari che hanno caratterizzato la prima parte dell'anno vanno infine ricordati l'uscita della Cir dalla Société Général du Belgique e l'acquisizione da parte di IFINT (gruppo IFI) di una quota Exor, se non altro per i riflessi che tali vicende avevano avuto (Cir/SGB) o stanno avendo (IFINT/Exor) sull'andamento dei titoli interessati.

Infine nella prima parte dell'anno si sono perfezionati alcuni eventi di rilievo quali l'acquisizione del controllo da parte di Finmeccanica della Fiar, controllata in precedenza dalla Ericsson e l'OPA su Enichem; tali eventi avevano però esaurito il loro impatto borsistico nell'anno precedente.

Nella seconda parte del 1991 il contesto borsistico decisamente negativo ha costituito un freno allo sviluppo di nuove operazioni in campo societario. Tuttavia le nuove operazioni hanno continuato, di norma, a costituire motivo di attenzione sui titoli interessati, se pur con un impatto sulle quotazioni diverso da caso a caso. Di ciò è un esempio il diverso comportamento dei titoli delle società quotate (Unione Manifatture, Finrex, Pierrel) che, nel secondo semestre 1991, sono state oggetto di passaggio del pacchetto di controllo.

In settembre, l'acquisizione della quota di controllo di Unione Manifatture da parte del gruppo Cameli non ha esercitato alcun movimento sul titolo, sia nella fase precedente che nella fase successiva alla comunicazione dell'evento, nonostante il passaggio della quota di controllo sia avvenuto ad un prezzo superiore alle quotazioni di borsa del momento.

La cessione al gruppo Tripovich della quota di maggioranza della Finrex ad un prezzo (1.852 lire per azione) pari a quasi tre volte la quotazione di borsa ha invece determinato una decisa impennata delle quotazioni, che si sono poi stabilizzate intorno alle 1.000 lire, recuperando in tal modo il livello di inizio anno. L'evento non ha comunque avuto alcun riflesso sui titoli delle società del gruppo acquirente (Tripovich e Gottardo Ruffoni).

Negli ultimi mesi dell'anno, la quota di controllo della Pierrel è passata dalla società svedese Fermenta alla società olandese Kabi Pharmacia. Tale transazione, che ha luogo ad un prezzo superiore di circa il 40% a quello di borsa, è stata preceduta da indiscrezioni e, soprattutto, da un'intensa attività sul titolo che ha provocato un incremento delle quotazioni di circa il 40% in poco più di un mese. Dopo il comunicato che ufficializzava la cessione è venuto meno l'interesse sul titolo che, in poche sedute, ha subito una flessione delle quotazioni di circa il 20%. Ciononostante, a fine anno, il titolo registrava ancora un incremento del 30% sui valori di inizio periodo.

A fine novembre, l'annuncio della rottura delle trattative fra Pirelli e Continental ha provocato un forte calo, in parte anticipato dal mercato, delle quotazioni dei titoli del gruppo e dei principali azionisti dello stesso.

Altre operazioni deliberate (fusione Eridania/Beghin Say) o solo preannunciate (fusione Banco di Roma/Banco di Santo Spirito) hanno avuto effetti solo marginali (negativi per Eridania) sulle quotazioni.

È da rammentare infine l'asta sulla Cementir che si è conclusa ad inizio 1992 e che ha determinato una *performance* positiva del titolo pari al 35%.

Poco meno di un terzo dei titoli quotati (circa 100) ha chiuso il 1991 con una variazione dei corsi positiva. I titoli migliori sono risultati essere Alleanza risp., Edison, Fochi Filippo e Editoriale La Repubblica con *performances* di poco superiori al 40%, quelli peggiori Manifatture Rotondi e Fimpar, che hanno subito flessioni superiori al 50% e che hanno intrapreso onerose operazioni sul capitale.

Il confronto fra le *performances* dei singoli comparti evidenzia che il settore elettrico e quello del commercio hanno battuto il mercato per il terzo anno consecutivo, mentre è proseguito l'andamento negativo del settore meccanico condizionato dalle *performances* dei titoli Fiat.

In questo contesto le azioni di risparmio sono risultate un investimento mediamente migliore delle azioni ordinarie: l'indice complessivo del settore ha infatti registrato un incremento di circa l'1% e circa il 63% delle azioni di risparmio hanno avuto un andamento migliore delle corrispondenti azioni ordinarie. Tale percentuale sale al 69% se il confronto viene fatto con le sole azioni ordinarie che hanno avuto una variazione negativa dell'indice. Questi dati sembrerebbero confermare il fatto che, negli anni di variazione negativa dell'indice, le azioni di risparmio hanno mediamente *performances* migliori rispetto alle corrispondenti ordinarie.

L'andamento delle azioni di risparmio del 1991 ha ulteriormente ridotto lo scostamento fra queste e le azioni ordinarie. Più del 40% delle azioni di risparmio hanno infatti presentato uno scostamento inferiore al 20%; tale percentuale era pari solo al 30% a fine 1990 e su livelli ancora inferiori negli anni precedenti.

3.7 Il mercato dei premi

Nel 1991 il volume complessivo dei premi trattati, misurato dal controvalore delle basi, è stato pari a 6.131 miliardi, con una diminuzione del 36,8% rispetto all'anno precedente e di oltre il 50% rispetto al 1989. Anche prendendo come indicatore del livello di attività sul mercato a termine a premio il numero di contratti stipulati, si osserva una notevole riduzione rispetto agli anni precedenti (-14,5% rispetto al 1990 e -40,3% rispetto al 1989).

Così come sul mercato a termine fisso, anche sul mercato a termine a premio l'attività sviluppata nel corso del 1991 si è collocata sul livello più basso degli ultimi 5 anni. La caduta di attività sul mercato dei premi tuttavia è stata, seppur di poco, più contenuta rispetto a quella del mercato sottostante, sicché il rapporto tra il controvalore delle basi trattate ed il controvalore degli scambi sul mercato a fermo è lievemente aumentato rispetto all'anno precedente (19,7 nel '91 rispetto a 19,1 del '90). Il miglioramento del rapporto, comunque, appare troppo modesto per poter parlare di una interruzione della tendenza che, dal 1988, ha visto un progressivo ridursi del peso del mercato dei premi.

Il 1991 è stato caratterizzato da due fasi nettamente distinte anche sul mercato dei premi: se si osserva il dettaglio mensile del dato relativo al controvalore delle basi trattate (tav. a 15 dell'Appendice) si osserva come quasi l'80% dell'attività sia concentrata nei primi 7 cicli dell'anno con un picco nel ciclo di marzo, in coincidenza della forte ripresa delle quotazioni e degli scambi sul mercato a termine fisso. In questo periodo l'incremento nei volumi di contrattazione sul mercato a termine fisso è risultato inferiore a quello del mercato dei premi, con un conseguente aumento del peso relativo di quest'ultimo.

Nei primi tre mesi dell'anno si è registrato anche un incremento nel costo dei premi che, nei cicli di febbraio e marzo, ha superato il 3,5% (valore che non veniva raggiunto dagli inizi del 1988). In questa analisi il costo del premio è valutato come rapporto tra premio e base; tale misura rappresenta tuttavia un'approssimazione del costo effettivo dell'operazione, poiché il rapporto andrebbe calcolato ponendo al denominatore il prezzo corrente, sul mercato a fermo, al momento della stipula del contratto a premio e non la base.

Nei mesi successivi il costo dei premi è tornato su valori prossimi al 3%. Nonostante la caduta dell'attività, il costo medio dei premi nel 1991 è stato superiore a quello degli ultimi due anni.

Una spiegazione di tale fenomeno può essere rintracciata nell'aumentato peso che hanno assunto nel corso dell'anno i contratti a premio diversi dal dont. Tale affermazione sembrerebbe trovare una conferma nell'andamento del rapporto tra controvalore delle basi trattate a premio dont e controvalore delle basi complessivamente trattate sul mercato dei premi (tav. 13). Mentre nel 1990 tale valore era superiore al 78%, nel 1991 è sceso al 76%; la diminuzione è leggermente superiore se il rapporto viene calcolato sui controvalori dei premi.

TAVOLA 13

BORSA VALORI DI MILANO
CONTRATTI A PREMIO DONT

	INCIDENZA % DEI DONT SUL TOTALE PREMI		INCIDENZA % BASI DONT PER FINE CORRENTE SU TOTALE BASI DONT
	BASI	PREMI	
1990	78,3%	71,9%	48,6%
1991	75,9%	68,4%	58,5%
<i>Ciclo Premi '91</i>			
GENNAIO	80,1%	72,0%	60,0%
FEBBRAIO	74,5%	66,1%	57,1%
MARZO	78,7%	73,4%	56,6%
APRILE	78,1%	71,9%	58,8%
MAGGIO	70,3%	62,3%	59,3%
GIUGNO	82,4%	76,2%	44,4%
LUGLIO	74,8%	70,1%	59,4%
AGOSTO	82,1%	73,9%	62,6%
SETTEMBRE	75,3%	66,3%	65,5%
OTTOBRE	79,2%	69,3%	52,8%
NOVEMBRE	62,0%	53,8%	48,1%
DICEMBRE	73,0%	65,3%	77,0%

Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano.

La mancanza di iniziative operative di largo respiro che ha caratterizzato il mercato dei premi nel corso del '91 può essere rilevata, limitatamente ai premi dont, osservando, all'interno di ciascun ciclo, la percentuale del volume negoziato per fine corrente rispetto al totale dei premi stipulati. Nel 1990 il valore di tale rapporto era, in media, prossimo al 49% mentre nel 1991 è salito al 59%, con una punta massima vicina all'80% nel ciclo operativo di dicembre.

L'andamento del mercato a fermo, che ha determinato nella maggior parte delle risposte premi una netta prevalenza degli abbandoni (ad eccezione di quelle nei primi mesi dell'anno), e i ridotti volumi negoziati a premio hanno fatto sì che nel corso dell'anno non fosse avvertito il problema del condizionamento del mercato a fermo in prossimità delle scadenze di fine ciclo. Solo nei cicli di marzo e aprile i ritiri hanno superato gli abbandoni in maniera consistente.

I dati relativi all'attività sui singoli titoli evidenziano ancora una volta come l'attività a premio sia concentrata su poche *blue chips*: in particolare Fiat ordinarie e Generali hanno concentrato oltre il 43% del totale del valore delle basi negoziate a premio dont, a fronte di un loro peso sul totale della capitalizzazione di borsa del 15,5%. Complessivamente nel corso del 1991 sono stati oggetto di contrattazione a termine a premio dont circa 150 titoli ma 20 di questi coprono oltre il 93% del totale del controvalore delle basi negoziate.

Per quanto riguarda le prospettive future del mercato dei premi ed in particolare le eventuali modifiche da apportare alle modalità operative di questo mercato quando, a partire dal 1993, le contrattazioni sul mercato sottostante avranno liquidazione per contanti, nel corso del 1991 è stato costituito un apposito gruppo di lavoro. In quella sede si è innanzitutto riaffermata l'importanza del mercato dei premi quale sbocco per l'attività speculativa che, in un mercato per contanti, trova minori margini di manovra.

Le modifiche da apportare all'operatività a premio prese in considerazione hanno riguardato il regime delle scadenze (passaggio da un sistema a scadenza fissa ad uno a scadenza giornaliera) al fine di minimizzare l'impatto delle risposte sul mercato sottostante e le modalità di esercizio della facoltà (europea, esercitabile esclusivamente alla data di scadenza, o americana esercitabile in tutto il periodo fino alla scadenza).

Il gruppo di lavoro, in sintesi, ha concluso che la scadenza fissa sembra preferibile rispetto a quella giornaliera in quanto garantisce una maggiore liquidità al mercato, sebbene presenti lo svantaggio di concentrare in pochi giorni l'impatto della risposta premi sul mercato sottostante.

Per quanto riguarda la scelta tra premi con facoltà europea o americana si è ritenuto che la questione riveste un'importanza secondaria in quanto, sotto certe condizioni (la principale tra queste è l'esistenza di meccanismi in grado di minimizzare i costi di finanziamento della posizione), l'acquirente ha sempre una maggiore convenienza ad esercitare la facoltà alla scadenza e, pertanto, non vi sarebbe un'effettiva alternativa. Tuttavia, poiché nella pratica la realizzazione di tali condizioni non è del tutto certa, si è convenuto di optare per la facoltà americana in quanto avvantaggia l'acquirente del premio che, di norma, è considerato la controparte più debole.

Infine occorre ricordare che l'art. 23 della legge 1/1991 riconosce alla Consob la facoltà di autorizzare, nell'ambito delle borse valori, le negoziazioni di *futures* ed *options*. Queste ultime grazie alle loro caratteristiche di standardizzazione dei termini contrattuali e di negoziabilità sembrano uno strumento più flessibile e più liquido degli attuali premi e, pertanto, il gruppo di lavoro ha auspicato una rapida introduzione sul mercato italiano di tali prodotti.

3.8 I riporti e le anticipazioni

L'andamento dei corsi si è puntualmente riflesso sull'andamento dei contratti di riporto e delle anticipazioni. Si è registrato così, nella prima parte dell'anno, un recupero del valore complessivo dei titoli dati a riporto e costituiti in garanzia ed un successivo calo, nel secondo semestre, dei valori stessi, in linea con l'andamento delle quotazioni. I valori massimi e minimi sono stati segnati rispettivamente nei mesi di giugno (circa 18.300 miliardi) e di dicembre

(12.400 miliardi). Si tratta di valori sensibilmente inferiori a quelli degli anni precedenti sia in valori assoluti che in rapporto alla capitalizzazione di borsa (7% a fine 1991 rispetto al 9% di fine 1990).

Per i contratti di riporto vi è tuttavia da rilevare che negli ultimi due mesi la forte flessione del valore complessivo dei titoli dati a riporto è da attribuire, oltre che alla caduta del valore medio delle quotazioni, anche alle polemiche sull'improprio uso di questi contratti da parte di alcuni intermediari. La diminuzione ha infatti interessato quei contratti di riporto utilizzati come sostituto di un deposito a custodia o come deposito a garanzia di operazioni sul mercato azionario.

Il minor ricorso ai contratti di riporto ha reso meno liquida l'asta relativa alla speciale seduta dei riporti. Questa maggiore difficoltà a reperire titoli sul mercato per prorogare le proprie posizioni al ribasso si è riflessa, inevitabilmente, sui prezzi dell'asta. Sono così aumentati progressivamente il numero di titoli trattati alla pari e con un *deport* e, non di rado, sono risultati inclusi fra questi anche titoli a largo flottante di facile reperibilità sul mercato.

La valorizzazione ai prezzi di compenso dei contratti di riporto è risultata più che dimezzata dal mese di giugno (6.700 miliardi, massimo dell'anno) al mese di dicembre (3.200 miliardi, minimo dell'anno). Quest'ultimo dato è pari circa solo ad un terzo del valore massimo raggiunto nel 1990.

Nel 1991 lo scarto applicato a tali contratti è tuttavia mediamente inferiore (81%) rispetto all'anno precedente e al primo semestre 1991 (84%-85% circa).

L'esiguità della quota erogata (19%), se rapportata all'importo massimo erogabile nei contratti di riporto (60%), sembrerebbe confermare che i contratti di riporto sono solo parzialmente utilizzati per finanziare la proroga di posizioni speculative. Conseguentemente, sembra confermata la forte presenza di uno stock di contratti di riporto rinnovato automaticamente ogni mese.

Questo uso del contratto di riporto non legato a posizioni speculative sembra essere principalmente proprio delle categorie degli agenti di cambio e delle commissionarie di borsa piuttosto che delle banche. A fine 1991 infatti, mentre le banche finanziavano mediamente circa 25 lire a fronte di ogni 100 lire di titoli presi a riporto, tale ammontare scendeva a circa 18 lire per gli agenti di cambio ed a sole 13 lire per le commissionarie. La quota erogata mediamente da ciascuna delle tre categorie è tuttavia aumentata rispetto ai valori di fine 1990.

La flessione dell'importo erogato verificatasi nella seconda parte dell'anno, oltre che dai motivi sopra ricordati, è attribuibile, presumibilmente, alla povertà degli scambi e al venir meno di aspettative rialziste.

I riporti passivi, che evidenziano le aspettative ribassiste degli operatori, hanno registrato un andamento in linea con quelli attivi. Questi dati stanno ad indicare una correlazione fra il livello dell'attività di borsa e la proroga di posizioni speculative sia al rialzo che al ribasso. Il valore massimo dell'anno (186 miliardi), che costituisce anche il valore massimo assoluto, è stato registrato nel mese di giugno.

Nel secondo semestre i riporti passivi si sono sempre attestati su livelli inferiori ai valori raggiunti nel periodo marzo-giugno. La diminuzione dei valori dei mesi di settembre e di dicembre è da mettere in relazione alle due delibere Consob che hanno temporaneamente vietato l'esecuzione degli ordini di vendita allo scoperto. Il divieto è infatti rimasto in vigore dal 19 agosto (scoppio della crisi in URSS) al 25 agosto e, successivamente, dal 18 novembre (forte calo dei corsi sui principali mercati internazionali) sino al 19 dicembre. Il dato di dicembre (45 miliardi) si è conseguentemente attestato sui livelli più bassi degli ultimi anni.

Per i motivi visti sopra l'ammontare erogato a fronte di contratti di riporto è mediamente diminuito rispetto all'anno precedente (si è infatti passati da una media mensile di 1.244 miliardi a una di 968).

In tale contesto gli agenti di cambio e le commissionarie hanno operato in qualità di intermediari, stipulando da un lato contratti di riporto con la clientela che vengono poi ceduti alle banche. Queste ultime risultano così essere i finanziatori finali delle operazioni, ad ec-

cezione di una quota minima finanziata dai privati. Le banche hanno finanziato direttamente la clientela per una quota pari a quasi il 40%; la stessa quota è stata erogata dagli agenti di cambio e il rimanente 20% principalmente dalle commissionarie. La quota delle banche si è sensibilmente incrementata nell'ultima parte del 1991 a seguito delle polemiche sull'improprio uso dei contratti di riporto di cui si è fatto cenno in precedenza.

A fine 1991 i cinque (dieci) titoli oggetto di contratti di riporto più trattati coprivano circa il 29% (40%) dell'ammontare complessivo erogato, senza modifiche sostanziali rispetto all'anno precedente.

I cinque titoli più riportati sono risultati: Assicurazioni Generali con una quota dell'11,1%, Fiat (6,0%), Cofide (4,3%), Risanamento Napoli (4,0%) e Fiat privilegiata (3,5%).

Le operazioni sui titoli costituiti in garanzia hanno mostrato un andamento in linea con quelli dei contratti di riporto, ad eccezione degli ultimi due mesi, in cui il calo delle anticipazioni è stato più contenuto. La quota (34%) dei cinque titoli più trattati (Assicurazioni Generali, Fiat, Standa, Italcementi, Bonifiche Siele) ha registrato una sensibile diminuzione rispetto all'anno precedente (40%), in quanto sono venute meno alcune specifiche operazioni che avevano caratterizzato l'ultima parte dello scorso anno.

Sembra tuttavia confermato l'utilizzo del contratto di anticipazione non come contratto di finanziamento per prorogare posizioni speculative quanto piuttosto come garanzia a fronte di finanziamenti richiesti da detentori di quote azionarie di rilievo. Questa affermazione sembrerebbe comprovata dal fatto che le operazioni di anticipazione sui titoli sono sempre ed esclusivamente effettuate da banche. A questo proposito va rammentato che tre istituti coprono quasi il 50% dei contratti di anticipazione sui titoli quotati.

4. I mercati ristretti

4.1 Il quadro generale

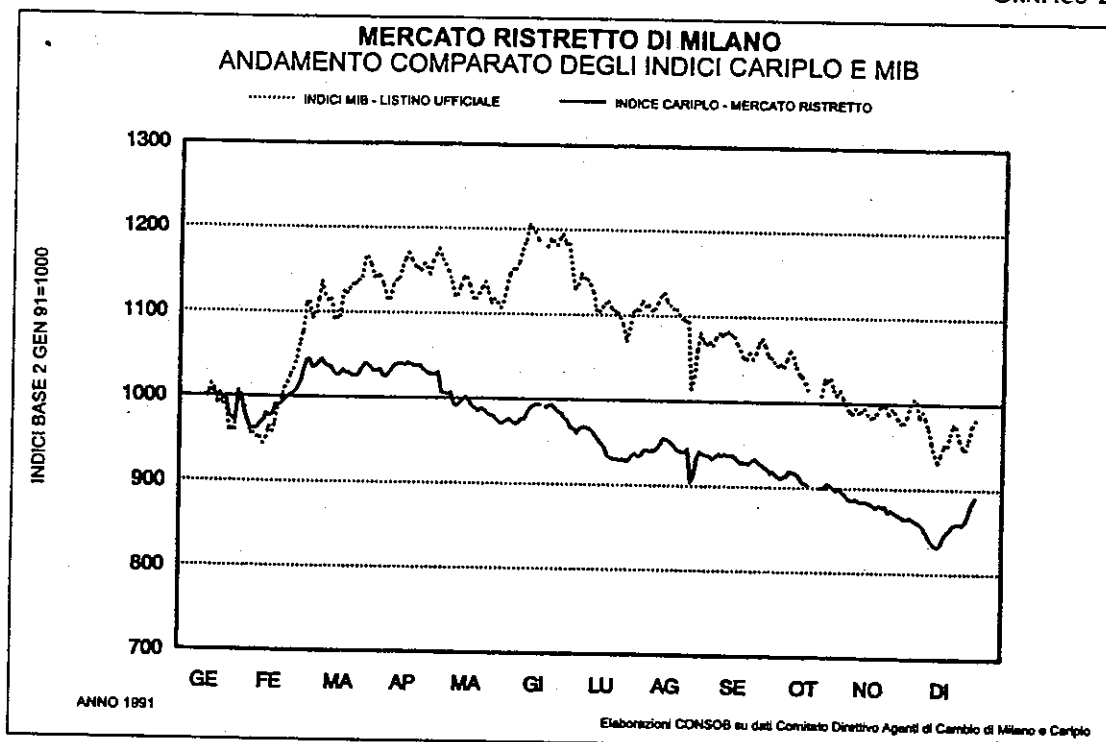
Nel 1991 l'indice delle quotazioni del mercato ristretto ha registrato una variazione negativa (-11,8%) più ampia di quella del mercato principale (-2,2%) dopo due anni in cui il ristretto aveva fatto registrare *performances* medie migliori.

Se si osserva l'andamento comparato dell'indice Cariplo del mercato ristretto di Milano e l'indice MIB (graf. 23), si può notare che questo peggior risultato è dovuto essenzialmente alla mancanza, per i titoli del ristretto, della fase positiva fatta registrare nella prima parte dell'anno dai titoli del listino ufficiale. L'indice Cariplo ha toccato il proprio massimo di periodo il 19 febbraio (+4,4% rispetto all'inizio dell'anno); quando l'indice MIB ha toccato il proprio, il 3 giugno, l'indice Cariplo era già al di sotto dei valori di inizio anno (-1,5%). Successivamente, con l'instaurarsi di un trend negativo anche sul mercato principale, si è assistito ad un riallineamento delle tendenze sicché entrambi i mercati hanno registrato i propri minimi annuali in dicembre.

Il confronto tra l'andamento dei titoli del comparto bancario del mercato ristretto, che rappresentano oltre il 90% della capitalizzazione, e quello del comparto bancario del listino ufficiale mostra una maggiore omogeneità di comportamento. L'indice del settore bancario del listino ufficiale ha infatti chiuso l'anno con una variazione negativa del 6,6%, consistentemente peggiore di quella media dell'indice globale, mentre l'indice delle società bancarie del ristretto ha perso l'11,7%.

Con la delibera Consob 4776, del 17 luglio 1990, è stato approvato un nuovo modello di listino ufficiale per il mercato ristretto che, all'interno del comparto bancario, distingue i titoli a seconda della loro trasferibilità. In funzione di tale ripartizione si sono calcolate le *performances* medie ponderate dei tre «sub-settori» del comparto bancario al fine di rilevare se il differente regime di circolazione dei titoli abbia comportato differenze sostanziali nelle *performances*.

Il settore dei titoli azionari bancari liberamente trasferibili ha subito una contrazione media dei corsi del 10,2%; quello dei titoli soggetti alla clausola di gradimento ha avuto una



performance lievemente peggiore (-11,3%) e, infine, quello dei titoli soggetti alla clausola di gradimento e non trasferibili per girata ha fatto registrare una variazione media del -13,9%. Sulle *performances* di ciascun sub-settore, però, pesano in modo determinante i risultati di singoli titoli aventi un elevato peso in termini di capitalizzazione (in particolare sul sub-settore dei titoli soggetti a clausola di gradimento e non trasferibili per girata pesa in modo determinante l'andamento particolarmente negativo delle azioni della Banca Popolare di Novara).

Quest'ultima notazione risulta determinante per capire la *performance* particolarmente brillante del comparto residuale delle altre azioni, la cui variazione media, ponderata sulla capitalizzazione dei singoli titoli, mostra un progresso del 28,8%. Tale risultato è però da attribuire quasi esclusivamente al titolo Ferrovie Nord Milano che nell'anno ha fatto registrare un incremento dei corsi prossimo al 90%.

Se si calcolano le variazioni dei singoli settori in base a medie semplici si ottengono valori più omogenei: i sub-settori bancari mostrano variazioni intorno al -10% mentre il settore delle «altre» presenta una variazione intorno al -1%.

4.2 Gli scambi azionari

La caduta dei corsi sul mercato ristretto è stata accompagnata anche da una forte contrazione nel volume degli scambi che, rispetto all'anno precedente, sono risultati quasi dimezzati in termini di controvalore.

Complessivamente presso i sei mercati ristretti sono state negoziate 102,5 milioni di azioni pari ad un controvalore di 637 miliardi, con una riduzione, nei confronti dell'anno precedente, rispettivamente del 21,2% e del 47,9%.

Nel 1991 si è arrestato il fenomeno della progressiva concentrazione degli scambi sul ristretto di Milano su cui, tuttavia, continua ad essere trattato oltre il 98% del controvalore complessivo. Tra le altre piazze, il mercato ristretto di Torino è quello che ha fatto registrare il maggiore incremento della sua quota sul totale, passando dallo 0,06% ad una quota dello 0,8% nel '91. Tale incremento è tuttavia attribuibile esclusivamente all'aumento degli scambi sul titolo Bofina, successivamente al passaggio del pacchetto di controllo nella seconda metà

dell'anno. Gli incrementi delle quote delle altre piazze sono risultati invece del tutto trascurabili. Su queste piazze, inoltre, gli scambi si sono concentrati sui titoli «caratteristici» (cioè non quotati a Milano).

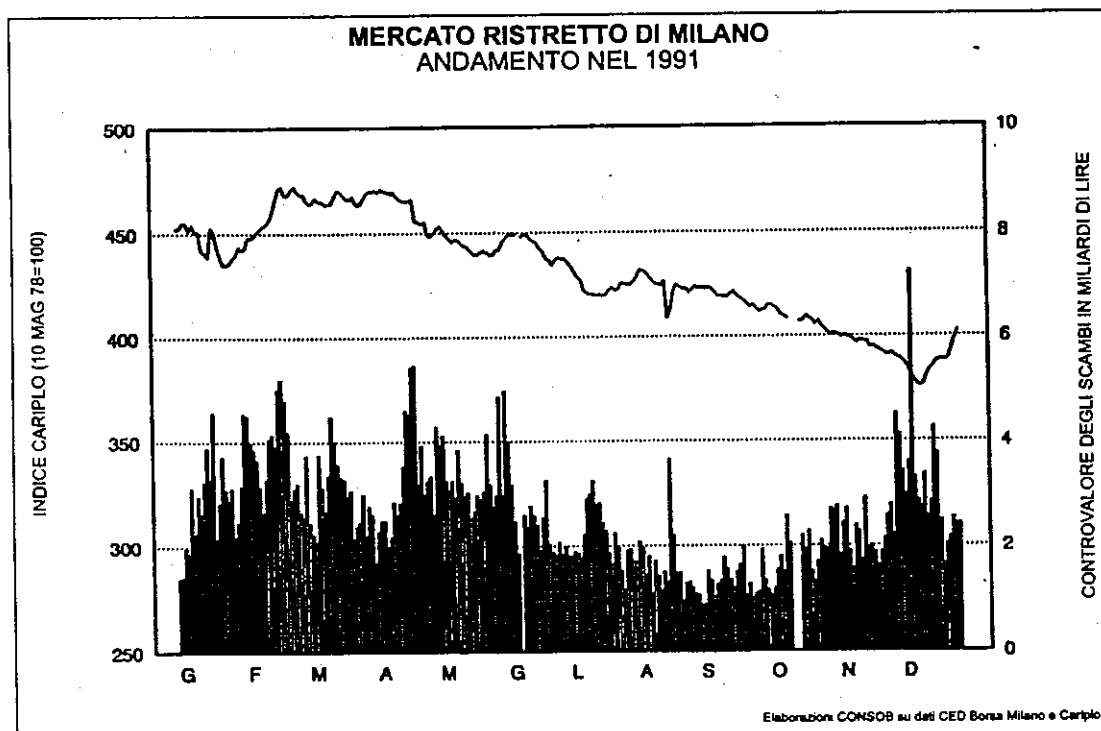
La rarefazione degli scambi ha fatto sì che il rapporto di *turnover*, storicamente sempre di molto inferiore a quello del mercato principale, risultasse per il 1991 pressoché dimezzato rispetto a quello dell'anno precedente (4,4% nel 1991 contro l'8,5% nel 1990).

È noto che nel nostro paese i dati relativi agli scambi azionari sui mercati regolamentati non sono rappresentativi dell'intero volume negoziato. Ciò è vero in particolare per il mercato ristretto, data la composizione del suo listino. La natura bancaria della maggioranza degli emittenti presenti sul ristretto ed i vincoli statutari alla trasferibilità dei titoli fanno sì che gli emittenti intervengano direttamente nella fase di negoziazione, ritirando i titoli ceduti ed emettendo i nuovi, svolgendo così un ruolo importante nell'attività di intermediazione.

L'entità di tale intervento è rilevabile dall'esame delle comunicazioni effettuate in ossequio alle disposizioni della delibera Consob n. 2681 del 28.1.1987 (comunicazioni concernenti operazioni aventi ad oggetto azioni quotate in borsa o ammesse alle negoziazioni al mercato ristretto effettuate dalla stessa società emittente o da società del gruppo). Nel 1991 sono pervenute segnalazioni riguardanti 25 titoli per un controvalore complessivo delle operazioni in acquisto di circa 470 miliardi e di 400 miliardi per le operazioni in vendita. Globalmente le operazioni degli emittenti hanno rappresentato circa il 90% di quanto scambiato sul mercato sugli stessi titoli. Sono tuttavia presenti numerosi casi in cui il controvalore delle operazioni segnalate è superiore al negoziato sul mercato e, in alcuni casi, è superiore anche al doppio.

L'intervento diretto degli emittenti nella negoziazione e la ridotta attività sul mercato contribuiscono a contenere la volatilità delle quotazioni sul mercato ristretto che, anche per il 1991, risulta inferiore a quella del mercato principale: la variazione percentuale giornaliera media dell'indice delle quotazioni del mercato ristretto è pari a circa lo 0,5%, con una modesta dispersione attorno a questo valore medio.

GRAFICO 24



4.3 L'andamento delle quotazioni

Nel corso del 1991 tre nuove società sono state ammesse alle negoziazioni sul mercato ristretto di cui due a Milano (Popolare di Sondrio e Sifir; quest'ultima ha richiesto l'ammissione alle contrattazioni del solo titolo privilegiato sia sul mercato ristretto di Milano che su quello di Roma), ed una a Genova (Castellino). Allo stesso tempo due società sono state cancellate dai listini (dal ristretto di Milano sono state revocate l'Aviatour ed il Banco di Perugia). Inoltre sono state riammesse alle negoziazioni sui mercati ristretti di Milano la Broggi Izar ed il Calzaturificio di Varese, su Torino la Paramatti e la Borgosesia, la Nuova Edificatrice su Firenze (con estensione sui ristretti di Milano e Torino), la Napoletana Gas su Napoli e Milano, la Sirio su Genova e Firenze. Si tratta di società i cui titoli erano da tempo sospesi presso le borse valori e che non erano più in possesso dei requisiti di quotazione previsti per il listino ufficiale, presentando però i requisiti idonei per l'ammissione al mercato ristretto.

Nonostante l'aumento del numero di società la capitalizzazione del mercato ristretto di Milano è passata da 14.830 miliardi di lire a 13.775 miliardi, pari a circa il 7,8% della capitalizzazione del mercato principale (8% a fine 1990).

Nel corso dell'anno il mercato ristretto non è riuscito a trovare al suo interno temi sui quali impostare iniziative operative tali da garantirgli un margine di autonomia rispetto al mercato principale. Anche le operazioni che hanno interessato alcune delle società emittenti non sono riuscite a rivitalizzare il mercato.

Nel corso del 1991 sono state portate a termine due operazioni di fusione per incorporazione. La prima, annunciata in aprile, e concretizzatasi poi alla fine di ottobre, ha comportato l'incorporazione nella Turfin Finanziaria della Aviatour Italia S.p.a. e la successiva revoca dei titoli emessi da quest'ultima dalle contrattazioni al mercato ristretto. La seconda operazione ha interessato il Banco di Perugia incorporato nella Banca Toscana, quotata al mercato ufficiale. La Banca Toscana aveva rilevato nell'ottobre 1990 il pacchetto di controllo del Banco di Perugia dal Banco di Roma e nell'aprile 1991 ha presentato il progetto di fusione per incorporazione. Il rapporto di concambio proposto non risultava allineato con i valori espressi dal mercato sicché, nel successivo riallineamento, le quotazioni del Banco di Perugia hanno subito un forte ridimensionamento e hanno portato la *performance* del titolo al 31 ottobre, ultimo giorno di contrattazione prima della revoca, a -66%.

Una ulteriore operazione di fusione è stata deliberata nel corso del 1991: si tratta della fusione per incorporazione della Banca del Friuli nel Credito Romagnolo la cui realizzazione è prevista per i primi mesi del 1992.

Nell'ottobre 1991, preceduta da una lunga serie di voci e di smentite, si è concretizzata la cessione della Citibank Italia da parte della Citicorp al Banco Ambrosiano Veneto che ne ha successivamente modificato la denominazione in Banco Ambrosiano Veneto Sud. In dicembre, poi, il consiglio di amministrazione dell'Ambroveneto ha deliberato di proporre all'assemblea degli azionisti la fusione per incorporazione dell'Ambroveneto Sud nell'Ambroveneto S.p.a..

Il titolo che ha fatto registrare la migliore *performance* nell'anno è l'azione Ferrovie Nord Milano (+88,6%) che nel comparto degli «altri» risulta anche il titolo più trattato. Fin dall'inizio dell'anno il titolo è stato oggetto di insistenti acquisti, che hanno alimentato voci di un rastrellamento del titolo motivato dall'ingente patrimonio immobiliare posseduto dalla società. La pressione speculativa sul titolo è venuta meno nel mese di agosto in coincidenza con la chiusura dell'operazione di aumento di capitale. Un altro titolo del comparto «altri» si è collocato al secondo posto nella graduatoria per *performance* nell'anno. Si tratta della Inveurop S.p.a. a cui, a fine anno, è stato conferito il pacchetto di controllo della Auschem S.p.a. nell'ambito del riassetto organizzativo del gruppo Maffei.

I titoli più trattati sono risultati essere, come nel 1991, quelli emessi dalla Banca Popolare di Novara, dalla Popolare di Milano e dalla Popolare di Lodi che da sole coprono circa il 32% del controvalore complessivamente negoziato sul ristretto di Milano.

Dal punto di vista normativo il 1991, dopo gli interventi realizzati dalla Consob nel corso del 1990 in materia di regolamento per le negoziazioni dei titoli non ammessi alla quota-

zione ufficiale nelle borse valori (delibera 4808 del 24 luglio 1990), non ha portato novità di rilievo per il mercato ristretto.

Tuttavia due elementi potranno costituire lo spunto per importanti sviluppi del mercato ristretto. L'art. 11 della legge 1/1991, che sancisce il principio della concentrazione degli scambi in borsa e, più in generale, il divieto, di cui all'art. 16, comma 1 della summenzionata legge, per le aziende e gli istituti di credito di effettuare attività di negoziazione su titoli quotati diversi dai titoli di stato, dovrebbero portare a un notevole incremento degli scambi sul mercato, contribuendo, per questa via, a migliorare la significatività dei prezzi.

In secondo luogo l'approvazione del d.d.l. sulle banche popolari, comportando sostanziali cambiamenti nel regime normativo delle quote delle banche cooperative, dovrebbe rianimare l'interesse per questi titoli. In particolare le novità rilevanti riguardano i diritti patrimoniali, il cui esercizio sarà svincolato dalla clausola di gradimento risultando così liberamente disponibili per il semplice possessore del titolo. L'ammontare massimo di azioni detenibile per soggetto, finora fissato in termini assoluti, viene inoltre individuato in percentuale (0,5%) del capitale sociale.

Al fine di adeguare le caratteristiche di questi titoli a quelle richieste da un moderno sistema di liquidazione di borsa, si dovrebbe infine giungere all'estensione della trasferibilità per girata dei titoli ed al loro accentramento presso la Montetitoli.

5. Gli investitori istituzionali

5.1 Il quadro generale

Per il secondo anno consecutivo, il difficile andamento del mercato azionario ha avuto pesanti riflessi sulla composizione dei portafogli degli investitori istituzionali, soprattutto in riferimento alle loro consistenze di titoli azionari. Le stime elaborate sui dati disponibili indicano però che il totale dei mezzi amministrati da fondi comuni, gestioni fiduciarie e compagnie di assicurazione ha continuato il processo di crescita degli ultimi anni.

Nel portafoglio degli investitori istituzionali si è ulteriormente ridotta la quota dei titoli azionari italiani, passati dall'11,7% a meno del 10%, mentre il complesso dei titoli esteri è cresciuto leggermente, proseguendo il trend già in atto lo scorso anno e attestandosi intorno al 9%. Il comparto che è cresciuto in misura più rilevante è comunque costituito dai titoli a reddito fisso nazionali, rappresentati per la maggior parte da titoli di stato, passati dal 74,4% a poco meno dell'80% del patrimonio netto.

Nel corso del 1991 il numero di fondi comuni di investimento di diritto italiano è passato da 183 a 221, con un aumento che ha interessato principalmente il comparto dei fondi azionari indirizzati ai mercati internazionali. I fondi hanno realizzato una raccolta lorda di 21.760 miliardi di lire, con un risultato complessivo inferiore solamente al boom del 1986. A conferma dell'influenza esercitata dalla difficile congiuntura della borsa italiana, è proseguito il calo relativo delle sottoscrizioni di fondi azionari e bilanciati, a vantaggio di quelle destinate ai fondi obbligazionari, cui sono state destinate oltre il 75% delle sottoscrizioni.

Il flusso dei riscatti è leggermente aumentato (+15,2%), ma non in misura tale da impedire una forte crescita della raccolta netta, attestatasi a 5.311 miliardi di lire, con un incremento cinque volte superiore a quello dello scorso anno. Anche in questo caso i fondi azionari e bilanciati hanno segnato un saldo negativo (rispettivamente di 1.984 e 2.347 miliardi), cui è però corrisposto un flusso positivo di 9.642 miliardi verso i fondi obbligazionari. All'interno del comparto indirizzato ai mercati azionari il solo aggregato in crescita è costituito dai fondi azionari e bilanciati a vocazione internazionale, che rappresentano poco più del 10% del patrimonio complessivo. Questi nuovi fondi, originati dal processo di specializzazione delle politiche di gestione del risparmio, hanno fatto registrare una raccolta netta positiva di 790 miliardi, superando il 30% delle sottoscrizioni complessive delle rispettive tipologie.

In conseguenza del positivo andamento della raccolta, il patrimonio netto a fine anno è cresciuto di quasi il 20%, attestandosi a 56.201 miliardi di lire. La quota di azioni si è drasticamente ridotta, passando dal 22,7% al 14,7%, mentre i titoli di stato sono saliti dal 49,2% al 54,6% del patrimonio netto.

L'andamento del mercato azionario e la differente evoluzione della raccolta hanno profondamente modificato la composizione del patrimonio netto per tipologia, sostanzialmente omogenea alla fine del 1989. Nel dicembre 1991 la quota dei fondi obbligazionari sul totale ammontava infatti al 55,2%, mentre gli azionari e i bilanciati erano rispettivamente sui livelli del 24% e del 20,8%.

L'analisi della struttura distributiva non presenta modifiche significative rispetto alla situazione che si è consolidata negli ultimi quattro anni. Il ruolo principale è svolto dalle reti di vendita (42,7%), cui seguono sistemi misti (29,5%), le banche (25,9%) e la raccolta diretta (2%). Sotto il profilo della raccolta netta bisogna invece segnalare una ripresa della quota del sistema bancario, salita, come le reti di vendita, al livello del 40% del totale.

Per il quarto anno consecutivo il dato degli acquisti netti di azioni italiane da parte dei fondi è risultato negativo. In particolare, nel 1991 è stato raggiunto il livello più alto di vendite (2.334 miliardi) mai effettuato, che si è concentrato principalmente nel primo trimestre. Va comunque notato che il flusso di vendite operato dai fondi azionari e bilanciati (2.255 miliardi di lire) è risultato pari a poco più della metà del passivo della loro raccolta netta (4.331 miliardi di lire).

Rispetto alla capitalizzazione della borsa valori di Milano, il portafoglio azionario dei fondi comuni di diritto italiano ha proseguito il trend negativo in atto dal 1987, scendendo dal 6,4% del dicembre 1990 al 4,6% del dicembre 1991.

5.2 L'attività dei fondi sul mercato azionario

La disponibilità dei dati relativi all'operatività dei fondi comuni di investimento appartenenti alle prime 15 società di gestione, consente, pur con tutte le limitazioni del caso, di analizzare l'attività di *trading* e di valutare l'impatto della loro operatività sull'andamento dei singoli titoli e del mercato nel suo complesso.

In termini di patrimonio gestito il campione rappresenta il 77,8% delle 54 società di gestione censite a fine 1991. A partire dal febbraio 1991, i fondi in esame hanno dato origine ad un volume di affari (inteso come semisomma di acquisti e vendite) pari a circa 6.600 miliardi, che rappresenta il 23% del controvalore complessivo scambiato nello stesso periodo, ed ha interessato quasi tutti i titoli quotati alla borsa valori di Milano.

Osservando poi il saldo delle operazioni si rileva che, nonostante il ritorno della raccolta netta ad un saldo positivo di oltre 5 mila miliardi, i fondi hanno proceduto ad un disinvestimento netto di circa 2 mila miliardi a fronte di una variazione del MIB di -2,2%. Va tuttavia rilevato che l'incremento della raccolta deriva dalla somma di un incremento della raccolta netta dei fondi comuni obbligazionari di 9.642 miliardi e di un decremento di 4.331 miliardi della raccolta netta dei fondi azionari e bilanciati.

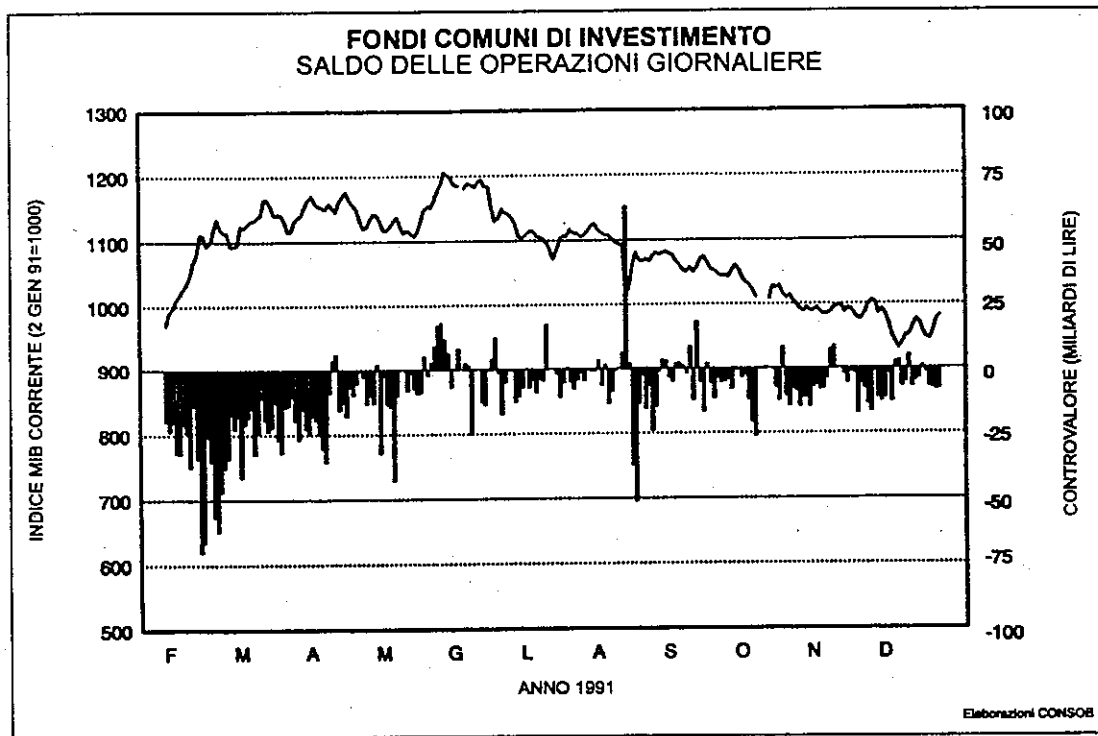
Il grafico 25 mostra l'andamento giornaliero dei saldi delle operazioni effettuate sul mercato azionario dai fondi comuni compresi nel campione. Oltre il 60% del totale del saldo negativo si concentra nel periodo febbraio-aprile, in concomitanza con la fase di andamento positivo del mercato. Nel periodo successivo l'entità dei saldi giornalieri si riduce notevolmente e presenta un'alternanza di segni positivi e negativi. Questi ultimi rimangono comunque in netta prevalenza.

I fondi hanno adottato un comportamento anticiclico nei momenti di forte tensione al ribasso sui prezzi. Questo si è verificato ad esempio nel periodo in cui la crisi sovietica ha provocato una brusca caduta dei corsi. In tale circostanza i fondi sono intervenuti a sostegno del mercato con massicci acquisti, che sono stati poi smobilizzati alla ripresa delle quotazioni nei giorni immediatamente successivi.

Esaminando il comportamento delle singole gestioni, si osserva che la più attiva copre il 21,7% del volume di affari e che le tre più attive hanno di fatto realizzato il 53,8% del totale, a fronte di un patrimonio gestito pari al 37,9% di quello complessivo del campione.

Per quanto riguarda infine i singoli titoli, l'attività dei fondi si è concentrata essenzialmente sulle *blue chips*: Generali e Fiat ordinaria e privilegiata hanno coperto da sole il 16,2% del volume movimentato. Prendendo in considerazione l'aggregato dei primi venti titoli per movimentazione, la percentuale sale al 47,5%. All'interno di questo aggregato, che nel periodo in esame ha pesato quasi nella stessa misura (49,1%) sul volume degli scambi complessivi della borsa valori di Milano, sono pochi i titoli minori, tra i quali si segnalano Alenia e Sirti.

GRAFICO 25

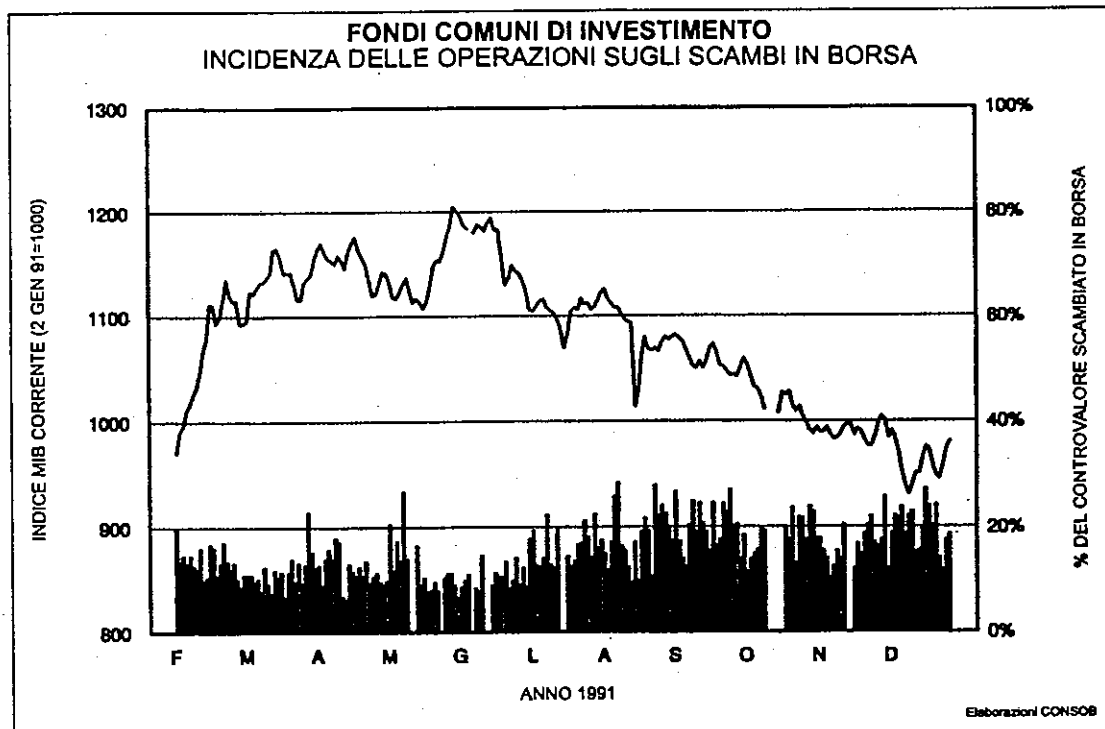


6. Le imprese e il mercato azionario

Le società quotate in borsa hanno risentito come tutte le imprese italiane della difficile situazione congiunturale dell'economia nazionale e internazionale. Le difficoltà si sono riflesse sui loro risultati reddituali, confermando l'arresto della crescita dei profitti che già si era manifestato l'anno precedente. I bilanci consolidati delle società quotate relativi all'esercizio del 1990 e presentati nel 1991, hanno mostrato una contrazione degli utili netti e un aumento delle perdite. Per quanto riguarda il 1991, le relazioni semestrali forniscono l'indicazione di un ulteriore peggioramento dei risultati delle imprese quotate. Considerando un campione costituito dai primi 50 gruppi quotati in borsa, il risultato netto consolidato relativo al primo semestre del 1991 mostra un peggioramento di circa il 15% rispetto allo stesso periodo del 1990. Nel primo semestre del 1990 il risultato netto consolidato era stato di poco inferiore, circa l'1%, rispetto al primo semestre del 1989. I risultati di bilancio confermano quindi gli effetti della fase di recessione sulla redditività delle imprese in particolar modo nel secondo semestre del 1990 e nel primo semestre del 1991, mentre già nel secondo semestre potrebbe esserci un parziale recupero della redditività delle società quotate, atteso in forme più consistenti per il 1992.

Il peggioramento della redditività delle società quotate si è riflesso sulla distribuzione dei dividendi. Il numero delle società che hanno distribuito dividendi si è ridotto rispetto all'anno precedente passando dalle 201 società del 1989 alle 190 del 1990. In termini percentuali nel 1990 hanno distribuito dividendi l'82% delle società quotate, rispetto all'88% nel 1989, al 91% nel 1988 e al 94% nel 1987. Il monte dividendi complessivo, relativo all'esercizio del 1990, pari a 5.667 miliardi è rimasto stabile rispetto a quello del 1989, quando era stato pari a 5.684 miliardi. Il valore reale del monte dividendi si è ridotto quindi di oltre il 6%. Si tratta del primo anno in cui i dividendi complessivi non sono cresciuti a partire dal 1980. Nel periodo 1980-89 i dividendi distribuiti dalle società quotate sono cresciuti ad un tasso medio annuo superiore al 30%, con una decelerazione negli ultimi tre anni in cui il tasso di incremento è stato pari a circa il 13%, dovuto alla parallela riduzione del tasso di crescita degli utili.

GRAFICO 26

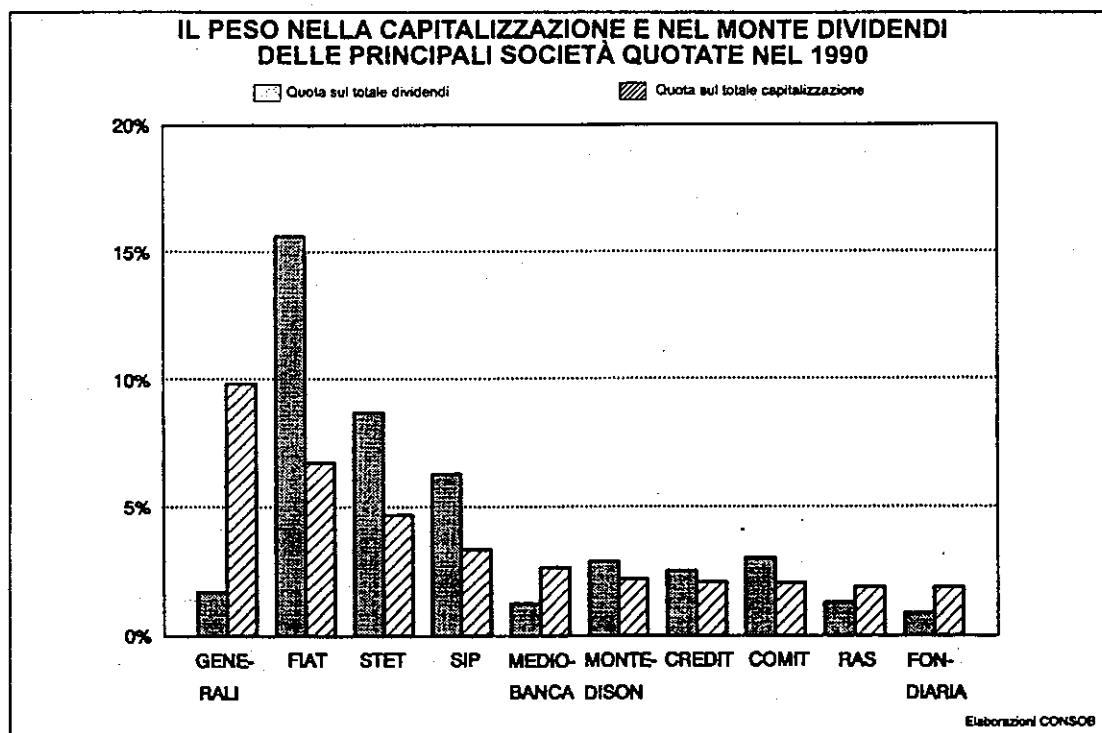


Negli ultimi anni la politica di distribuzione dei dividendi è stata sostanzialmente stabile, come è dimostrato dall'andamento del rapporto di *pay-out*, che è dato dal rapporto tra monte dividendi e utile netto. Tale rapporto calcolato per il complesso delle società quotate si è mantenuto costantemente compreso tra il 54% e il 59% tra il 1985 ed il 1990. Nell'esercizio 1990 il rapporto di *pay-out* si è leggermente ridotto, passando dal 57% del 1989 al 54% del 1990. Negli anni passati le oscillazioni del rapporto di *pay-out* sono state volte soprattutto a stabilizzare i dividendi nei confronti di variazioni degli utili. La riduzione del rapporto nel 1990, a fronte di una flessione degli utili, riflette invece da un lato la preoccupazione delle società quotate rispetto al loro andamento reddituale, che spinge a privilegiare laddove è possibile il rafforzamento patrimoniale, e dall'altro le difficoltà incontrate nel finanziamento sul mercato, anche a causa del negativo andamento della borsa negli ultimi due anni, che suggerisce di aumentare la quota di autofinanziamento.

Anche nella distribuzione dei dividendi è evidente l'elevata concentrazione del mercato azionario italiano. Le prime dieci società per capitalizzazione, che rappresentano circa il 37% della capitalizzazione totale di borsa, hanno distribuito dividendi relativi all'esercizio 1990 pari ad oltre il 44% del monte dividendi complessivamente distribuito dalle società quotate. Se si confronta l'incidenza sul totale del monte dividendi distribuito rispetto al peso relativo della capitalizzazione di borsa, emergono inoltre alcune evidenti asimmetrie. Le più evidenti riguardano le Generali, la cui quota sul totale dei dividendi è inferiore al 2% a fronte di una quota sulla capitalizzazione di poco inferiore al 10% e la Fiat, la cui quota sul totale dei dividendi è pari a oltre il 15% a fronte di un peso sul totale della capitalizzazione inferiore al 7% (vedi graf. 27).

La combinazione del peggioramento della situazione reddituale e patrimoniale delle imprese con le difficoltà del mercato azionario hanno scoraggiato nel corso del 1991 il ricorso delle imprese quotate al finanziamento sul mercato del capitale di rischio. Nel 1991, la raccolta di denaro fresco da parte delle società quotate presso la borsa valori di Milano è stata pari a 4.854 miliardi pari a poco più della metà dell'ammontare raccolto nel 1990. Inoltre, come anche nel 1990, una parte considerevole della raccolta è relativa ad una sola operazione, l'emissione di azioni da parte delle Assicurazioni Generali, che ha coperto circa il 20% della raccolta complessiva.

GRAFICO 27



Nonostante il negativo andamento dei prezzi di borsa, la quota dei sovrapprezzi sul denaro fresco raccolto è stata superiore al 60%. Si conferma quindi la tendenza che si va affermando dal 1985 di un aumento della quota dei sovrapprezzi che nei primi anni '80 era mediamente intorno al 5% (graf. 28). Quote di sovrapprezzo superiori al 50% della raccolta complessiva sembrano quindi essere diventate una caratteristica strutturale del mercato primario italiano anche indipendentemente dall'andamento delle quotazioni.

Se si considera la raccolta di capitale di rischio da parte delle società quotate in rapporto agli indicatori dimensionali della borsa italiana, nel 1991 si rileva una riduzione dell'importanza relativa del mercato primario rispetto a quello secondario (graf. 29). Il rapporto tra raccolta di denaro fresco, al cui interno in questo caso viene considerata anche la raccolta effettuata da società di nuova quotazione, e capitalizzazione di borsa si è ridotto dal 5,6% del 1990 al 2,7% del 1991. Il rapporto tra raccolta e controvalore degli scambi è passato dal 18,6% al 15,6%, nonostante la notevole riduzione di quest'ultimo indicatore nel corso dell'ultimo anno.

Le dimensioni relative del mercato primario italiano continuano però ad essere non inferiori a quelle dei mercati dei principali paesi europei. Considerando una media degli ultimi cinque anni, il rapporto tra raccolta di denaro fresco e capitalizzazione sul mercato di Milano è stato il più elevato tra i mercati considerati, con il 3,7% rispetto al 3,5% del mercato di Londra e a circa il 2,5% dei mercati di Parigi e Francoforte. Ancora più marcata è la differenza se si considera il rapporto tra raccolta e controvalore degli scambi. Sempre nel periodo 1987-91, la media di tale rapporto è stata pari al 15% a Milano rispetto al 6% di Parigi, al 4% di Londra e al 3% di Francoforte (graf. 30). Il livello nettamente più elevato di tale rapporto nel mercato italiano riflette il cronico sottodimensionamento dell'attività di scambio sul mercato secondario che in questo ultimo anno si è particolarmente accentuato.

Complessivamente la capacità di finanziamento delle società quotate italiane sul mercato azionario appare quindi non inferiore a quella delle imprese degli altri paesi europei. Questa capacità appare in particolare concentrata sulle imprese di grandi dimensioni, come è mostrato dalla elevata dimensione media delle operazioni di raccolta.

Effettuando il saldo tra la raccolta di denaro fresco e i dividendi distribuiti nello stesso anno, si ottiene una stima della raccolta netta di capitale da parte delle società quotate in

GRAFICO 28

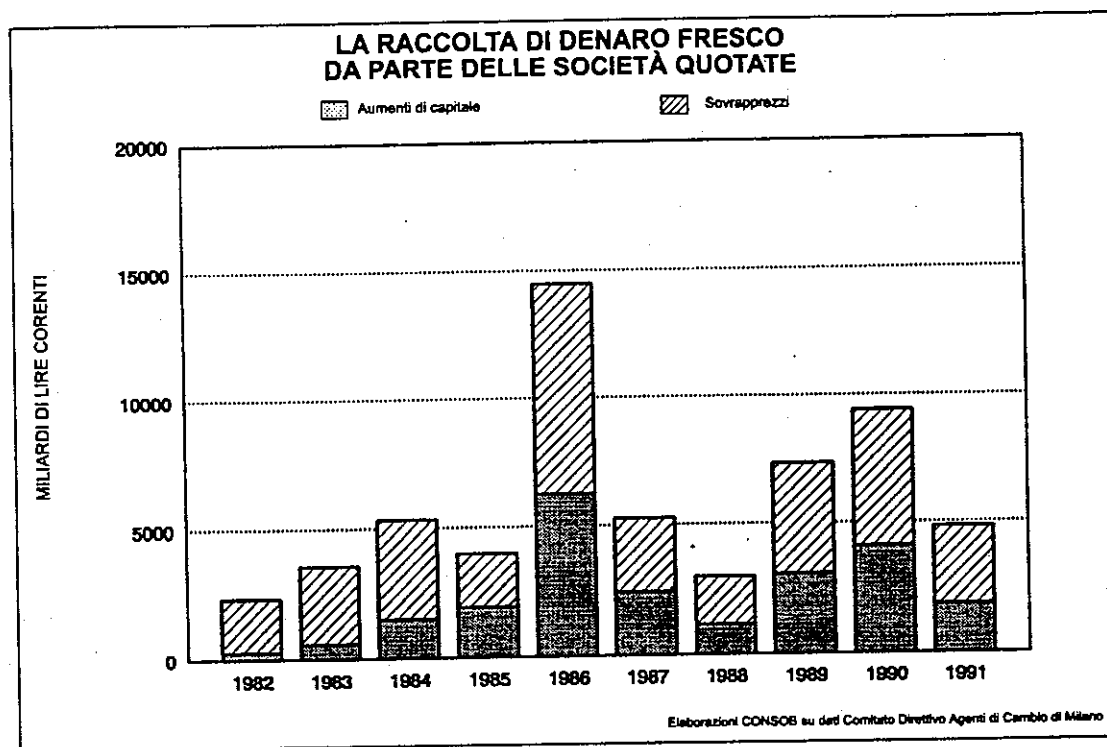


GRAFICO 29

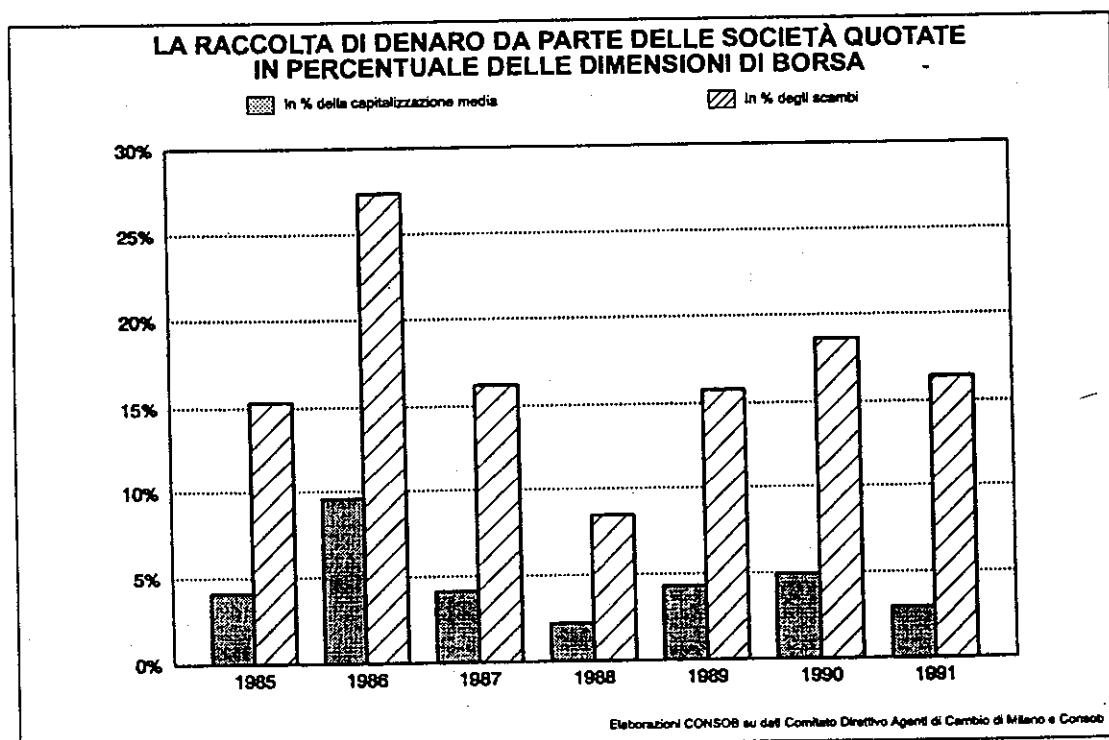
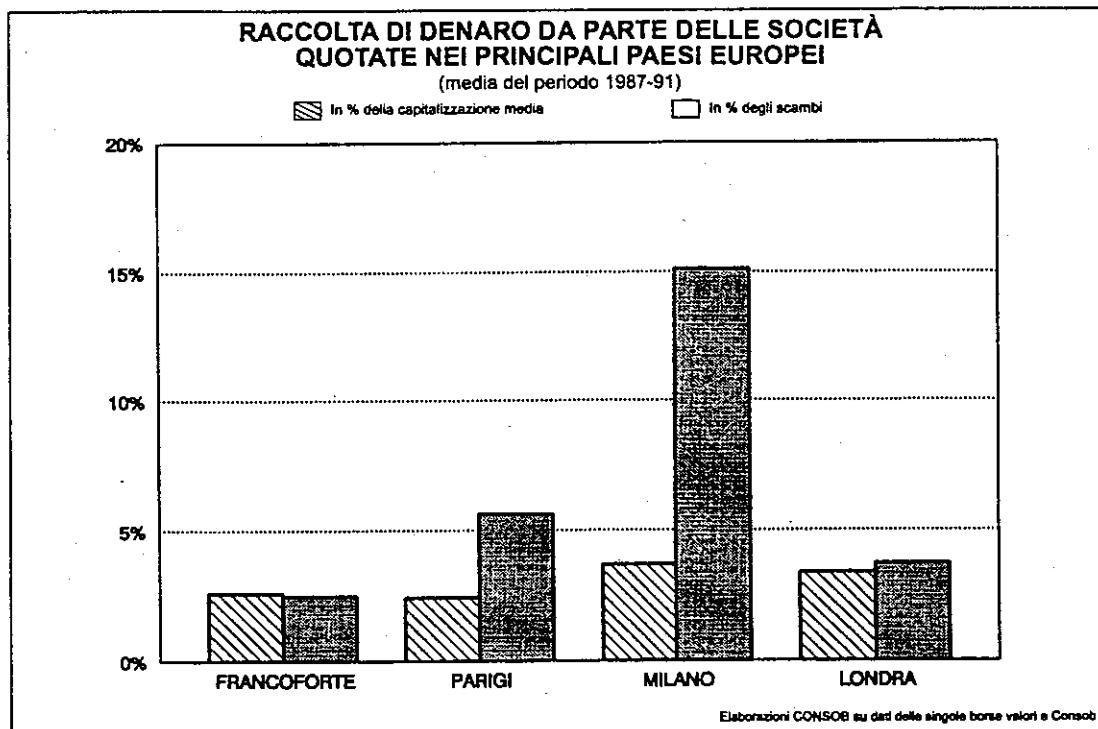


GRAFICO 30



borsa. Nel 1991, la raccolta netta è stata negativa per oltre 800 miliardi a fronte di un valore positivo nel 1990 di 3.700 miliardi e contrariamente a quanto avvenuto nella maggior parte degli ultimi dieci anni, in cui il saldo positivo è stato in media pari a circa 2.600 miliardi (graf. 31).

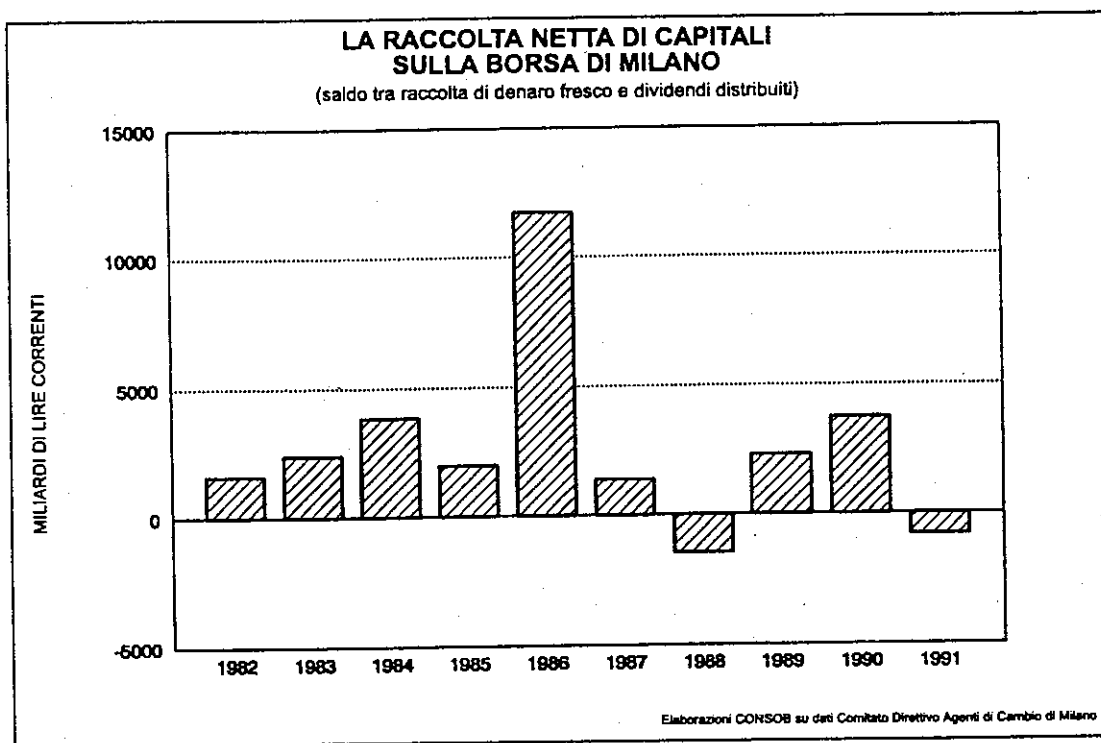
Un quadro più dettagliato del collocamento presso il pubblico di valori mobiliari da parte delle società quotate è fornito dall'analisi delle informazioni contenute nei prospetti informativi presentati alla Consob. La legge 216/1974 e la normativa secondaria emanata dalla Consob stabiliscono infatti che ogni operazione di collocamento che costituisca sollecitazione del pubblico risparmio sia soggetta al deposito di un prospetto informativo da redigere secondo gli appositi schemi determinati dalla Consob stessa.

In base a queste disposizioni, l'analisi dei prospetti consente di considerare tutte le operazioni di collocamento di valori mobiliari sul mercato con l'eccezione delle emissioni non dirette al pubblico, tra cui sono compresi gli aumenti di capitale con diritto di opzione completo poste in essere da società non quotate, le emissioni di titoli di stato, di titoli garantiti dallo stato e le emissioni di titoli da parte di enti creditizi.

Per quanto riguarda il collocamento di titoli azionari quotati in borsa, il quadro fornito dall'analisi dei prospetti informativi è pressoché completo, dal momento che comprende tutte le operazioni di emissione di nuovi titoli e di vendita al pubblico di titoli già emessi in precedenza, con la sola eccezione delle emissioni effettuate in occasione di aumenti di capitale riservate a soggetti determinati che non comportino la successiva negoziazione in borsa dei diritti inopinati ai sensi dell'art. 2441 del codice civile.

Nel 1991 le operazioni di collocamento sono state interessate dalla tendenza negativa che già si era manifestata nell'anno precedente. Come si può vedere dalla tavola a43 dell'Appendice, il numero di operazioni di collocamento è infatti progressivamente sceso da 120 del 1989 a 85 nel 1990 e a 72 nel 1991. Il controvalore complessivo delle operazioni programmate nel corso del 1991, pari a 10.036 miliardi di lire, si è invece attestato sui livelli dei due anni precedenti. La stabilità del valore complessivo è stata però originata da una drastica diminuzione delle operazioni di collocamento di titoli azionari, scesi da oltre 9 mila miliardi a meno di 4.800, cui ha corrisposto una forte crescita delle emissioni obbligazionarie, passate da poco meno di 800 miliardi a più di 4.300. Va notato che inoltre, a differenza degli scorsi anni, l'incidenza del volume delle emissioni obbligazio-

GRAFICO 31



narie collegate al comparto azionario (obbligazioni convertibili e con warrant) sul totale delle emissioni obbligazionarie si è ridotta dal 100% circa a poco più dell'80%.

Focalizzando l'analisi sull'aggregato dei titoli azionari quotati in borsa (tavv. a44 e a45 dell'Appendice) emerge chiaramente la forte contrazione del volume delle emissioni, scese da 9.007 a 4.047 miliardi di lire. Anche considerando i fondi raccolti con il collocamento dei warrant Generali e di titoli azionari già emessi in precedenza (Bayer, L'Espresso, Intermobiliare, Elsag Bailey, SCI e Volkswagen), che portano il totale a 5.355 miliardi, la riduzione resta comunque rilevante, pari al 40%. Questo fenomeno è in linea di massima collegabile all'andamento del mercato azionario, caratterizzato da una flessione dei corsi accompagnata da un persistente diradarsi degli scambi. Le previsioni degli operatori, che lasciavano intravedere scarse prospettive di una ripresa a breve termine dell'attività produttiva, hanno contribuito a scoraggiare le decisioni di collocamento di valori azionari da parte delle società quotate.

Considerando il totale delle operazioni di collocamento di titoli quotati, il livello medio dei sovrapprezzi è risultato pari a circa il 300%. Una volta considerata la particolare natura dell'aumento di capitale delle Assicurazioni Generali, che ha determinato il conferimento alla società di una rilevante quota di fondi per l'acquisto di warrant, il sovrapprezzo medio è pari al 247%, sostanzialmente in linea con il valore del 1990 (242%).

L'andamento stagnante del mercato ha anche influenzato l'entità dei sovrapprezzi richiesti ai sottoscrittori degli aumenti di capitale. Il sovrapprezzo medio delle operazioni di emissione è infatti sceso al 191%, a fronte di livelli del 357% nel 1989 e del 243% nel 1990. La situazione è diversa nel caso delle operazioni di collocamento di titoli già emessi in precedenza. In queste operazioni, che sono risultate pari a circa il 7% dei fondi complessivamente conferiti dal mercato alle società quotate, l'entità dei sovrapprezzi è stata pari a circa il 1500%.

L'analisi della tipologia dei soggetti che hanno curato le operazioni (tav. 14) permette di osservare che il collocamento di valori mobiliari è concentrato, nel nostro paese, all'interno di pochi e ben determinati settori, nella fattispecie quello finanziario e quello bancario. La classificazione secondo la tipologia del soggetto emittente (tav. 15) conferma, sia pure con livelli inferiori, questa indicazione. I due settori citati hanno infatti organizzato negli ultimi tre anni più del 60% delle operazioni di collocamento, risultando anche gli emittenti dei titoli nel 25% dei casi. Il 1991, pur caratterizzato da una riduzione delle operazioni complessive, ha però visto una crescita delle operazioni relative ai titoli assicurativi, immobiliari e delle società di comunicazione.

TAVOLA 14

COLLOCAMENTO DI VALORI MOBILIARI
Classificazione secondo la tipologia del soggetto proponente

	NUMERO OPERAZIONI			% SUL TOTALE		
	1989	1990	1991	1989	1990	1991
ASSICURAZIONI	7	3	4	8,9%	5,2%	7,8%
BANCHE	14	11	12	17,7%	19,0%	23,5%
ENTI PUBBLICI	—	4	4	—	6,9%	7,8%
SOC. FINANZIARIE	39	24	19	49,4%	41,4%	37,3%
PERSONE FISICHE	—	—	—	—	—	—
ALTRI INTERNI	19	16	12	24,1%	27,6%	23,5%
SOGGETTI ESTERI	—	—	—	—	—	—
TOTALE	79	58	51	100,0%	100,0%	100,0%

Elaborazioni Consob

TAVOLA 15

COLLOCAMENTO DI VALORI MOBILIARI
Classificazione secondo il settore della società emittente

	NUMERO OPERAZIONI			% SUL TOTALE		
	1989	1990	1991	1989	1990	1991
ALIMENTARE-AGRICOLO	—	—	1	—	—	2,0%
ASSICURATIVO	7	3	5	8,9%	5,2%	9,8%
BANCARIO	15	11	9	19,0%	19,0%	17,6%
CARTARIO-EDITORIALE	3	—	3	3,8%	—	5,9%
CEMENTO-CERAMICHE	—	3	2	—	5,2%	3,9%
CHIMICO-IDROCARBURI	2	3	3	2,5%	5,2%	5,9%
COMMERCIO	—	—	1	—	—	2,0%
COMUNICAZIONI	3	4	5	3,8%	6,9%	9,8%
ELETTROTECNICO	1	—	—	1,3%	—	—
FINANZIARIO	31	20	10	39,2%	34,5%	19,6%
IMMOBILIARE-EDILIZIO	2	4	5	2,5%	6,9%	9,8%
MECCANICO-AUTO	4	3	3	5,1%	5,2%	5,9%
MINERARIO-METALLURGICO	3	1	—	3,8%	1,7%	—
TESSILE	3	1	—	3,8%	1,7%	—
DIVERSI	5	5	4	6,3%	8,6%	7,8%
TOTALE	79	58	51	100,0%	100,0%	100,0%

Elaborazioni Consob

La tavola 16 presenta la classificazione delle operazioni in ordine alle modalità con cui è stato realizzato il collocamento dei titoli. Il ricorso a consorzi di intermediari ha interessato nel 1991 poco meno dei due terzi delle operazioni, corrispondenti però all'82% del volume complessivo dei fondi richiesti al mercato, rispetto al 54% del 1990 ed al 65,3% del 1989. L'osservazione della situazione nel recente passato indica come il ruolo dei consorzi di collocamento è quindi notevolmente cresciuto nel 1991 a danno del collocamento diretto in particolar modo per quanto riguarda i valori azionari. In particolare, soprattutto per effetto dell'aumento di capitale delle Assicurazioni Generali, è cresciuta l'incidenza dei consorzi a fermo, che hanno raccolto 1.800 miliardi, pari al 18% del volume complessivo e al 34% del volume relativo al comparto dei titoli azionari quotati.

7. Le agevolazioni fiscali all'investimento azionario individuale

7.1 Le principali esperienze estere

Nel corso degli anni '80 diversi paesi europei hanno adottato misure di agevolazione fiscale all'investimento azionario nel quadro di una più generale politica di promozione della diffusione dell'azionariato e di sviluppo dei mercati mobiliari.

Gli esempi più rilevanti di tali politiche sono quelli della Francia e del Regno Unito, ma anche in Irlanda, in Belgio e in misura minore in Olanda si sono avute iniziative legislative a favore dell'investimento azionario (tav. 17). In Francia e nel Regno Unito queste politiche sono state utilizzate anche come misure di accompagnamento ai processi di privatizzazione, al fine di garantire un collocamento delle azioni presso un ampio pubblico di risparmiatori. Tra l'esperienza francese, cui è molto simile anche quella belga da un lato, e quelle inglese e irlandese dall'altro vi sono però alcune importanti differenze, dovute ai diversi gradi di maturità dei mercati mobiliari e ai diversi sistemi fiscali generali vigenti.

Nel Regno Unito ed in Irlanda, le politiche più incisive consistenti nella detassazione del reddito investito in azioni, sono state rivolte soprattutto a favorire la raccolta di capitale di rischio da parte delle imprese non ancora quotate su mercati regolamentati, anche al fine di favorire una loro entrata su tali mercati. Per gli investimenti in azioni quotate è stata concessa l'esenzione fiscale per i rendimenti e per i guadagni di capitale, nell'ambito di piani di risparmio comprendenti anche altre forme di investimento finanziario.

In Francia e in Belgio la detassazione del reddito investito in azioni è stata indirizzata in particolare all'acquisto di titoli di società quotate, al fine di favorire lo sviluppo dei mercati regolamentati sia nel comparto primario (emissione di nuove azioni), sia in quello secondario (contrattazione di azioni già sottoscritte).

Elemento comune a tutti i paesi è stato quello di consentire che gli investimenti fossero realizzati anche per il tramite di intermediari finanziari dotati di caratteristiche opportunamente indicate. Questo elemento ha svolto un ruolo importante nel successo delle misure di agevolazione, consentendo ai risparmiatori di accedere all'investimento azionario usufruendo delle garanzie di professionalità e di diversificazione del rischio offerte dagli investitori istituzionali.

Nel Regno Unito, le principali misure di agevolazione sono rappresentate dal *Business Expansion Scheme* (BES) e dal *Personal Equity Plan* (PEP).

Il BES è stato istituito nel 1983 allo scopo di favorire il finanziamento tramite capitale di rischio per le società di minori dimensioni o di recente costituzione. Lo schema prevede la deducibilità dal reddito imponibile delle persone fisiche dell'ammontare investito in azioni ordinarie di società non ancora quotate su mercati regolamentati, fino ad un massimo di 40 mila sterline (oltre 80 milioni di lire) per anno fiscale. Se le azioni sono detenute per almeno 5 anni, la loro vendita successiva è esente dalla tassazione dei guadagni di capitale. L'investimento può essere effettuato sia direttamente dall'investitore, sia attraverso fondi di investimento chiusi costituiti per gestire professionalmente gli investimenti individuali che sono effettuati nell'ambito del BES. La quota di partecipazione detenuta dal singolo investitore o dal fondo chiuso non deve comunque essere superiore al 30% del capitale della società partecipata.

TAVOLA 16

COLLOCAMENTO DI VALORI MOBILIARI
Classificazione secondo la modalità di collocamento

	OPERAZIONI (numero)			CONTROVALORE					
				(Miliardi di lire)			(% sul totale)		
	1989	1990	1991	1989	1990	1991	1989	1990	1991
SENZA CONSORZIO									
AZIONI	45	32	21	3452,6	3825,0	1174,7			
OBBLIGAZIONI	4	9	3	59,386	730,1	632,1			
WARRANT	6	10	2	—	—	—			
TOTALE	55	51	26	3512,0	4555,1	1806,8	34,7%	45,9%	18,0%
CONS. A FERMO									
AZIONI	4	1	3	221,8	13,5	927,1			
OBBLIGAZIONI	—	—	—	—	—	—			
WARRANT	—	—	1	—	—	874,5			
TOTALE	4	1	4	221,8	13,5	1801,6	2,2%	0,1%	18,0%
CONS. A GARANZIA									
AZIONI	34	27	30	5184,6	5314,8	2683,7			
OBBLIGAZIONI	10	1	7	1064,6	50,4	3681,1			
WARRANT	17	5	5	132	—	62,8			
TOTALE	61	33	42	6381,2	5365,2	6427,6	63,1%	54,0%	64,0%
AZIONI	83	60	54	8859,0	9153,3	4785,5	87,6%	92,1%	47,7%
OBBLIGAZIONI	14	10	10	1124,0	780,5	4313,2	11,1%	7,9%	43,0%
WARRANT	23	15	8	132,0	—	937,3	1,3%	—	9,3%
TOTALE	120	85	72	10115,1	9933,8	10036,0	100%	100%	100%

**LE MISURE DI AGEVOLAZIONE FISCALE ALL'INVESTIMENTO AZIONARIO
DEGLI INDIVIDUI NEI PAESI EUROPEI**

	MISURA	AGEVOLAZIONE	INVESTIMENTI CONSENTITI	MASSIMALI
FRANCIA	legge Monory	deducibilità imponibile	azioni quotate, SICAV	
	CEA	riduzione d'imposta	Monory, FCP Monory	
	PEP	contrib. versato dallo Stato	azioni quotate, SICAV CEA, FCP CEA	
REGNO UNITO	BES	deducibilità imponibile- esenzione capital gain	azioni non quotate, fondi chiusi	St 40000 annue
	PEP	esenzione fiscale dividendi e capital gain	azioni quotate e Investment Trust	St 6000 annue
BELGIO		deducibilità imponibile	azioni, quote, certificati di fondi comuni	FB 40000 annue
PAESI BASSI		esenzione dividendi	azioni	FL 1000 annue
IRLANDA	BES	deducibilità imponibile - esenzione capital gain	azioni non quotate, fondi chiusi	St. irl. 50000 per l'intero arco di vita

A partire dal 1983 molte società indipendenti di gestione hanno costituito fondi chiusi che operano nell'ambito del BES. Nei primi tre anni questi fondi hanno raccolto circa 400 milioni di sterline.

I *Personal Equity Plans* sono piani di investimento individuali che devono essere gestiti da *plan manager* autorizzati. L'investitore può investire fino a 6 mila sterline (circa 13 milioni di lire) per anno fiscale nel proprio piano di investimento. Il gestore deve investire i fondi in azioni quotate in borsa o trattate sull'*Unlisted Securities Market*. Una parte degli investimenti, fino al massimo di 3 mila sterline, può essere investita in fondi comuni di investimento che a loro volta investano almeno il 50% del loro attivo in azioni di società del Regno Unito. L'incentivo fiscale consiste nell'esenzione dei dividendi ricevuti e dei guadagni di capitale conseguiti sugli investimenti del PEP.

La Francia può vantare una politica di incentivazione fiscale all'investimento azionario estremamente ricca e articolata. Gli obiettivi di allargare la base azionaria dell'economia francese e di favorire lo sviluppo del mercato mobiliare hanno portato a definire una serie di misure di incentivazione e di promozione degli investimenti azionari, al cui interno le misure di tipo fiscale hanno svolto un ruolo fondamentale.

Tra queste, alcune hanno avuto un carattere generale, rivolgendosi a tutte le categorie di azionisti, e limitato nel tempo. Ci si riferisce in particolare alla cosiddetta legge Monory del 1978, che prevedeva agevolazioni fino al 1982 e alla legge Delors del 1983 sui *Comptes d'épargne en actions* che ha avuto validità fino al 1988. Altre misure sono state invece rivolte a favorire lo sviluppo dell'azionariato destinato a particolari scopi o attraverso particolari figure di intermediari. Di particolare rilevanza è, per esempio, la legge che ha istituito a partire dal 1988 i *Plans d'épargne en vue de la retraite*, allo scopo di favorire il risparmio previdenziale delle famiglie. Infine, con la legge finanziaria del 1990, è stata istituita una misura di incentivazione al risparmio delle famiglie attraverso la costituzione di *Plans d'épargne populaire* che comprendono una vasta gamma di investimenti finanziari e che sostituiscono anche i *Plans d'épargne en vue de la retraite*. È attualmente in discussione in Francia una proposta del mi-

nistro dell'Economia Bérégovoy volta a istituire una variante dei *Plans d'épargne populaire* chiamata *Plans d'épargne populaire - actions* destinata esclusivamente agli investimenti in azioni o in quote di fondi collettivi azionari.

Di particolare interesse appaiono le misure di carattere generale che costituiscono il modello cui potrebbe ispirarsi una analoga iniziativa legislativa in Italia.

La legge n. 78-741 del luglio 1978, relativa all'orientamento del risparmio verso il finanziamento delle imprese e nota come legge Monory, aveva disposto che le persone fisiche potevano dedurre dal loro reddito netto globale l'ammontare degli acquisti netti di valori mobiliari francesi, con un massimo di 5000 franchi (circa 1 milione di lire italiane) per contribuente.

Per beneficiare della deduzione il contribuente doveva depositare i titoli presso uno o più intermediari autorizzati e mantenere i titoli in deposito per i quattro anni seguenti quello in cui era praticata la prima deduzione fiscale.

I valori mobiliari il cui acquisto dava diritto alla deduzione erano:

- le azioni di società quotate in borsa o trattate al secondo mercato, con l'esclusione dei titoli delle società di investimento che non investivano almeno il 75% del loro attivo in azioni francesi;
- le azioni e le quote di società francesi emesse in occasione della costituzione della società o di aumento di capitale;
- i diritti o i buoni di sottoscrizione connessi alle azioni di cui al punto precedente;
- le azioni delle SICAV a condizione che il loro attivo fosse investito almeno per il 60% in valori mobiliari menzionati ai punti precedenti;
- le parti dei *fonds communs de placement* a condizione che il loro attivo fosse investito almeno per il 75% in valori mobiliari menzionati ai punti precedenti.

La legge Monory, il cui termine era stato inizialmente fissato al 31 dicembre 1981, è stata prolungata fino al 31 dicembre 1982 ma con disposizioni più restrittive.

L'articolo 66 della legge finanziaria per il 1983, ha istituito una nuova misura valida fino al 31 dicembre 1987. La validità di queste nuove disposizioni è stata estesa fino al 31 dicembre 1988.

Le nuove disposizioni consentivano una riduzione d'imposta pari al 25% degli acquisti netti realizzati nel corso dell'anno nel quadro di un *Compt d'Epargne en Action* (CEA), con un limite di 7 mila franchi (circa un milione e mezzo di lire) per contribuente, portato a 14 mila (circa 3 milioni di lire) per le coppie sposate.

I valori mobiliari che facevano parte dei CEA dovevano essere mantenuti per almeno 5 anni. Se il disinvestimento avveniva prima di questo termine l'agevolazione doveva essere restituita in una proporzione decrescente al crescere del numero di anni di durata dell'investimento.

La trasformazione dell'agevolazione fiscale da detrazione dell'imponibile a riduzione d'imposta rispondeva a due esigenze: offrire una maggiore semplicità, data la complessità del sistema dell'imposizione sul reddito francese che porta alla presenza di diverse curve delle aliquote, e garantire una maggiore equità, in quanto la deducibilità dall'imponibile favorisce i contribuenti ad aliquota marginale più elevata.

Nel 1978, primo anno di validità della legge Monory, 870 mila contribuenti hanno usufruito della deducibilità per un ammontare complessivo di investimenti di oltre 4 miliardi di franchi (circa 800 miliardi di lire).

Questi valori sono progressivamente cresciuti con il passare degli anni: nel 1981 i beneficiari delle agevolazioni fiscali sono stati 1 milione 575 mila, per un ammontare di investimenti pari a quasi 7 miliardi e mezzo di franchi (1500 miliardi di lire). Dopo una parziale riduzione del 1982, in conseguenza delle incertezze relative alla validità e alle condizioni delle agevolazioni, nel 1983 il lancio delle nuove disposizioni dei CEA ha portato ad una ulteriore crescita del numero di beneficiari delle agevolazioni e degli ammontari investiti nel quadro dei CEA.

Gli acquisti netti di azioni effettuati nel quadro delle misure di agevolazione sul mercato mobiliare francese hanno rappresentato una componente importante della domanda di titoli quotati. In media, nel periodo 1978-83, gli acquisti sono stati pari al 2,5% della capitalizzazione media di borsa del periodo, al 13% del controvalore degli scambi complessivamente realizzati nel periodo e superiori di oltre il 50% al volume delle sottoscrizioni degli aumenti di capitale effettuati da società quotate.

I beneficiari delle agevolazioni hanno utilizzato quasi completamente le possibilità di investimento permesse dal regime agevolativo: il rapporto tra gli acquisti netti realizzati e quelli teoricamente possibili, dati dal prodotto del numero dei beneficiari per il massimo ammontare di investimento deducibile, è stato pari a circa il 95% per tutto il periodo. Nel periodo dal 1978 al 1983, i contribuenti che hanno beneficiato delle agevolazioni hanno dichiarato in media acquisti netti pari a 4600 franchi, rispetto a un massimale consentito di 5000 franchi.

Per quanto riguarda le modalità di investimento, la maggior parte degli acquisti è stata effettuata tramite i *Fonds communs de placement* o le SICAV. Particolarmente rilevante è stata la crescita degli acquisti di quote di SICAV Monory, costituite con le caratteristiche adatte per usufruire delle agevolazioni fiscali della omonima legge. La percentuale di acquisti effettuati direttamente dai beneficiari della agevolazione è però crescente, in quanto è passata dal 15% del 1978 al 29% del 1983.

Le stime fatte in Francia per valutare l'effetto di impatto della legge Monory sull'allargamento dell'azionariato indicano che nei primi due anni di validità della legge il numero degli azionisti di società quotate è aumentato di circa il 55%, passando da un milione di unità del 1978 ad un milione 550 mila unità del 1980. L'incremento maggiore è stato relativo al numero di possessori di quote di SICAV, che è quasi raddoppiato tra il 1978 ed il 1980, mentre il numero di azionisti diretti è aumentato di circa il 20%.

Secondo queste stime su tutto il periodo di validità della legge Monory il numero degli azionisti di società quotate sarebbe pressoché raddoppiato.

Se si considera la distribuzione per fasce di reddito degli azionisti, i benefici della legge Monory sembrano aver favorito soprattutto i contribuenti ad alto reddito. I possibili motivi di ciò derivano dalla maggior convenienza relativa della deducibilità dall'imponibile per i contribuenti ad aliquota marginale più elevata e dal maggior ammontare di risparmio disponibile. Con i *Compts d'épargne en actions*, che prevedevano una riduzione d'imposta in luogo della deducibilità, questa disparità si è attenuata.

I *Plans d'Épargne Populaire* (PEP) sono stati istituiti con l'articolo 109 della legge finanziaria francese per il 1990. Questi piani potevano essere costituiti attraverso versamenti ad uno speciale conto aperto dal risparmiatore o attraverso la sottoscrizione di un contratto di assicurazione sulla vita. I versamenti al piano non potevano superare i 600 mila franchi (circa 130 milioni di lire). L'incentivo di cui godono i PEP consiste in un premio versato dallo stato a ciascun titolare di un PEP, pari ad un quarto dei versamenti effettuati, con un massimo di 1500 franchi (circa 330 mila lire) per anno. Il premio viene versato dallo stato, con capitalizzazione degli interessi, dopo dieci anni dall'apertura del piano o alla sua chiusura, a condizione che questa avvenga dopo almeno otto anni. La riscossione del capitale maturato o della rendita vitalizia e dei premi capitalizzati non è sottoposta all'imposta sul reddito, sempre a condizione che sia effettuata dopo otto anni. Le somme versate in un *Plan d'épargne populaire* possono essere investite in una o più delle seguenti forme:

- azioni di società quotate in borsa o trattate al secondo mercato, e azioni che figurano in un mercato «*hors-cote*» di una borsa valori francese;
- diritti o buoni di sottoscrizione relativi alle azioni di cui al punto precedente;
- azioni delle SICAV;
- quote dei *fonds communs de placement*;
- alcune operazioni comprese nel codice delle assicurazioni, nel codice della mutualità, nel codice della sicurezza sociale e nel codice rurale.

I valori mobiliari sopra indicati devono essere costituiti per almeno il 75% del loro valore da titoli emessi da società francesi.

Secondo la proposta del ministro Bérégovoy sui *Plans d'épargne populaire - actions*, ogni contribuente potrà accantonare fino a 600 mila franchi, pari a 130 milioni di lire, in un conto destinato all'acquisto di azioni o di quote di *fonds communs de placement* o di SICAV che investano in azioni. Sarà consentito anche di sottoscrivere azioni di società non quotate in occasione di aumenti di capitale. La gestione del conto, che avrà una durata minima di otto anni, potrà essere estremamente elastica con la sola condizione di reinvestire nel fondo i proventi delle eventuali vendite di titoli. Tutti gli investimenti effettuati nel fondo non saranno

soggetti all'imposta sui guadagni di capitale, né al prelievo sui rendimenti, mentre resterà possibile accumulare il credito d'imposta sui dividendi.

Sulla base dell'esperienza dei principali paesi europei, le possibili forme di incentivazione fiscale all'investimento azionario di lungo periodo risultano essenzialmente di tre tipi:

- la detassazione del reddito investito in azioni quotate e detenute per un determinato periodo;
- la detassazione del reddito percepito sotto forma di dividendi su azioni detenute per un determinato periodo;
- la riduzione o l'eliminazione della tassazione dei guadagni di capitale sulla vendita di azioni quotate detenute per un determinato periodo.

Queste agevolazioni possono essere rivolte agli acquisti di azioni quotate al fine di favorire lo sviluppo dei mercati regolamentati e alle azioni di nuova emissione al fine di favorire il ricorso delle imprese al capitale di rischio.

Una caratteristica importante delle misure agevolative introdotte negli altri paesi consiste nel permettere alle famiglie di beneficiare delle agevolazioni non soltanto per gli investimenti diretti in azioni ma anche per gli investimenti effettuati tramite intermediari specializzati dotati di determinate caratteristiche.

La scelta degli strumenti adottati nei diversi paesi e nei diversi momenti dipende da un complesso di fattori che comprendono gli obiettivi di politica economica che si intende perseguire e l'orientamento del sistema fiscale vigente nel paese. Di particolare rilevanza è il trattamento fiscale dei redditi da capitale derivanti dagli investimenti azionari. Nelle tavole 18, 19 e 20 viene fornito un quadro sinottico del trattamento fiscale dei dividendi, dei guadagni di capitale e delle transazioni azionarie nei paesi della CEE.

TAVOLA 18

LA TASSAZIONE DEI DIVIDENDI NEI PAESI CEE (dati in percentuale)

	ALIQVOTA RITENUTA D'ACCONTO	CREDITO DI IMPOSTA	IMPOSTA SULLE SOCIETÀ	RECUPERO IMPOSTA SOCIETÀ (1)
BELGIO	25	—	41	—
DANIMARCA	30	—	38	—
FRANCIA	imp.reddito	50,00	42	69,00
GERMANIA	25	56,25	36	100,00
GRECIA	(2)	(2)	—	(2)
IRLANDA	imp.reddito	38,88	10-40	58,32
ITALIA	10	56,25	(3) 36	(4) 100,00
LUSSEMBURGO	(5) 15	(5)	33	(5)
PAESI BASSI	25	—	40-35	—
PORTOGALLO	(6) 25	19,00	36	35,00
REGNO UNITO	imp.reddito	33,33	34	64,70
SPAGNA	25	10,00	35	18,57

(1) Sugli utili distribuiti.

(2) I dividendi sono deducibili dall'imponibile delle società.

(3) Esiste anche un'imposta locale (ILOR) pari al 16,2%.

(4) Non viene recuperata l'ILOR pari al 16,2% dell'utile lordo.

(5) I dividendi distribuiti da società finanziarie sono esenti.

(6) I contribuenti possono optare per una ritenuta a titolo definitivo del 25%.

TAVOLA 19

LA TASSAZIONE DEI GUADAGNI DI CAPITALE NEI PAESI CEE

	PLUSVALENTE TASSATE	TIPO TASSAZIONE	ALIQUOTE	FRANCHIGIE	DEDUZ. MINUSV.	DEFINIZ. IMPONIB.
BELGIO	cessioni qualificate (25%)	separata	16.5%	si	si	nominale
	speculative	separata	33%		si	nominale
DANIMARCA	cessioni qualificate (25%)	separata	50%	si	no	nominale
	speculative (36 mesi)	progressiva	ordinaria			nominale
FRANCIA	tutte	separata	16% FF 316900	si	si	nominale
GERMANIA	cessioni qualificate	progressiva	(1)	si	si	nominale
	speculative (6 mesi)	progressiva	ordinaria	si DM 1000 (2)		nominale
GRECIA						
IRLANDA	tutte	separata	(3) 30-60%	si St. Irl. 2000	si	reale
ITALIA	tutte	separata	25%		si	reale
		opzione per rit. fonte (4)	15%		no	nominale
LUSSEMBURGO	cessioni qualificate (25%)	progressiva	(1)	si FL 1250000	si	nominale
	speculative (6 mesi)	progressiva	ordinaria	si FL 10000	si	nominale
PAESI BASSI	cessioni qualificate (33%)	separata	20%	si	si	nominale
PORTOGALLO	speculative	separata (opzione per progressiva)	10% ordinaria	no		
REGNO UNITO	tutte	progressiva	ordinaria	si St 5000 (10000 per 2 coniugi)	si	reale
SPAGNA	tutte (5)	progressiva	ordinaria	si Pt 25000		
	speculative (12 mesi)	progressiva	ordinaria		si	reale

(1) L'aliquota è la metà di quella ordinaria sul reddito.

(2) Fino a 30 milioni di DM si dimezza l'aliquota ordinaria sul reddito.

(3) A seconda della durata del possesso.

(4) Regime forfettario con plusvalenza presunta compresa tra il 2 ed il 7% sulla base dell'andamento del titolo nei sei mesi precedenti la vendita.

(5) La tassazione varia a seconda del periodo di detenzione.

In questi ultimi anni, le misure di agevolazione fiscale all'investimento azionario sono inserite sempre più nell'ambito di piani generali di incentivazione del risparmio delle famiglie. L'obiettivo di questi piani di risparmio è di canalizzare il risparmio verso scopi di natura previdenziale e assicurativa e verso il finanziamento del capitale di rischio delle imprese. In tal modo gli incentivi fiscali tendono a diventare una componente strutturale e non più eccezionale dei mercati finanziari. Su questa tendenza influisce anche, in una certa misura, la concorrenza tra i mercati che grazie alla liberalizzazione dei movimenti di capitale sta progressivamente allargandosi all'intera area comunitaria. In tale quadro le agevolazioni fiscali possono scoraggiare i deflussi di capitali discriminando gli investimenti all'estero rispetto a quelli realizzati in titoli nazionali.

TAVOLA 20

IMPOSTA DI BOLLO SULLE TRANSAZIONI DI TITOLI
NEI PAESI CEE

BELGIO	(1)	0,17-0,35%
DANIMARCA	(2)	1%
FRANCIA	NO	
GERMANIA	NO	
GRECIA	NO	
IRLANDA	(3)	1%
ITALIA		0,05%
LUSSEMBURGO	NO	
PAESI BASSI	(1)	0,12%
PORTOGALLO	NO	
REGNO UNITO	NO	
SPAGNA	NO	

(1) Il governo ha annunciato che intende abolire la tassa.

(2) Le operazioni realizzate da dealers stranieri sono esenti.

(3) Sono stati stabiliti massimali all'importo della tassa.

7.2 Le stime sugli effetti delle agevolazioni fiscali all'investimento azionario sul mercato mobiliare italiano

Nel riordino del trattamento tributario dei redditi da capitale che il Governo dovrà realizzare entro il 31 dicembre 1992 è previsto che siano disposti trattamenti agevolativi per le persone fisiche al fine di favorire la formazione del risparmio. Tra le destinazioni previste del risparmio agevolato, la legge di accompagnamento alla legge finanziaria per il 1992 ha introdotto anche la sottoscrizione di azioni trattate sui mercati regolamentati, a condizione che siano detenute per almeno tre anni consecutivi. L'agevolazione consiste nella deducibilità dall'imponibile ai fini IRPEF del reddito investito nelle forme di risparmio previste dalla legge con un massimo di 10 milioni. Saranno inoltre stabiliti gli importi massimi deducibili per ogni forma di investimento, fermo restando il limite complessivo di 10 milioni.

La valutazione dei possibili effetti di questa misura di agevolazione fiscale sul mercato mobiliare richiede una stima dei volumi di investimenti in azioni che potrà essere indotto e dei costi per il fisco, in termini di minori entrate, derivanti dalla deducibilità di tali investimenti.

La deducibilità riguarda quindi gli acquisti di nuove azioni e non gli acquisti di titoli già presenti sul mercato. In queste stime viene considerato solo il lato della domanda di azioni, supponendo che esista un'offerta adeguata e che i collocamenti di nuove azioni avvengano a prezzi appetibili per il pubblico.

È da tener presente che, dato il limite massimo stabilito per legge all'ammontare deducibile, l'aumento di domanda di azioni indotto dall'agevolazione sarà pari al numero degli azionisti beneficiari dell'agevolazione moltiplicato per l'ammontare deducibile, che è al massimo di 10 milioni. Dal momento che in questo tetto sono comprese anche altre forme di risparmio incentivato, e che i limiti massimi per ogni investimento non sono stati ancora stati indicati, occorre fare delle ipotesi sull'ammontare effettivamente investibile in azioni. In questo studio sono state formulate tre ipotesi, una massimale, puramente teorica, in cui si suppone che tutti i 10 milioni di detrazioni siano destinabili a investimenti azionari; una minimale, in cui si suppone che gli investimenti azionari pro-capite siano pari a 3 milioni, cioè alla differenza tra l'attuale tetto per la deducibilità delle altre forme di risparmio che è di

7 milioni e il nuovo tetto di 10 milioni; una intermedia, in cui si suppone che i potenziali investimenti azionari pro-capite siano pari a 5 milioni. Questa terza ipotesi appare anche la più verosimile, in quanto 5 milioni rappresentano una dimensione per così dire «classica» per gli investimenti delle famiglie. Tale cifra è infatti quella minima per la sottoscrizione di titoli del debito pubblico. Inoltre, una buona parte dei fondi comuni richiede una sottoscrizione minima di quote che è pari a 5 milioni. Infine, considerando che la dimensione media dell'acquisto minimo per i primi 20 titoli a maggiore capitalizzazione alle attuali quotazioni è pari a circa 2 milioni e mezzo, una minima diversificazione dell'investimento azionario basata su due titoli richiede un investimento di circa 5 milioni, a meno di ricorrere alle spezzature.

Secondo le nostre stime riportate in Appendice, il numero di persone fisiche che posseggono azioni di società trattate sui mercati regolamentati è di circa un milione. Con l'introduzione delle misure di agevolazione fiscale all'investimento azionario, il numero degli azionisti di società quotate dovrebbe aumentare. Anche sulla base dell'esperienza francese in cui nel primo anno di applicazione della legge Monory l'incremento del numero di azionisti è stato stimato pari a circa il 30% e tenendo conto che il risparmio fiscale per ogni azionista può essere stimato in circa il 30% della somma investita, si può supporre che l'incremento del numero di azionisti nel primo anno di applicazione della legge sarebbe pari alla stessa percentuale, cioè a 300 mila unità.

Per quanto riguarda l'ammontare investito dai nuovi azionisti è probabile che ogni azionista investirà l'intero ammontare deducibile dal reddito. Complessivamente quindi, nelle tre ipotesi, l'ammontare investito va dai 900 miliardi nell'ipotesi minimale, ai 1500 miliardi nell'ipotesi intermedia, ai 3 mila miliardi nell'ipotesi massimale (vedi tav. 21). È necessario però tenere presente che potranno usufruire della deducibilità anche gli attuali azionisti che potranno sottoscrivere nuove azioni al fine di beneficiare della deducibilità eventualmente vendendo le partecipazioni già possedute. Si può supporre che il 30% degli attuali possessori di azioni benefici della agevolazione fiscale. Se si sommano gli acquisti dei nuovi e dei vecchi azionisti il volume di investimenti effettuati nel quadro della agevolazione fiscale potrebbe essere pari a 1800 miliardi nell'ipotesi minimale, a 3 mila miliardi in quella intermedia ed a 6 mila miliardi in quella massimale. Il costo per il fisco, in termini di minore gettito fiscale, sarebbe pari, sempre considerando un'aliquota media dell'IRPEF del 30%, a circa 600 miliardi nell'ipotesi minimale, a mille miliardi nell'ipotesi intermedia e a circa 2 mila miliardi nell'ipotesi massimale.

TAVOLA 21

STIMA DEGLI EFFETTI DELL'INTRODUZIONE DI MISURE
DI AGEVOLAZIONE FISCALE ALL'INVESTIMENTO AZIONARIO IN ITALIA:
CONFRONTO DELLE TRE IPOTESI

	IPOTESI 1	IPOTESI 1	IPOTESI 3
AMMONTARE INVESTITO PRO CAPITE	10 milioni	3 milioni	5 milioni
AMMONTARE INVESTITO DAI NUOVI AZIONISTI	3000 miliardi	900 miliardi	1500 miliardi
INCREMENTO CAPITALIZZAZIONE FAMIGLIE	18%	5%	9%
VOLUME SOTTOSCRIZIONI	6000 miliardi	1800 miliardi	3000 miliardi
COSTO PER IL FISCO	2000 miliardi	600 miliardi	1000 miliardi
INCREMENTO SOTTOSCRIZIONI FAMIGLIE	1000%	300%	500%

Per valutare il peso relativo degli acquisti di azioni da parte delle famiglie che sarebbero realizzati grazie alle agevolazioni fiscali può essere utile prendere in considerazione l'attuale possesso azionario delle famiglie e la loro quota sul volume di sottoscrizione di nuove azioni.

Secondo le nostre stime le famiglie posseggono circa il 10% della capitalizzazione di borsa, che equivale a circa 17 mila miliardi. Questa percentuale è stata stimata per differenza, considerando che gli investitori istituzionali posseggono circa il 15% della capitalizzazione, che nelle quote di controllo detenute dalle imprese vi è circa il 65% e che un altro 10% è presumibile sia detenuto dalle imprese sotto forma di partecipazioni di minoranza e dagli investitori istituzionali esteri. I nuovi acquisti di azioni stimolati dalla agevolazione fiscale porterebbero, secondo l'ipotesi intermedia che può essere ritenuta la più realistica, il possesso delle famiglie a 18.500 miliardi con un aumento di quasi il 10% rispetto al possesso attuale. Considerando inoltre che la legge prevede che le azioni debbano essere mantenute per almeno tre anni consecutivi, questo effetto non sarebbe limitato al breve periodo.

Può essere infine utile confrontare gli effetti della agevolazione fiscale in esame con il volume di nuove emissioni di azioni sottoscritte dalle famiglie. Negli ultimi 5 anni le emissioni di nuove azioni da parte di società quotate hanno comportato una raccolta di denaro fresco pari a circa 6 mila miliardi l'anno. Sapendo, sulla base delle nostre stime, che le famiglie posseggono circa il 10% della capitalizzazione complessiva e che questa quota è stata in questi anni tendenzialmente stabile, si può assumere che le famiglie abbiano sottoscritto in media nuove azioni per circa 600 miliardi ogni anno. L'effetto delle agevolazioni fiscali previste sarebbe quindi estremamente rilevante, portando, nell'ipotesi intermedia, a un volume di nuove emissioni sottoscritte dalle famiglie pari a 5 volte quello degli ultimi anni.

7.3 Appendice

Per stimare il numero dei potenziali beneficiari delle misure di agevolazione fiscale all'investimento azionario è necessario partire da una stima dell'attuale numero di azionisti di società quotate. Questa stima è resa difficile della mancanza di dati specifici sul numero di azionisti di cui si può solo tentare una approssimazione.

A tal fine, una base di partenza può essere fornita dal numero di percettori di dividendi ricavabile dalle statistiche fiscali. Gli ultimi dati disponibili, relativi al 1988, mostrano che sono circa 600 mila i contribuenti che dichiarano redditi da capitale percepiti come dividendi. Si può assumere che su questi la quota di percettori di dividendi di società quotate sia superiore all'80% del totale, in conseguenza della minore propensione delle imprese non quotate a distribuire dividendi e al basso numero dei loro azionisti. I percettori di dividendi di società quotate possono quindi essere stimati in circa 500 mila. Considerando che, nello stesso anno, l'85% delle società quotate ha versato un dividendo e che normalmente il portafoglio di un investitore comprende diversi titoli, si può assumere che tutti gli azionisti di società quotate abbiano ricevuto dividendi e rientrino quindi nel numero dei contribuenti.

Questa stima porta però a una sottovalutazione del numero degli azionisti per due motivi. Il primo è che in Italia è particolarmente diffusa la pratica di vendere le azioni immediatamente prima dello stacco del dividendo per riacquistarle immediatamente dopo, al fine di non comparire sul libro soci della società e mantenere quindi l'anonimato. In tal modo i possessori di azioni evitano di comparire tra i contribuenti percettori di dividendo. Il secondo motivo consiste nel fatto che i percettori di dividendi di azioni di risparmio hanno la facoltà di non dichiarare i redditi percepiti come dividendi, optando per una ritenuta a titolo definitivo del 15%.

Una seconda fonte per la stima del numero degli azionisti è fornita dalle informazioni fornite dalle società quotate. Questa indicazione fornisce, al contrario della precedente, una sovrastima del numero di individui che posseggono azioni di società quotate in quanto la possibilità che un individuo possieda azioni di più società porta ad una duplicazione di conteggio. Nel 1990, il numero di azionisti di società quotate era pari a circa 3 milioni, di cui circa 2 milioni 400 mila possedevano azioni quotate nel listino ufficiale e circa 600 mila possedevano azioni negoziate nel mercato ristretto.

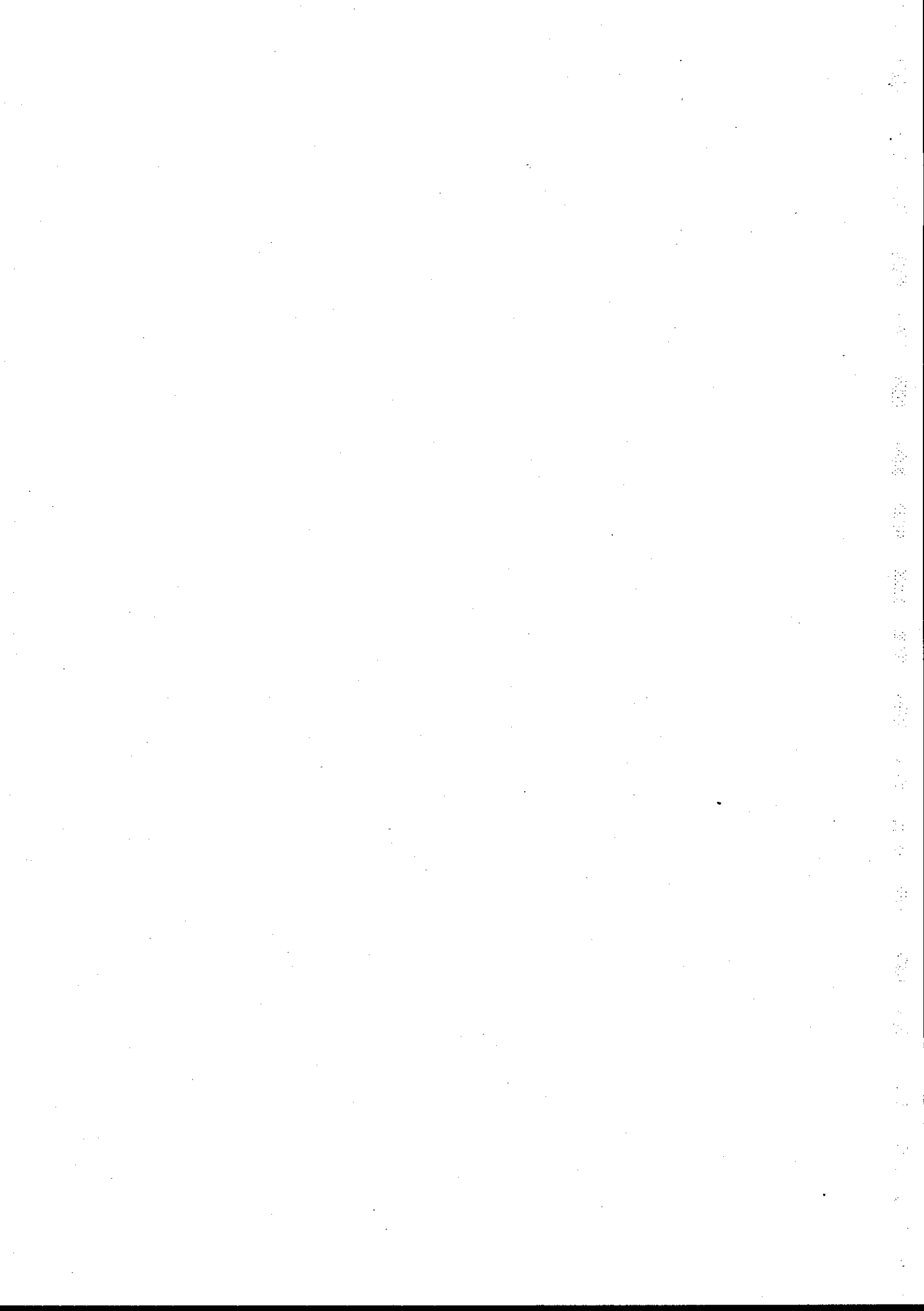
Una stima verosimile del numero di persone fisiche in possesso di azioni quotate si colloca quindi tra i due estremi, rappresentati dai circa 500 mila percettori di dividendi e i 3 milioni di azionisti di società quotate. Il divario tra questi dati può essere ridotto tenendo conto di alcune osservazioni.

Per eliminare la duplicazione della stima è possibile supporre che in media gli azionisti di società quotate nel mercato principale posseggano azioni di 2-3 società. Pertanto il numero di azionisti è stato diviso per 2,5 ottenendo una stima di 950 mila. Inoltre, dato che la maggioranza dei titoli negoziati al ristretto sono quote di banche popolari, si è supposto che tali azionisti detengano azioni di 1-2 società e si è quindi diviso il loro numero per 1,5 ottenendo una stima di 400 mila azionisti. Complessivamente quindi gli azionisti effettivi di azioni trattate sui mercati regolamentati è stata stimata in un milione 350 mila.

Sulla base di questa stima è possibile dare una valutazione del numero di azionisti di risparmio che sfuggivano al numero di contribuenti percettori di dividendi. Sulla base della quota delle azioni di risparmio sulla capitalizzazione totale di borsa si può supporre che il 20% degli azionisti stimati precedentemente, cioè circa 200 mila individui, possedga azioni di risparmio. Sommando tale cifra al numero di contribuenti percettori di dividendi di società quotate si ottiene una stima di circa 700 mila azionisti.

A questo punto, la stima del numero di persone fisiche che possiedono azioni è compresa tra due margini molto più ristretti che vanno dai 700 mila della stima basata sui dati fiscali a un milione 350 mila di quella basata sul numero di azionisti di ogni società. La media di questi due valori porta alla cifra di un milione di azionisti che rappresenta una stima realistica.

C-L'ATTIVITÀ ISTITUZIONALE DELLA CONSOB



CAPITOLO I

LA DISCIPLINA E IL CONTROLLO DEL MERCATO AZIONARIO

1. L'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale e alle negoziazioni nei mercati ristretti

1.1 I PROVVEDIMENTI DI PORTATA GENERALE

Il primo periodo di applicazione del regolamento di ammissione alla quotazione ufficiale, entrato in vigore nel luglio del 1989, ha evidenziato alcuni problemi operativi importanti che hanno reso necessaria l'adozione di provvedimenti modificativi.

Società richiedenti la quotazione in borsa, a causa dei tempi necessari per il collocamento e per la definizione delle procedure di assegnazione e consegna dei titoli, facevano registrare, infatti, un intervallo di tempo piuttosto lungo tra la chiusura del collocamento e l'inizio delle negoziazioni, periodo in cui i titoli finivano per essere trattati su mercati non regolamentati (cd. terzo mercato). Un notevole intervallo di tempo si registrava altresì tra il giorno del pagamento dei titoli da parte dell'acquirente (rigidamente previsto dalle condizioni di offerta) e la comunicazione dei risultati del collocamento e la consegna dei titoli stessi agli aventi diritto; presupposti, questi ultimi, necessari alla quotazione del titolo.

La comunicazione dei risultati del collocamento veniva sostanzialmente a dipendere dalla maggiore o minore efficienza del consorzio di collocamento, mentre la consegna dei titoli era in qualche modo legata, oltre che alla efficienza dello stesso emittente, alla sua discrezionalità.

Veniva meno così per il risparmiatore ogni garanzia di ricevere la controprestazione del pagamento effettuato in tempi ragionevolmente brevi e di ottenere rapidamente la quotazione del titolo in un mercato regolamentato.

Inoltre, i notevoli problemi incontrati dai soggetti esteri richiedenti l'ammissione a quotazione nell'adeguarsi alle previsioni della normativa italiana e agli obblighi informativi connessi con lo *status* di società quotata, avevano di fatto impedito la quotazione di soggetti esteri nelle borse italiane, non essendo prevista da parte dell'ordinamento nazionale alcuna possibilità di deroga nei confronti di quei soggetti.

A fronte di queste situazioni, dopo le modifiche apportate al regolamento di ammissione alla quotazione ufficiale nel febbraio del 1990, ulteriori modificazioni di più ampia portata sono state introdotte con delibera n. 5208 del 20 febbraio 1991.

In particolare, per quanto riguarda le modalità di ammissione alla quotazione, con l'introduzione di un nuovo articolo, il 19 *bis*, è stata adottata una più rapida procedura di ammissione in borsa che consente alle società che intendono conseguire il requisito del flottante mediante offerta al pubblico di richiedere alla Consob di deliberare l'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale contemporaneamente alla concessione del *nulla osta* al deposito del prospetto informativo. Tale procedura consente in sostanza di utilizzare il prospetto di offerta al pubblico per la stessa ammissione a quotazione, essendo richiesta, per il suddetto fine, unicamente la pubblicazione su due giornali dei risultati del collocamento; la procedura prevede il

duplice impegno, da parte della società richiedente la quotazione, di comunicare i risultati dell'offerta e di consegnare i titoli agli aventi diritto entro dieci giorni da quello fissato per il pagamento degli stessi. Tale previsione, collegando la prestazione del risparmiatore (il pagamento) a comportamenti da parte dell'emittente (comunicazione dei risultati e consegna dei titoli), ha posto un termine certo al soddisfacimento dei presupposti di quotazione, abbreviando di fatto i tempi per l'ammissione in borsa.

Per quel che concerne, poi, le facilitazioni introdotte per gli emittenti di diritto estero, con la delibera sopra citata sono stati modificati i commi 1 e 2 dell'art. 7 del citato regolamento, consentendo a detti emittenti di adempiere agli obblighi informativi previsti dalla legislazione italiana, in virtù della possibilità di deroga introdotta dalla legge 1/1991, compatibilmente con le peculiarità proprie degli ordinamenti esteri di appartenenza.

In altri termini, è stato accolto il principio secondo cui gli obblighi informativi connessi con lo *status* di società quotata sono dalla Consob considerati assolti ove la società stessa adempia a tali obblighi nelle forme previste dall'ordinamento della nazione di appartenenza, se, a giudizio della Commissione, gli obblighi informativi di tale ordinamento possono essere considerati soddisfacenti.

Sono stati così rimossi gli ostacoli alla quotazione in Italia dei titoli esteri, talché è stato possibile deliberare, nel mese di luglio, l'ammissione a quotazione delle prime due società estere: la Bayer e la Volkswagen. Tali ammissioni sono state rese possibili anche dal fatto che, dopo l'emanazione del regolamento dei servizi e delle condizioni contrattuali concernente la Monte Titoli (delibera n. 4476 del 6 febbraio 1990), si sono conclusi alla fine del 1990 gli approfondimenti per la predisposizione degli accordi necessari alla società Monte Titoli per il subdeposito dei titoli esteri nei paesi di origine, presso omologhe istituzioni di depositi accentrati; nel corso del 1991 la stessa Monte Titoli ha così definito un apposito accordo con l'omologa istituzione operante in Germania e tale circostanza ha spianato la strada alla quotazione delle menzionate società estere.

Con la conclusione di analoghi accordi anche con istituzioni similari di altri paesi, sarà possibile superare gli impedimenti che ancora si frappongono alla quotazione in Italia di titoli di emittenti di altri paesi (USA) che hanno chiesto l'ammissione a quotazione nel mercato nazionale.

1.2 I PROVVEDIMENTI DI AMMISSIONE A QUOTAZIONE

1.2.1 *Le nuove società ammesse in borsa o al mercato ristretto*

Nel corso del 1991, nove società hanno ottenuto l'ammissione dei loro titoli azionari alla quotazione ufficiale e tre l'ammissione alle negoziazioni nei mercati ristretti.

Delle società ammesse al mercato ufficiale o alle negoziazioni del ristretto, sette hanno effettuato un collocamento delle proprie azioni mediante offerta pubblica al fine di conseguire una sufficiente diffusione del titolo fra il pubblico.

Di seguito si riporta l'elenco delle nuove società ammesse. Fra quelle ammesse al mercato ufficiale, quattro, la Elzag Bailey, la Sci, la Volkswagen e la Bayer hanno chiesto di avvalersi della procedura prevista dal sopra menzionato art. 19 *bis* del regolamento, ottenendo appunto la quotazione contestualmente al deposito del prospetto informativo. Le stesse, come si rileva dalla tabella che segue, hanno ottenuto la negoziazione dei propri titoli al listino in tempi assai ristretti (entro un mese dal termine delle operazioni di collocamento), situazione questa non riscontrabile nei casi in cui non si è fatto ricorso alla procedura di cui al richiamato art. 19 *bis*.

Ad ulteriore commento della tabella sotto riportata si osserva che le due società bancarie sottoelencate, il Banco di Napoli e la Banca di Legnano erano, in effetti, già presenti nei listini: il primo al mercato ufficiale con quote di risparmio, poi sostituite con azioni di risparmio, e la seconda al mercato ristretto.

TAVOLA 22

SOCIETÀ	TITOLO AMMESSO	BORSA QUOTAZIONE	DATA COLLOCAMENTO	DATA INIZIO NEGOZIAZIONE
<i>Mercato ufficiale</i>				
Banco S. Spirito	azioni ordinarie	Milano-Roma	(1)	5.4.1991
Intermobiliare	azioni ordinarie	Milano-Torino	7-10.5.1991	1.7.1991
Elsag Bailey	azioni ordinarie	Genova-Milano-Roma	4-10.7.1991	18.7.1991
Banco di Napoli	azioni risparmio	Milano-Napoli-Roma	(1)	1.7.1991
Gifim	azioni ord. e priv.	Milano	25-28.3.1991	22.7.1991
Sci	azioni ordinarie	Milano	29-31.7.1991	19.8.1991
Wolkswagen	azioni	Milano	29-31.7.1991	19.8.1991
Bayer	azioni	Milano	29-31.7.1991	19.8.1991
Banca di Legnano	azioni ordinarie	Milano	(1)	16.1.1992
<i>Mercato ristretto</i>				
Castellino	azioni ordinarie	Genova	21-25.1.1991	18.3.1991
Sifir	azioni privilegiate	Milano-Roma	(1)	1.7.1991
Banca Pop. Sondrio	azioni ordinarie	Milano	(1)	16.12.1991

(1) Senza collocamento

1.2.2 Le altre ammissioni

Nel corso del 1991 sono state ammesse alla quotazione altre categorie di titoli di società aventi titoli già quotati: le azioni privilegiate della Simint a decorrere dal 7 gennaio; le azioni privilegiate della Fornara a decorrere dal 2 gennaio; le azioni ordinarie del Banco di Napoli a decorrere dal 16 gennaio 1992.

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

- IRI 8% 1989/95 convertibile in azioni ordinarie Ansaldo Trasporti;
- Serfi 8% 1990/95 serie speciale Acque Potabili convertibili in azioni ordinarie della Società Azionaria per la Condotta di Acque Potabili;
- SIP 7% 1986/93 convertibile in azioni di risparmio della società;
- Cofide 9,5% 1989/95 *ex warrant* ed i warrant validi per sottoscrivere azioni di risparmio n.c. Cofide;
- Crediop 9,25% 1990/95 s.s. em. 1990 *ex warrant* e warrant validi per sottoscrivere az. di risp. n.c. Saffa;
- Mediobanca 7% 1990/96 *ex warrant* La Fondiaria Assicurazioni e warrant staccati validi per sottoscrivere azioni ordinarie La Fondiaria Assicurazioni;
- Pacchetti 5% semestrale 1990/95 convertibile in azioni ordinarie della società;
- Unicem 8% 1990/95 *ex warrant* e warrant staccati validi per sottoscrivere azioni di risparmio della società;
- Mediobanca 8,5% 1990/95 s.s. Fidenza Vetraria;
- BNL 9,5% 1990/95 s.s. Cred. Ind. *ex warrant* e warrant «O» e «R» staccati validi per sottoscrivere rispettivamente az. ord. e di risp. Cementerie di Merone;
- Mediobanca 9% 1991/96 *ex warrant* Banco di S. Spirito e warrant «A» e «B» staccati per sottoscrivere az. ord. Banco di S. Spirito;
- Centrobanca 9% 1991/96 *ex warrant* e warrant staccati validi per sottoscrivere azioni ordinarie Schiapparelli 1824;

- Crediop 6,5% 1991/96 s.s. ex warrant e warrant staccati validi per sottoscrivere az. ord. Mittel;
- Mediobanca 10% 1990/96 ex warrant e warrant staccati validi per sottoscrivere azioni ordinarie Italgas;
- Mediobanca 6% 1990/96 ex warrant e warrant staccati validi per sottoscrivere azioni di risparmio n.c. Italmobiliare.

Sono stati poi ammessi alla quotazione al mercato ufficiale i warrant Elsig Bailey, i warrant Assicurazioni Generali 1991/2001, i warrant Sip 1991/94, i warrant Calcestruzzi 1991 e, alla negoziazione del ristretto, i warrant della Banca popolare di Brescia e i warrant Banca popolare di Milano 1992 e 1993 emessi dalla stessa banca.

Delle altre ammissioni sopra elencate, la quotazione in borsa delle azioni ordinarie del Banco di Napoli, la quotazione dei warrant Assicurazioni Generali e la quotazione delle obbligazioni 9% 1991/96 ex warrant emesse da Centrobanca, nonché dei warrant staccati dalle predette obbligazioni validi per sottoscrivere azioni ordinarie Schiapparelli, sono avvenute facendo ricorso alla procedura di ammissione prevista dal nuovo art. 19 bis del regolamento di ammissione.

Sono state inoltre adottate sette delibere con le quali sono state istituite altrettante linee separate di quotazione, di cui due al mercato ristretto, relativamente a titoli emessi con godimento differenziato rispetto a quelli già in circolazione:

TAVOLA 23

SOCIETÀ	TITOLO AMMESSO	BORSA QUOTAZIONE	DATA INIZIO NEGOZIAZIONE
<i>Mercato ufficiale</i>			
BNA	azioni ord. priv. e di risp. u.c., god. 1.10.1990	BO-FI-GE-MI-NA-RM-TO	21.3.1991
NAI	azioni risparmio n.c. god. 1.7.1991	GE-MI-RM-TO	1.7.1991
Banco Ambrosiano Veneto	azioni risparmio n.c. god. 1.7.1991	FI-GE-MI-RM-TO	19.8.1991
Gemina	azioni ordinarie god. 1.7.1991	MI-RM-TO	21.10.1991
MITTEL	azioni ordinarie god. 1.10.1991	FI-GE-MI-TO	21.10.1991
<i>Mercato ristretto</i>			
Banca Provinciale Lombarda	azioni ordinarie god. 1.7.1990	MI	21.1.1991
Novara ICQ	azioni ordinarie god. 1.7.1990	RM	4.3.1991

Sempre nel corso dell'anno, la Ferrovie Torino Nord con azioni negoziate nel mercato ufficiale di Torino ha chiesto l'estensione della negoziazione a Milano e la NED Nuova Edificatrice con azioni negoziate nel mercato ristretto di Firenze ha chiesto l'estensione della negoziazione nei mercati ristretti di Milano e Torino.

Cinque provvedimenti hanno riguardato il cambiamento della denominazione sociale di altrettante società:

TAVOLA 24

SOCIETÀ		BORSA QUOTAZIONI	DECORRENZA QUOTAZIONE
VECCHIA DENOMINAZIONE	NUOVA DENOMINAZIONE		
<i>Mercato ufficiale</i>			
ENIMONT	ENICHEM	MI	11.4.1991
Cartiera di Ascoli	Editoriale la Repubblica	MI	16.12.1991
Banca Manusardi & c.	Banca Fideuram	MI	2.1.1992
<i>Mercato ristretto</i>			
Istituto per le cessioni del quinto	Novara ICQ	RM	28.1.1991
Citiabank Italia	Banco Ambrosiano Veneto	FI-GE-MI NA-RM-TO	6.12.1991

Infine, in ordine ad altri mutamenti registratisi nei listini di borsa, si segnala che, a seguito della ristrutturazione del Gruppo Mondadori conseguente agli accordi intervenuti per la definizione dell'assetto di controllo del Gruppo stesso, le azioni della società Mondadori dopo la sua fusione per incorporazione nell'AME Finanziaria sono state revocate dalla quotazione con decorrenza dal 29 novembre, contestualmente alla riammissione delle azioni dell'AME Finanziaria con la nuova denominazione Arnoldo Mondadori Editore.

Da ultimo, le azioni privilegiate della Gifim, a seguito di trasformazione delle stesse (operata dalla società) in azioni di risparmio, sono state revocate dalla quotazione per essere quotate, appunto, nella nuova configurazione, dal 16 dicembre.

1.2.3 Le ammissioni di diritto alla quotazione

Nel corso del 1991 sono stati ammessi di diritto alla quotazione 30 titoli di stato (CCT e BTP) e 57 prestiti obbligazionari emessi da istituti di credito speciale, enti delle partecipazioni statali, Enel, ecc...

Sono inoltre stati quotati i titoli di risparmio emessi dalla Bonifiche Siele Finanziaria (azioni di risparmio parzialmente convertibili in azioni ordinarie god. 1/7/1991), dalla Costa Crociere (azioni di risparmio non convertibili), dalla Industrie Secco (azioni di risparmio non convertibili), nonché le già menzionate azioni di risparmio del Banco di Napoli, derivanti dalla sostituzione delle quote di risparmio della medesima banca a seguito della sua trasformazione in s.p.a...

1.3 GLI INTERVENTI SULLA QUOTAZIONE DEI TITOLI

1.3.1 L'applicazione della delibera n. 4174 del 18 luglio 1989 in materia di sospensione e revoca dei titoli dalla quotazione

Nel corso del 1991, in applicazione della delibera n. 4174 del 18 luglio 1979 che regola il procedimento di sospensione e revoca dei titoli dalla quotazione di borsa, la Commissione ha continuato a dare seguito all'attuazione della disciplina transitoria prevista, riguardante le società già sospese dalla quotazione alla data di adozione della suddetta delibera da un periodo superiore ad un anno.

Dopo avere accertato che alcune società non erano più in possesso dei requisiti di quotazione previsti per il mercato ufficiale, ma presentavano, nel contempo, requisiti idonei per il mercato ristretto, la Commissione, in applicazione dell'art. 30, comma 4, del regolamento di ammissione a quotazione, ha adottato alcune delibere di revoca dal mercato ufficiale e di contestuale ammissione al mercato ristretto; la situazione è evidenziata nella tabella che segue.

TAVOLA 25

**SOCIETÀ REVOCATE DAL MERCATO UFFICIALE
E CONTESTUALMENTE AMMESSE AL MERCATO RISTRETTO**

SOCIETÀ	BORSE DI NEGOZIAZIONE	DECORRENZA
BROGGI IZAR	MILANO	2.1.1991
PARAMATTI	TORINO	28.1.1991
SIRIO (ex SINGEST)	FIRENZE-GENOVA	28.1.1991
BORGOSIESIA	TORINO	11.7.1991
NAPOLETANA GAS	MILANO-NAPOLI	15.7.1991
CALZATURIFICIO VARESE	MILANO	23.12.1991

Del gruppo di società preso in esame ai fini dell'attuazione della procedura prevista dalla delibera n. 4174 sopra menzionata, solo per tre società è ancora in corso la procedura finalizzata alla riammissione o alla revoca del titolo (Scotti Finanziaria, De Angeli Frua, Interbanca).

1.3.2 *Gli altri provvedimenti di sospensione e ripristino della quotazione*

Nel corso del 1991, sono stati adottati dalla Commissione una serie di provvedimenti di sospensione della quotazione dal mercato ufficiale o dal mercato ristretto per i titoli delle società appresso indicate, in relazione alla necessità che da parte delle stesse società venissero fornite informazioni o notizie in merito ad operazioni o situazioni di mercato riguardanti le medesime società.

Rodriquez e Gerolimich - sospese dalla quotazione (con unico provvedimento) dal 2 aprile e riammesse dal giorno successivo a seguito della diramazione di comunicati con cui venivano forniti chiarimenti in merito al passaggio del controllo della prima società alla seconda.

Alivar - sospesa dalla quotazione dal 26 aprile e riammessa dal 10 maggio a seguito della diffusione del comunicato da parte della Società Meridionale Finanziaria con il quale è stata data notizia dei rapporti di concambio di detta società in vista della fusione per incorporazione nella medesima della società Alivar.

Assicurazioni Generali - sospesa dalla quotazione dal 17 maggio e riammessa in quotazione lo stesso giorno (con inizio della chiamata al listino non prima delle ore 12) a seguito della diffusione di un comunicato con il quale venivano fornite al mercato precisazioni e integrazioni in merito ad una operazione di aumento del capitale.

Fata Assicurazioni - sospesa dalla quotazione dall'11 luglio in relazione all'irregolare andamento delle quotazioni e dei volumi scambiati delle azioni e in considerazione dell'esistenza di

voci circa ipotesi di cessione del pacchetto di controllo della società anche in relazione delle vicende che interessavano l'ente di controllo della società stessa. Ancora sospesa in assenza di chiarimenti.

Cementir - sospesa dalla quotazione dal 17 luglio e riammessa dal 26 agosto a seguito della diffusione di un comunicato stampa da parte dell'IRI con il quale sono state fornite precisazioni in merito alle procedure di alienazione della partecipazione detenuta dallo stesso IRI nella società.

FIRS Italiana di Assicurazioni - sospesa dalla quotazione dal 14 ottobre 1991 e tuttora sospesa in quanto non ancora forniti i chiarimenti richiesti in ordine all'andamento della gestione e sulla eventuale modifica dell'azionariato di controllo.

Pierrel - sospesa dalla quotazione dal 3 dicembre e riammessa dal giorno successivo a seguito della diffusione del comunicato stampa con il quale è stata data notizia della cessione del pacchetto di controllo della società alla Kabi Pharmacia.

Banco di Perugia e Banca Toscana - sospesi dalla negoziazione il 10 aprile e quindi riammessi il giorno successivo a seguito della pubblicazione dei comunicati stampa con i quali veniva data notizia della valutazione, effettuata dal Comitato degli agenti di cambio di Milano, dei possibili rapporti di valore fra le azioni delle due società in vista della fusione per incorporazione della prima società nella seconda.

Aviatour Italia - sospesa dalla negoziazione dall'11 aprile e riammessa dal giorno successivo a seguito della pubblicazione di comunicati stampa con i quali venivano forniti al mercato i termini della proposta del consiglio di amministrazione della società all'assemblea degli azionisti circa la fusione per incorporazione della stessa nella Turfin-Finanziaria per il Turismo s.r.l...

Citibank Italia - sospesa dalla negoziazione dal 25 settembre e quindi riammessa dal 14 ottobre a seguito della diffusione del comunicato stampa del Banco Ambrosiano Veneto con il quale è stata data notizia dell'acquisizione del 92,6% nella Citibank Italia.

Compagnia Paramatti Finanziaria - sospesa dalla negoziazione dal 16 ottobre e tuttora sospesa in quanto non ancora forniti chiarimenti in merito alle trattative in corso sulla cessione del pacchetto di controllo.

1.3.3 I provvedimenti di revoca dalla quotazione

Le società revocate dai listini dei mercati regolamentati nel corso dell'anno sono state le seguenti:

Fisac - dal 22 maggio, dalle borse valori di Milano, Roma e Torino a seguito della fusione per incorporazione della società nella Trevitex di Sante dalle Carbonare & C. s.p.a..

Arnoldo Mondadori Editore - dal 29 novembre dalla borsa valori di Milano (azioni ordinarie, privilegiate e di risparmio) a seguito della fusione per incorporazione della società nella AME Finanziaria s.p.a..

Alivar - dal 2 gennaio 1992 dalle borse valori di Milano e Torino a seguito di fusione per incorporazione della società nella SME Società Meridionale Finanziaria s.p.a..

Aviatour Italia - dal 4 novembre dai mercati ristretti di Milano e Roma a seguito di fusione per incorporazione della società nella Turfin-Finanziaria per il Turismo s.p.a..

Banco di Perugia - dal 4 novembre, dai mercati ristretti di Firenze, Milano e Roma a seguito della fusione per incorporazione della società nella Banca Toscana s.p.a..

2. L'avvio del sistema telematico di contrattazione continua

Il progetto di riorganizzazione del mercato borsistico delineato nella comunicazione Consob del 7 agosto 1985 si incentrava sulla realizzazione di condizioni di trasparenza e funzionalità del mercato che, da un lato, consentissero la disponibilità di informazioni affidabili per le scelte degli investitori e, dall'altro, attraverso nuove strutture operative, soddisfacessero alle esigenze di rapidità e di certezza di ogni processo di investimento.

In quella occasione gli studi condotti con la partecipazione ed il contributo delle diverse componenti del mercato, sulla scorta anche di esperienze già maturate all'estero, hanno consentito di individuare nella telematica lo strumento per la realizzazione dell'accennato progetto.

La centralità delle strutture telematiche per la realizzazione, l'organizzazione e lo sviluppo del mercato mobiliare ha richiesto, sin dall'avvio dei lavori, la soluzione del problema di rendere compatibile la gestione di dette strutture con le competenze che, nell'allestimento delle infrastrutture di borsa, sono per legge affidate agli organismi pubblici.

A questo fine, ad iniziativa delle Camere di commercio presso le sedi di borsa e dell'Unioncamere, è stato costituito, previa autorizzazione concessa dal Ministro dell'industria con decreto del 26 settembre 1986, il Consorzio camerale per il coordinamento delle borse valori finalizzato all'assunzione dei servizi in comune fra le singole borse valori.

Lo statuto del Consorzio prevede peraltro che lo svolgimento dei compiti istituzionali possa aver luogo anche mediante utilizzo di strutture non appartenenti al Consorzio stesso.

Individuato nel Consorzio camerale per il coordinamento delle borse valori il soggetto incaricato della realizzazione del progetto, la Consob, anche in relazione allo sviluppo degli approfondimenti in materia, indirizzava a questo, nel giugno dell'anno 1987, la richiesta di porre a disposizione del mercato un sistema telematico in grado di assicurare alle borse valori italiane le seguenti funzioni pubbliche:

- servizio di contrattazione continua,
- servizio di rilevazione e di distribuzione di tutti i prezzi fatti sui mercati ufficiali,
- servizio di archiviazione accentrata dei dati storico-statistici relativi alle proposte d'affari ed ai contratti conclusi,
- servizio di supporto agli organi di controllo e di borsa,
- servizio di riscontro giornaliero automatico dei contratti conclusi.

Gli indirizzi forniti dalla Commissione non mancavano, comunque, di sottolineare l'importanza di predisporre le necessarie interconnessioni fra la funzione pubblica di contrattazione continua ed i sistemi privati utilizzati dagli intermediari per l'inoltro con mezzi telematici degli ordini della clientela.

A seguito di accordi intervenuti nel corso del 1989, le categorie degli operatori autorizzati (agenti di cambio, aziende ed istituti di credito e commissionarie di borsa) hanno dato vita, con paritetiche partecipazioni al capitale, alla Società generale telematica di borsa (società GTB) avente come oggetto sociale la realizzazione dei servizi telematici necessari al funzionamento delle borse valori.

La società GTB costituita nel luglio del 1989, mediante apposito atto di concessione amministrativa, ha assunto alla fine dello stesso anno, nei confronti del Consorzio camerale per il coordinamento delle borse valori, l'onere di realizzare e gestire il sistema in questione secondo le caratteristiche tecniche definite nell'atto stesso e con le modalità indicate nella bozza di normativa regolamentare approvata dalla Commissione in via provvisoria.

La facoltà, attribuita nell'atto di concessione di cui sopra, di avvalersi anche di strutture esterne ai fini della realizzazione del progetto in concessione, ha quindi consentito alla società GTB di ricorrere al supporto tecnico del CED Borsa, società già da anni fornitrice di servizi di borsa, e di non disperdere il patrimonio costituito dalla consolidata competenza tecnica maturata da tale società in materia di automazione dei servizi di borsa.

Nei termini convenuti tra il Consorzio camerale e la società GTB, quest'ultima ha proceduto nel corso dell'anno 1990 allo sviluppo della fase di progettazione del sistema telematico di borsa ed alla realizzazione delle relative funzioni operative sulla scorta del complesso normativo

approvato dalla Consob nel maggio dello stesso anno quale quadro provvisorio di riferimento per la realizzazione del sistema telematico delle borse valori.

Nel settembre del 1990, in relazione agli esiti dei lavori condotti da un apposito gruppo di lavoro operante nell'ambito dell'associazione internazionale degli Organismi di controllo del mercato borsistico (IOSCO), la Consob invitava il Consorzio ad attenersi, nella realizzazione del sistema telematico, ai principi di funzionalità e affidabilità definiti in quella sede internazionale, in vista dei possibili futuri collegamenti con similari sistemi di negoziazione operanti all'estero.

In particolare, la Consob ha richiesto che nella realizzazione del nuovo sistema telematico venisse fatto riferimento a criteri di funzionamento di valenza internazionale atti ad assicurare un adeguato grado di tutela e di protezione degli operatori e ad evitare che l'accesso al sistema stesso potesse essere escluso per ragioni arbitrarie o discriminatorie.

Con apposite relazioni periodiche, il Consorzio camerale ha costantemente informato la Consob circa lo stato di avanzamento dei lavori per la realizzazione del progetto, illustrando i lavori compiuti per la definizione degli aspetti funzionali dei quattro principali servizi forniti dal sistema (negoziazione in continua, rilevazione e diffusione delle informazioni di borsa, supporto agli organi di controllo e di borsa e riscontro automatico dei contratti di borsa).

Il completamento dell'architettura tecnica del sistema e la conclusione dei programmi di formazione ed addestramento del personale destinato ad utilizzare il nuovo sistema telematico di contrattazione hanno consentito l'avvio, nel luglio del 1991, di una prima fase di prove generali del sistema presso tutte le borse italiane.

Nel mese di novembre dello scorso anno la Commissione, preso atto dello stato della realizzazione del progetto in occasione della presentazione resa dal Consorzio camerale in data 19 novembre 1991, disponeva con delibera n. 5564 del 20 novembre che la contrattazione continua telematica prendesse ufficialmente avvio il successivo giorno 25 novembre 1991 con una prima rosa sperimentale di cinque titoli azionari.

Le caratteristiche del sistema di contrattazione continua avviato ufficialmente alla fine del mese di novembre differiscono sostanzialmente dal modello di contrattazione ad asta continua disegnato nella seconda metà dell'anno 1985 basato, secondo quanto rilevato dall'analisi condotta presso i mercati nordamericani, sui criteri realizzati nell'*Intermarket Trading System* statunitense. Nella prima versione del 1985 si prevedeva che le contrattazioni alle grida presso le singole borse valori venissero assistite, mediante un collegamento telematico tra tutte le borse valori italiane, da un circuito negoziale (circuito proposte) nel quale potevano essere immessi gli ordini condizionati da particolari modalità di esecuzione ovvero gli ordini che per il loro quantitativo non avessero trovato adeguata contropartita presso gli altri agenti di cambio della stessa piazza.

Nel disegno finale del sistema mediante il quale sono state avviate le contrattazioni ufficiali si è invece fatto riferimento, analogamente alle contemporanee scelte delle maggiori piazze dell'Europa continentale, ai criteri di funzionamento del sistema canadese del *Toronto Stock Exchange*, basato su un sistema di esclusiva asta continua telematica attivata automaticamente al verificarsi delle condizioni previste per l'apertura delle contrattazioni.

Al venir meno delle condizioni di liquidità del mercato, ovvero in presenza di forti pressioni di domanda o di offerta sul mercato, rilevate automaticamente dal sistema in base a criteri predeterminati nel sistema stesso, quest'ultimo procede, sempre automaticamente, alla sospensione provvisoria delle contrattazioni fino al verificarsi delle condizioni previste per una nuova apertura delle contrattazioni.

Il sistema consente agli operatori autorizzati (agenti di cambio e società di intermediazione mobiliare) di inserire nel circuito nazionale di negoziazione proposte che riflettono gli ordini della clientela e, verificata la coincidenza delle condizioni di prezzo tra due proposte di segno contrario, determina automaticamente la conclusione del contratto tra i due operatori proponenti.

Le accennate modalità di conclusione automatica dei contratti realizzano, in concreto, un abbinamento casuale dei soggetti obbligati nel contratto concluso, creando una esigenza di garanzia tra gli operatori che realizza, come meglio evidenziato in altra parte della relazione, una situazione di piena indifferenza di contropartita.

Sui risultati della prima fase di contrattazioni ufficiali mediante il sistema telematico si riferisce in altra parte della presente relazione.

Nel corso della prima fase di contrattazioni mediante il nuovo sistema, la Commissione ha richiamato l'attenzione del Consorzio camerale sullo stato di avanzamento del progetto per la realizzazione del sistema telematico delle borse, segnalando la necessità di una pronta ed integrale realizzazione dei servizi non ancora completati, per l'evidente impatto della loro mancanza sul livello di efficienza e di trasparenza del mercato.

È infatti esigenza generale che al più presto tutti i titoli attualmente chiamati alle grida vengano trasferiti nel sistema di contrattazione telematica nel rispetto dei tempi programmati dal Consorzio camerale d'intesa con l'ente concessionario della realizzazione e gestione del sistema stesso.

A questo fine è previsto che, superata la fase di consolidamento tecnico del sistema telematico, ai primi cinque titoli vadano ad aggiungersi altri titoli con il seguente calendario per l'anno 1992:

- nel mese di gennaio, altri cinque titoli, comprendenti anche in via sperimentale titoli cosiddetti sottili,
- nel mese di aprile, ulteriori venti titoli, non di largo mercato,
- nel mese di luglio, cinquanta titoli comprendenti anche i più significativi titoli di largo mercato.

Nel corso di una successiva fase di consolidamento tecnico prevista al termine dell'ampliamento dei titoli in programma nel mese di luglio, sarà possibile valutare le modalità ed i tempi di completamento del trasferimento dei rimanenti titoli dalla chiamata alle grida alla contrattazione continua telematica.

Nel richiamare l'attenzione del Consorzio camerale sulla esigenza di procedere in tempi ristretti al completamento del programma per la realizzazione del sistema telematico per la contrattazione continua, la Commissione ha anche indicato le nuove disposizioni di cui è necessario avviare la progettazione e la messa in atto con la massima tempestività.

Tra le nuove disposizioni vanno segnalate quelle necessarie al funzionamento della Cassa di compensazione e garanzia prevista dagli artt. 22 e 23 della legge 1/1991 ed al mercato dei *futures* su titoli azionari, indici di borsa, tassi di interesse e valute, per le quali la Commissione ha fornito delle indicazioni di carattere generale.

Per il nuovo mercato dei *futures*, in particolare, la Commissione ha indicato come necessario l'utilizzo dello stesso sistema telematico di contrattazione oggi in uso per la negoziazione dei valori mobiliari.

3. La nuova disciplina della liquidazione dei valori mobiliari

La Commissione, nei documenti programmatici del giugno 1985 e dell'aprile 1987 e, in particolare, con la delibera n. 4176 del 25 luglio 1989, si era soffermata sulle caratteristiche di arretratezza del mercato mobiliare italiano sotto il profilo delle procedure di liquidazione delle operazioni in titoli.

In quella occasione la Commissione aveva sottolineato la necessità di eliminare le disfunzioni esistenti attraverso la definizione di nuovi assetti strutturali e funzionali dei cicli di liquidazione. Allo scopo la Commissione, nel determinare le linee di intervento in tema di disciplina della liquidazione dei contratti di borsa, aveva deliberato di voler «assumere, anche attraverso la promozione di studi, ricerche ed analisi da condurre in collaborazione con gli altri Organismi ed Enti interessati e con le diverse categorie di intermediari mobiliari, ogni iniziativa necessaria o utile al fine di eliminare ogni dubbio o incertezza in ordine alla regolare e tempestiva liquidazione dei contratti posti in essere e di realizzare la graduale riduzione dei cicli di borsa».

Ai fini esposti nella citata delibera n. 4176, la Commissione aveva dato mandato ai competenti uffici di prendere, in collegamento con la Banca d'Italia, opportuni contatti con gli enti e gli organismi interessati organizzando, ove necessario, gruppi di studio e di lavoro.

Come riferito nella precedente Relazione, la Commissione, ritenendo necessario procedere alla organizzazione dei detti gruppi di studio e di lavoro, aveva provveduto alla convocazione, nell'aprile del 1990, delle categorie degli intermediari e degli enti interessati.

Il gruppo di lavoro costituitosi nel maggio 1990 si è riunito successivamente con cadenza mensile presso la sede della Consob. Nel corso dei lavori, protrattisi sino al luglio 1991, il gruppo ha provveduto a individuare e definire gli interventi ritenuti necessari in materia di riforma dei processi di liquidazione.

I lavori si sono, in particolare, incentrati sull'analisi delle condizioni per il passaggio alla liquidazione per contanti. Ciò in quanto il gruppo di lavoro ha ritenuto, coerentemente con quanto già espresso dalla Commissione con la summenzionata delibera n. 4176, che all'obiettivo della riduzione dei cicli di liquidazione dovesse essere attribuita importanza prioritaria in quanto dalla sua realizzazione discende una sensibile riduzione del rischio di inadempimento.

Il perseguimento dell'obiettivo di riduzione del periodo di regolamento dovrà realizzarsi, in linea con le conclusioni del Gruppo dei Trenta⁽¹⁾, mediante il passaggio da modalità di regolamento periodico (*account settlement*) per il quale tutti i contratti stipulati in un certo periodo temporale vengono liquidati in un'unica giornata, ad un sistema di cosiddetto *rolling settlement*, per il quale tutti i contratti stipulati in una giornata di borsa vengono regolati dopo un numero di giorni prefissato per cui ogni giorno di borsa aperta è un giorno di regolamento.

Il gruppo di lavoro ha pertanto individuato le condizioni al verificarsi delle quali sarà effettivamente possibile procedere all'adozione del *rolling settlement* con tempi di regolamento ridotti rispetto a quelli attuali.

Dette condizioni sono qui di seguito brevemente illustrate:

- i) la realizzazione di un sistema integrato di riscontro e rettifica giornalieri delle operazioni effettuate sui valori mobiliari regolati per contanti dagli intermediari autorizzati;
- ii) la realizzazione di una dematerializzazione di fatto dei valori mobiliari mediante l'esclusivo utilizzo dei conti in titoli, aperti presso le istituzioni di deposito accentrato, per il regolamento dei saldi in titoli delle liquidazioni;
- iii) l'attivazione di forme di prestito titoli in forme diverse da quelle attualmente esistenti e la riforma del mercato delle operazioni a premio.

Il gruppo di lavoro ha, infine, provveduto a definire la data alla quale le suindicate condizioni dovranno essere realizzate e alla quale dovrà essere adottato il regolamento per contanti dei titoli attualmente trattati a termine. A tale riguardo è stato indicato nel 1° gennaio 1993 il termine inderogabile per l'adozione del regolamento per contanti, col sistema del *rolling settlement*, per tutti i titoli attualmente trattati a termine al mercato ufficiale.

Sulla base delle indicazioni fornite dal gruppo di lavoro, la Commissione ha avviato i necessari interventi di disciplina in materia.

In particolare, per ciò che concerne la realizzazione del sistema integrato di riscontro e rettifiche giornalieri, la Commissione, con delibera n. 5446 del 7 agosto 1991, ritenendo, in conformità con le conclusioni raggiunte dal menzionato gruppo di lavoro, che l'adozione della liquidazione per contanti necessiti del supporto del sistema di riscontro e rettifica automatico dei contratti di borsa previsto nell'ambito del sistema telematico delle borse valori, in quanto solo attraverso detto sistema di riscontro delle negoziazioni si perviene alla certezza dei contratti conclusi da avviare alla successiva fase di liquidazione, ha fissato dei termini per l'adesione obbligatoria al sistema stesso. Detti termini, diversificati per le diverse categorie di intermediari interessate (agenti di cambio, società d'intermediazione mobiliare, banche) prevedono la realizzazione del sistema RRG entro febbraio 1992.

In merito alla realizzazione della dematerializzazione di fatto dei valori mobiliari, la Commissione ha interessato le società emittenti di titoli quotati che non avevano ancora provveduto all'accentramento dei titoli stessi presso la Monte Titoli, prospettando la necessità, al fine dell'efficienza e del corretto funzionamento dei sistemi di liquidazione, dell'adesione delle società

⁽¹⁾ Il Gruppo dei Trenta è un comitato di esperti dei principali mercati di valori mobiliari mondiali che nel novembre del 1989 ha prodotto un documento contenente 9 raccomandazioni concernenti la struttura del sistema di compensazione e liquidazione delle operazioni in valori mobiliari. Tra queste, la raccomandazione n. 7 suggerisce l'adozione del sistema di liquidazione giornaliera delle operazioni (*rolling settlement*) al terzo giorno successivo a quello di contrattazione.

emittenti stesse al Monte al fine della realizzazione della condizione di accentramento. L'intervento della Commissione ha consentito, alla fine del 1991, l'integrale adesione degli emittenti presso il Monte.

Peraltro, la realizzazione della progressiva dematerializzazione dei valori mobiliari, volta ad eliminare il ricorso alla movimentazione materiale dei valori mobiliari presso le stanze di compensazione, presuppone che tutti gli intermediari che intervengono nel processo di liquidazione assumano la qualità di depositari presso la Monte Titoli, permettendo il regolamento dei saldi in titoli della liquidazione mensile mediante semplice movimentazione dei conti titoli accentrati presso il Monte stesso. A detto specifico scopo la Commissione ha disposto, con delibera n. 5498 del 2 ottobre 1991 adottata d'intesa con la Banca d'Italia, che, a decorrere dal 1° gennaio 1992, la consegna ed il ritiro di valori mobiliari, per ciò che attiene alla liquidazione mensile dei contratti a termine negoziati nei mercati regolamentati tra tutti gli operatori autorizzati, sia effettuata obbligatoriamente, a mezzo delle stanze di compensazione, per l'esclusivo tramite della Monte Titoli. Entro lo stesso termine è stato disposto che tutti gli intermediari aderenti alle stanze di compensazione assumano la qualità di depositari presso la Monte Titoli.

Inoltre, nella stessa delibera e conformemente alle indicazioni del gruppo di lavoro, la Commissione ha disposto che, a partire dal 1° gennaio 1993 e subordinatamente all'avvio a regime del sistema di riscontro delle operazioni previsto nell'ambito del sistema telematico delle borse valori, tutti i contratti conclusi aventi ad oggetto titoli azionari, obbligazionari e di stato negoziati nei mercati regolamentati, ad esclusione di quelli effettuati nel mercato telematico dei titoli di stato, siano conclusi a contanti, con liquidazione al terzo giorno di borsa aperta successivo a quello di conclusione dei contratti stessi.

Il quadro degli interventi della Commissione in materia di riforma dei processi di liquidazione è stato completato dall'adozione dei provvedimenti attuativi previsti dall'art. 22, comma 4, della legge 2 gennaio 1991, n. 1 in tema di disciplina delle modalità di funzionamento delle stanze di compensazione. Il citato articolo prevede, infatti, che il Ministro del tesoro su proposta della Banca d'Italia, formulata per quanto riguarda la compensazione dei valori mobiliari d'intesa con la Consob, fissi le modalità di funzionamento delle stanze di compensazione.

A tal fine la Banca d'Italia e la Commissione hanno provveduto a formulare una proposta di regolamentazione del funzionamento della compensazione dei valori mobiliari che ha trovato attuazione nel decreto del Ministro del tesoro del 12 dicembre 1991. Detto provvedimento attribuisce, tra l'altro, alla Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, la potestà di stabilire forme di garanzia che assicurino l'adempimento delle posizioni debitorie degli aderenti alla compensazione dei valori mobiliari.

Sulla base di quanto previsto dall'art. 5 del citato decreto del Ministro del tesoro, la Commissione e la Banca d'Italia hanno esaminato l'ipotesi di adozione di misure provvisorie volte a garantire la regolarità delle liquidazioni mensili. In particolare la Commissione ha analizzato la proposta, formulata dal Comitato direttivo degli agenti di cambio di Milano e rielaborata con il concorso di tutte le categorie di operatori associati alle stanze di compensazione, di costituzione di un fondo volontario destinato a consentire in via esclusiva, e fino all'entrata in funzione della Cassa di compensazione e garanzia di cui all'art. 22, comma 3, della legge 2 gennaio 1991, n. 1, la chiusura delle liquidazioni mensili nel giorno stabilito dal calendario di borsa.

Tale fondo, la cui gestione sarà affidata all'Unione dei Comitati direttivi degli agenti di cambio, sarà costituito mediante versamento, da parte di tutti gli aderenti alle stanze di compensazione, di un contributo fisso versato il giorno di consegna titoli e restituito, in caso di regolare chiusura della liquidazione, entro il giorno successivo a quello di liquidazione. Il fondo stesso interverrà, nel caso di incapacità di uno degli aderenti in stanza di provvedere alla copertura del proprio saldo debitore contanti o titoli (accertato in stanza ovvero nell'imminenza della liquidazione mensile), anticipando - a titolo di finanziamento temporaneo alle controparti *in bonis* dell'insolvente - le somme e i titoli necessari alla copertura del saldo scoperto.

Le caratteristiche del fondo e le modalità del suo funzionamento, definite in una bozza di statuto sottoposta all'esame degli Uffici della Commissione e dei competenti servizi della Banca d'Italia, saranno definite nel corso dei primi mesi del 1992.

4. I lavori per l'istituzione della cassa di compensazione e garanzia

La più volte menzionata delibera n. 4176 del 25 luglio 1989 prevedeva che fosse valutata la possibilità di istituzione di un sistema di compensazione e garanzia che garantisse, attraverso un adeguato sistema di depositi a copertura, l'esatto adempimento delle obbligazioni contrattuali assunte dagli intermediari per conto della propria clientela sui mercati a termine o a pronti, nonché sui mercati derivati (*futures* e *options*).

La legge 1/1991 ha introdotto, anche sotto questo profilo, importanti novità meritevoli di un qualche approfondimento.

Infatti, ai sensi dell'art. 22, comma 3 della citata legge, «la Consob e la Banca d'Italia possono emanare d'intesa disposizioni concernenti l'istituzione, l'organizzazione ed il funzionamento di una cassa di compensazione e garanzia con capitale sottoscritto dai soggetti ammessi alle contrattazioni e con il compito di garantire il buon fine e la compensazione dei contratti stipulati».

Dal canto suo il comma 2, lett. f), dell'art. 23 della medesima legge, nel prevedere che la Consob, con uno o più regolamenti, disciplini l'organizzazione ed il funzionamento dei mercati di *futures* su valori mobiliari diversi dai titoli di stato, impone l'obbligo che detti regolamenti contengano «la previsione che la liquidazione a mezzo stanza di compensazione dei contratti a termine ... avvenga esclusivamente per il tramite della cassa di compensazione e garanzia di cui all'art. 22, comma 3 e che le operazioni siano garantite dal deposito presso la stessa cassa di margini nella misura e con le modalità stabilite anche periodicamente dalla Consob con proprie delibere».

La legge ha pertanto recepito integralmente la configurazione ipotizzata dalla Commissione nella citata delibera, prevedendo una sola figura di *clearing house* per svolgere attività di compensazione e garanzia sia sul mercato dei titoli sia sul mercato dei prodotti derivati, ivi incluso il mercato di *futures* su titoli di stato, la cui istituzione e regolamentazione è demandata, ai sensi dell'art. 23, comma 5, della legge 2 gennaio 1991, n. 1, al Ministro del tesoro.

Sulla base del quadro normativo di riferimento sopra illustrato, la Commissione ha dato avvio ai lavori preparatori per l'istituzione della più volte citata cassa di compensazione e garanzia.

In particolare gli Uffici della Commissione hanno provveduto, d'intesa con i competenti servizi della Banca d'Italia, a predisporre una prima bozza dello statuto della cassa di compensazione e garanzia e delle disposizioni relative all'istituzione, all'organizzazione e al funzionamento della cassa stessa come previsto dal citato art. 22, comma 3, della legge 2 gennaio 1991, n. 1.

Detti provvedimenti, che saranno definiti nel corso del 1992, prevedono che la struttura di compensazione e garanzia per tutti i mercati di prodotti derivati che saranno istituiti sia quella prevalentemente utilizzata nei principali mercati di *futures* e *options* esteri: la cassa diverrà controparte centrale dei contraenti su detti mercati, assumendo le obbligazioni nascenti dalle negoziazioni e divenendo gli originari contraenti direttamente o indirettamente obbligati in pari misura nei confronti della cassa.

Per effetto di detto meccanismo di interposizione della cassa nelle contrattazioni, volto a garantire la massima affidabilità delle stesse rendendo assolutamente uniformi in termini di rischio di contropartita tutti gli intermediari autorizzati alla negoziazione, la cassa diverrà obbligata in proprio (in quanto controparte) per le contrattazioni effettuate e, pertanto, ne garantirà con tutto il proprio patrimonio il buon fine.

Per il mercato dei valori mobiliari la struttura di garanzia prescelta sarà radicalmente diversa.

L'ambito di applicazione della funzione di garanzia per il mercato dei valori mobiliari desumibile dal disposto del citato art. 22, comma 3, della legge 1/1991 è molto ampia, dovendosi presumibilmente ricomprendere nell'espressione «garanzia dei contratti conclusi» tutti i mercati regolamentati di valori mobiliari già istituiti, vale a dire il mercato di borsa, il mercato ristretto e il mercato secondario dei titoli di stato (MTS). Inoltre, appare evidente che la funzione di garanzia debba tradursi nell'assicurare la regolare e tempestiva liquidazione dei contratti stipulati, ovvero nel puntuale e corretto regolamento delle obbligazioni derivanti dalla conclusione dei contratti.

Per i mercati regolamentati sopra menzionati ciò equivale ad affermare che la Cassa debba garantire la regolare liquidazione a stanza di compensazione dei contratti conclusi sui diversi mercati dai soggetti che, a diverso titolo, prendono parte alle contrattazioni.

Sulla base del quadro di riferimento sopra delineato, gli Uffici della Commissione, nel corso dei lavori preparatori della struttura di garanzia della cassa per i mercati di valori mobiliari,

hanno ipotizzato, d'intesa con la Banca d'Italia, che la cassa operi come garante del buon fine delle transazioni che intercorrono tra intermediari autorizzati alle contrattazioni mediante un fondo di garanzia che intervenga in stanza di compensazione assicurando la copertura delle obbligazioni (lire o titoli) eventualmente inadempite. Il fondo di garanzia di cui sopra sarebbe, peraltro, alimentato dal versamento di depositi da parte degli intermediari autorizzati alla negoziazione e gestito dalla cassa di compensazione e garanzia. Si evidenzia la circostanza che il fondo di garanzia sarebbe semplicemente gestito dalla cassa e, quindi, non diverrebbe parte integrante del suo patrimonio. Infatti, poiché come sopra accennato per i mercati di prodotti derivati la cassa garantirà in proprio le transazioni effettuate su detti mercati, si rende necessario «immunizzare» il suo patrimonio dal verificarsi di insolvenze sul mercato dei valori mobiliari. In questa prospettiva l'attribuzione alla cassa di mere funzioni di gestione del fondo di garanzia del mercato dei valori mobiliari evita che essa debba utilizzare il proprio patrimonio netto a copertura di eventuali inadempienze sul mercato dei valori mobiliari. Parallelamente sono stati avviati i lavori per la predisposizione delle strutture tecniche della cassa che dovranno gestire le funzioni di compensazione e garanzia. In particolare, la Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, ha proceduto all'individuazione del nucleo dei soci promotori nei *primary dealers* del mercato secondario dei titoli di stato i quali sottoscriveranno, nel corso dei primi mesi del 1992, il capitale dell'istituenda cassa. Successivamente il capitale sociale potrà essere aumentato per consentire l'ingresso tra gli azionisti delle altre categorie di intermediari autorizzati alla negoziazione sui diversi mercati regolamentati per i quali la cassa espletterà funzioni di compensazione e garanzia.

Al contempo è stata ravvisata la opportunità di attribuire alle società SIA e CED Borsa, incaricate della gestione dei sistemi telematici di contrattazione rispettivamente sul mercato dei *futures* su titoli di stato e per il mercato di borsa (valori mobiliari quotati e relativi contratti *futures*), l'incarico di predisporre le risorse tecniche destinate a collaborare, in coordinamento tra loro e con le necessarie consulenze esterne, al fine di procedere ad una prima definizione, sulla base degli indirizzi forniti dalla autorità di controllo, delle procedure di compensazione e gestione delle garanzie.

5. I lavori per l'istituzione dei mercati futures

Come illustrato nella precedente Relazione, l'art. 23 della legge 2 gennaio 1991, n. 1, ha disciplinato l'istituzione, l'organizzazione e la regolamentazione dei mercati di contratti *futures* e *options*. Il disposto dell'art. 23 ha introdotto un duplice potere di istituzione e disciplina di detti mercati.

Infatti, il comma 1 attribuisce alla Consob il potere di autorizzare, nell'ambito delle borse valori, le negoziazioni di contratti *futures* e *options* su valori mobiliari quotati nei mercati regolamentati, tassi di interesse e valute. Per altro verso, il comma 5 dello stesso articolo attribuisce al Ministro del tesoro il potere di istituire e disciplinare il mercato dei contratti uniformi a termine su titoli di stato, provvedendo ai sensi del d.P.R. n. 556/1987 disciplinante il mercato secondario dei titoli di stato.

I lavori preparatori si sono prioritariamente indirizzati all'istituzione del mercato di *futures* su titoli di stato, avendo il Ministro del tesoro ravvisato la opportunità che le contrattazioni su detto mercato siano avviate entro il giugno 1992.

Allo scopo, il Ministro del tesoro ha provveduto a definire, in collaborazione con la Banca d'Italia e con la Commissione, il decreto istitutivo del mercato che sarà realizzato, come previsto dal menzionato art. 23, comma 5, della legge 1/1991, nell'ambito del già esistente mercato telematico dei titoli di stato.

La struttura di funzionamento del mercato disciplinata dal citato decreto istitutivo merita un ulteriore approfondimento.

In sintesi, la partecipazione alle negoziazioni sarà articolata in diversi livelli:

- a) potranno partecipare alle negoziazioni in nome proprio e per conto proprio o per conto terzi:
 - i) la Banca d'Italia;

- ii) le aziende ed istituti di credito autorizzati alla negoziazione ai sensi dell'art. 16, comma 1, della legge 1/1991, le società di intermediazione mobiliare autorizzate all'esercizio dell'attività di cui all'art. 1, comma 1, lett. a), della stessa legge;
 - iii) fino al 31 dicembre 1992, le società commissionarie ammesse agli antirecinti alle grida delle borse valori;
 - iv) limitatamente alle operazioni della gestione, le società di gestione dei fondi comuni d'investimento mobiliare;
- b) potranno, invece, partecipare alle negoziazioni esclusivamente in nome proprio e per conto terzi:
- v) gli agenti di cambio;
 - vi) le aziende ed istituti di credito autorizzati all'attività di cui all'art. 16, comma 1, della legge 1/1991 e le società d'intermediazione mobiliare autorizzati all'attività di cui all'art. 1, comma 1, lett. a), della stessa legge iscritti in un registro tenuto dalla Banca d'Italia e che si impegnano ad effettuare sul mercato esclusivamente negoziazioni per conto terzi;
- c) potranno, infine, partecipare alle negoziazioni esclusivamente in nome e per conto proprio:
- vii) le società per azioni con oggetto sociale comprendente l'attività di negoziazione esclusivamente in nome e per conto proprio (cosiddetti *locals*).

In conformità con quanto già previsto per il mercato secondario dei titoli di stato, sarà inoltre istituito un registro dei *primary dealers* del mercato *futures* su titoli di stato. In detto registro saranno inseriti gli operatori *sub ii)* e *iii)* (banche e SIM autorizzate alla negoziazione nonché società commissionarie di borsa) che siano dotati di alcuni requisiti di solidità patrimoniale, volume di contratti intermediati nell'anno precedente, requisiti di onorabilità e professionalità degli amministratori, e che si impegnino a formulare in via continuativa offerte di acquisto e vendita di contratti uniformi per almeno un certo livello di valore nominale dei contratti stessi.

Per ciò che concerne la disciplina delle modalità di contrattazione è stato previsto che le offerte di acquisto e vendita dei contratti possono essere diffuse, attraverso lo stesso circuito elettronico utilizzato per il mercato telematico dei titoli di stato, da tutti i soggetti sopra indicati. Tuttavia, in via provvisoria esse potranno essere formulate solo dai *primary dealers* e dai soggetti sopra indicati *sub vi)*. Dette offerte potranno essere accettate da tutte le categorie di intermediari sopra indicate.

Per ciò che concerne, infine, l'esecuzione dei contratti stipulati nel mercato essa avverrà a mezzo della stanza di compensazione dei valori mobiliari con l'intervento della Cassa di compensazione e garanzia. A quest'ultimo proposito in altra parte della Relazione si riferisce dei lavori preparatori per l'istituzione della Cassa.

Nel corso del 1991, la Commissione ha, inoltre, avviato i lavori per l'istituzione, nell'ambito delle borse valori, del mercato dei *futures* su indici di borsa.

In primo luogo, la Commissione, ai sensi del disposto dell'art. 23, comma 2, lett. f) della legge 1/1991, che prevede che le negoziazioni dei contratti *futures* su titoli di stato siano effettuate con l'ausilio delle strutture elettroniche previste per il mercato di borsa, ha dato incarico al Consorzio camerale per il coordinamento delle borse valori di realizzare le strutture telematiche per la negoziazione dei contratti *futures* su indici di borsa nell'ambito del sistema telematico delle borse valori.

A detto scopo il Consorzio camerale procederà, nei primi del 1992, ad analizzare la compatibilità del già realizzato sistema di contrattazione continua per i titoli azionari con le strutture di mercato che la Commissione riterrà necessario adottare per le negoziazioni dei contratti *futures* su indici di borsa ed, eventualmente, procederà agli adattamenti che si renderanno opportuni.

Nel contempo la Commissione ha avviato un intenso programma di lavori volti alla definizione, con la collaborazione degli operatori e del CED Borsa, incaricato dal Consorzio camerale della realizzazione tecnica del sistema elettronico di contrattazione, delle caratteristiche del contratto e della struttura di mercato.

6. Il funzionamento della Monte Titoli

Con l'entrata in vigore della legge 2 gennaio 1991, n. 1 sono state sottoposte ad un'approfondita verifica le strutture di supporto del mercato, necessarie alla realizzazione del programma di ammodernamento del mercato delineato nel Titolo II della legge citata.

Infatti la disciplina legislativa contenuta nella seconda parte della legge n. 1/1991 è, tra l'altro, destinata ad assicurare la piena efficienza e trasparenza del mercato mobiliare attraverso una completa revisione del sistema di liquidazione delle operazioni di borsa.

La costruzione del sistema in questione secondo i nuovi principi, come riferito in altra parte della Relazione, ha quindi posto in evidenza la necessità che il sistema di depositi accentrati dei titoli gestito dalla Monte Titoli sia posto in grado di svolgere la propria funzione istituzionale.

Nel quadro della nuova disciplina delle liquidazioni dei contratti di borsa, definita nelle sue linee essenziali d'intesa con la Banca d'Italia e con il concorso di rappresentanti delle componenti del mercato, e in vista della programmata riduzione dell'attuale ciclo di liquidazione mensile, la piena funzionalità del sistema di liquidazione può essere, infatti, raggiunta esclusivamente attraverso la completa dematerializzazione delle movimentazioni dei titoli in consegna ed in ritiro presso le stanze di compensazione.

Il completo accentramento dei depositi di titoli presso la Monte Titoli consente di raggiungere l'obiettivo della dematerializzazione delle movimentazioni in questione in quanto queste vengono sostituite da semplici registrazioni contabili di credito e di debito nei conti che gli intermediari presenti nella liquidazione presso le stanze di compensazione intrattengono con la Monte Titoli stessa.

Presupposto per un efficace intervento della Monte Titoli nella fase di liquidazione dei saldi in titoli presso le stanze di compensazione entro i termini della prevista liquidazione per contanti dei contratti di borsa, è che tutti i titoli negoziati nei mercati regolamentati siano depositati presso la Monte Titoli stessa.

A questo fine è essenziale che, da un lato, tutti gli operatori associati alle stanze di compensazione siano anche titolari di un rapporto di deposito accentrato dei titoli presso la Monte Titoli e, dall'altro, che tutte le società emittenti di titoli quotati siano aderenti al sistema gestito dalla Monte Titoli stessa.

Per quanto attiene all'adesione degli operatori al sistema Monte Titoli la Commissione, d'intesa con la Banca d'Italia, ha disposto con delibera n. 5498 del 2 ottobre 1991 che la liquidazione dei contratti a termine su titoli quotati nei mercati regolamentati debba essere effettuata, a decorrere dal 1° gennaio 1992, «obbligatoriamente a mezzo delle stanze di compensazione con l'intervento esclusivo della Monte Titoli per ciò che attiene alle movimentazioni dei titoli in consegna ed in ritiro dalle stanze» e che tutti gli operatori autorizzati associati alle stanze di compensazione assumano a far tempo dalla stessa data del 1° gennaio 1992 la qualità di depositari presso la Monte Titoli.

Per quanto attiene all'adesione delle società emittenti dei titoli quotati nei mercati regolamentati occorre premettere che questa deve considerarsi condizione indispensabile per il regolare svolgimento delle attività di custodia e di amministrazione dei titoli accentrati presso il sistema gestito dalla Monte Titoli.

Attraverso apposite convenzioni, previste nell'ambito della disciplina regolamentare della Monte Titoli, vengono disciplinati i rapporti tra le società emittenti e la Monte Titoli per la gestione uniforme da parte di quest'ultima dei depositi accentrati dei titoli e per la effettuazione delle operazioni di amministrazione (quali pagamento dividendi, sottoscrizioni di aumenti di capitale ecc.) mediante procedure semplificate.

Per il raggiungimento di questo obiettivo, alla fine del mese di marzo dell'anno in esame la Commissione ha avviato un programma di contatti con le società emittenti di titoli quotati al mercato ufficiale non ancora aderenti al sistema gestito dalla Monte Titoli, per illustrare la necessità di una loro adesione agli accordi uniformi sopra accennati, indispensabili per una regolare gestione dei titoli accentrati presso il sistema Monte Titoli.

L'interessamento della Commissione ha consentito di raggiungere entro la fine dell'anno il programmato obiettivo di adesione alla Monte Titoli da parte di tutte le società emittenti di titoli quotati.

La definizione degli ultimi accordi da parte della Monte Titoli con le società aventi titoli quotati in borsa consentirà, quindi, nell'anno 1992 di procedere alla liquidazione mensile dei saldi dei titoli negoziati a termine esclusivamente mediante registrazioni contabili nei depositi accentrati presso la Monte Titoli stessa.

Per quanto riguarda le altre attività della Monte Titoli si è inoltre provveduto alle modifiche regolamentari rese necessarie dall'entrata in vigore della legge n. 1/1991 e dei relativi regolamenti attuativi per consentire l'accesso al sistema alle nuove figure di intermediari (società di intermediazione mobiliare) e adeguare l'operatività del sistema alle innovazioni introdotte dalla citata legge di disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare.

Va sottolineato, quindi, nel presentare gli aspetti relativi alla operatività del sistema, che la situazione al 31 dicembre 1991 di seguito sintetizzata nelle tavole 26 e 27 rispecchia una realtà in pieno divenire.

Infatti, per quanto riguarda le categorie di soggetti ammessi al sistema di custodia ed amministrazione accentrata, la tavola presenta, in aggiunta a quelle in precedenza contemplate, anche le nuove società di intermediazione già autorizzate, ma non ancora operative, alla data del 31 dicembre 1991. Per contro va considerato che il numero degli agenti di cambio e delle commissionarie di borsa titolari di rapporti di subdeposito presso il sistema, pur registrando un incremento rispetto all'anno precedente, è destinato a contrarsi sensibilmente sin dall'inizio dell'anno 1992 per effetto della trasformazione di molti di questi intermediari in società di intermediazione mobiliare nei primi giorni dell'anno.

Per ciò che attiene al numero dei titoli ammessi ed al loro controvalore (calcolato al valore nominale) risultano in aumento i titoli obbligazionari il cui numero registra un incremento del 9,4% con un incremento del controvalore superiore al 21%, mentre per i titoli azionari, sostanzialmente invariati nel numero, il controvalore risulta aumentato del 10% (vedi tavola 26).

Da ultimo, si sottolinea il sensibile decremento del numero delle registrazioni nei conti in titoli dei depositari dei saldi liquidati presso le stanze di compensazione che, in relazione alla diminuzione degli scambi sul mercato, registrano una riduzione del 10% rispetto all'anno precedente (vedi tavola 27).

TAVOLA 26

NUMERO DEI DEPOSITARI E VALORE NOMINALE DEI TITOLI DEPOSITATI

	1988 n./valore	1989 n./valore	1990 n./valore	1991 n./valore
Banche	173/59758	177/69417	185/81717	189/95644
Agenti di Cambio	89/392	93/596	107/503	131/672
Società di intermediazione mobiliare	—	—	—	31/0
Società commissionarie di borsa	—	—	—	50/1022
Società emittenti	1/289	1/172	48/1	57/1

NUMERO DEI DEPOSITI E LORO VALORE NOMINALE

	1988 n./valore	1989 n./valore	1990 n./valore	1991 n./valore
Titoli azionari	297/15219	327/17970	386/22806	381/25083
Titoli obbligazionari	538/45220	547/52215	561/59906	614/72681
<i>Totali</i>	835/60439	874/70185	947/82712	995/97764

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

	1988 n./valore	1989 n./valore	1990 n./valore	1991 n./valore
Numero spunte	332600	397332	487333	440054

7. Le modifiche alla disciplina delle garanzie contrattuali

Con delibera n. 5297 dell'8 maggio 1991 la Commissione ha apportato alcune modifiche alla disciplina stabilita dalla delibera n. 929 del 3 luglio 1981 e successive modificazioni ed integrazioni in materia di obblighi di deposito a garanzia delle operazioni a termine su titoli azionari ed obbligazionari convertibili quotati al mercato ufficiale, nonché in tema di scarto di garanzia per i contratti di riporto aventi ad oggetto titoli azionari ed obbligazionari convertibili quotati al mercato ufficiale o negoziati al mercato ristretto.

La nuova disciplina è finalizzata da un lato a contenere gli effetti sulla liquidità del mercato degli obblighi in questione e dall'altro a mantenere per gli intermediari un regime di assoluta garanzia dal rischio di inadempimento dei committenti.

In particolare la delibera stabilisce che:

- a) gli intermediari autorizzati (nel corso del 1991 agenti di cambio, aziende e istituti di credito e commissionarie di borsa e, a partire dal 1992, anche le SIM) possono consentire ai propri committenti il differimento della costituzione del deposito in contanti previsto per gli ordini di acquisto a termine di titoli azionari ed obbligazionari quotati al mercato ufficiale, per un importo non superiore al 50% dell'ammontare effettivamente dovuto e fino al giorno precedente quello dei riporti del mese borsistico in cui è stata posta in essere l'operazione;
- b) relativamente alle operazioni di vendita non assistite dalla consegna dei titoli, fermo restando l'obbligo del deposito in contanti all'atto del conferimento dell'ordine nella misura minima del 50% dell'ammontare effettivamente dovuto, il committente debba provvedere entro lo stesso termine di cui sopra alla consegna dei titoli oggetto dell'operazione.

In ogni caso, qualora il committente non provveda alla integrazione del deposito ovvero alla consegna dei titoli nel termine stabilito, l'intermediario sarà tenuto, entro il termine di chiusura del mese borsistico, a liquidare la posizione.

Con la delibera succitata è stato inoltre disposto che, sempre con decorrenza 16 maggio 1991, la misura dello scarto di garanzia nei contratti di riporto per i titoli azionari ed obbligazionari convertibili non deve essere inferiore al 40% (in precedenza 50%) del valore dei titoli (per i restanti valori obbligazionari non deve essere inferiore invece al 20%).

Tale misura consente agli operatori di poter prorogare le loro posizioni senza ulteriori esborsi (riducendo quindi l'eventualità di vendite forzate) anche a fronte di una diminuzione del corso dei titoli - tra il giorno dell'operazione e la seduta dei riporti - pari a circa il 16%.

8. Le società commissionarie di borsa

8.1 PREMESSA

La legge 2 gennaio 1991, n. 1, fissando nel 31.12.1992 un termine perentorio alle attività svolte dalle società commissionarie ammesse agli antirecinti alle grida delle borse valori, ha profondamente modificato le prospettive operative di detta categoria di intermediari.

Mentre in precedenza esse costituivano l'unica figura di intermediario specializzato, a vocazione tipicamente imprenditoriale, ammesso negli antirecinti alle grida delle borse valori, la leg-

ge 2 gennaio 1991, n. 1 con l'istituzione di una categoria esclusiva di intermediari - le società di intermediazione mobiliare - ha temporalmente limitato la loro funzione, prevedendone, alla scadenza del periodo transitorio (31 dicembre 1992), la trasformazione in SIM ovvero la cessazione dell'attività.

Nonostante l'importanza delle implicazioni normative sopra ricordate, il raffronto tra i dati relativi al 1991 e quelli relativi all'anno precedente non evidenzia variazioni particolarmente significative nelle modalità operative delle commissionarie, rimaste assoggettate alle medesime disposizioni regolamentari. Con il 1990, infatti, deve ritenersi sostanzialmente esaurita la fase di produzione normativa relativa al settore commissionarie, operata dalla Consob sulla base degli stessi orientamenti emersi nelle varie sedi internazionali che hanno informato il legislatore nazionale nella legge 1/1991, prima, e gli organi di vigilanza, poi, nell'emanazione della normativa regolamentare di attuazione.

Il sistema di informazioni ricavato dalle comunicazioni mensili e semestrali inviate dalle società commissionarie di borsa ai sensi del regolamento adottato con delibera n. 3267 del 23 febbraio 1988 e successive modificazioni ed integrazioni ha consentito di effettuare sui soggetti in questione controlli sempre più penetranti.

L'elevato grado di analiticità e di omogeneità dei dati patrimoniali, economici e sull'attività svolta, resi disponibili attraverso le suddette comunicazioni, ha inoltre permesso di delineare un quadro chiaro e completo del settore, rendendo altresì possibile un significativo confronto dei dati semestrali al 30.6.1991, ultimi disponibili, con i dati relativi ai due semestri precedenti.

In merito al grado di sistematicità dei dati, si sottolinea inoltre che l'obbligo per i soggetti in esame, introdotto dalla comunicazione 90/0007277 del 13.12.1990 a partire dal mese di aprile 1991, relativo alla determinazione giornaliera dell'indice di situazione finanziaria (rapporto tra attività liquide e passività correnti), all'invio dello stesso con cadenza mensile e all'immediata comunicazione in caso di insufficienza, ha consentito di effettuare un monitoraggio ancora più puntuale sull'equilibrio finanziario delle commissionarie.

La seguente presentazione dei dati è svolta con riferimento alle comunicazioni semestrali al 30.6.1991. Si è inoltre ritenuto opportuno, in alcuni casi, effettuare il confronto con i dati semestrali al 30.6.1990. Tale confronto consente infatti di cogliere gli elementi più significativi dell'evoluzione dell'attività svolta dai soggetti in esame sia sotto gli aspetti quantitativi che qualitativi.

Si sottolinea che, al fine di eliminare le possibili distorsioni derivanti dai diversi criteri (cd. a data stipula e a data liquidazione) adottati dalle commissionarie per la contabilizzazione delle operazioni a termine, si è provveduto, nel calcolo dei rapporti d'incidenza, a rendere omogeneo l'Attivo netto totale, depurando tale voce dei Crediti per operazioni in titoli e rettificando il Portafoglio titoli per tener conto del saldo tra Debiti per operazioni in titoli e Crediti per operazioni in titoli, relativamente alle commissionarie che adottano il criterio contabile a data stipula.

I soggetti ammessi al 30.6.1991 sono 118, mentre al 30.6.1990 erano 109.

8.2 ANALISI DELL'ATTIVITÀ DELLE SOCIETÀ COMMISSIONARIE

L'esame delle situazioni patrimoniali e finanziarie al 30.6.1991 conferma la caratteristica delle commissionarie, già evidenziata nel 1990, della specializzazione nell'attività tipica di intermediazione mobiliare. Rimane infatti molto contenuto il numero delle commissionarie che esercitano in misura significativa attività estranee all'intermediazione quali, ad esempio, la concessione di finanziamenti o la detenzione di partecipazioni.

Per quanto concerne l'attività di finanziamento, nel primo semestre 1991 si registra tuttavia un certo aumento rispetto allo stesso periodo del 1990. Come risulta infatti dalla tavola 28, le commissionarie che al 30.6.1991 presentano un'incidenza rilevante (superiore al 20%) dei Crediti finanziari (compresi i Crediti finanziari con clienti di borsa, relativi al finanziamento della clientela nell'attività di intermediazione) sull'Attivo netto sono 10 su 118 (erano 4 su 109 al 30.6.1990). Si rileva inoltre che, nel periodo considerato, è più che raddoppiato il numero delle commissionarie che presenta un'incidenza minore del 10%, mentre le commissionarie che non

INCIDENZA CREDITI FINANZIARI SU ATTIVO NETTO

TAVOLA 28

INCIDENZA	NUMERO COMMISSIONARIE	
	30.6.1990	30.6.1991
maggior del 50%	1	3
tra 50% e 20%	3	7
tra 20% e 10%	6	11
tra 10% e 1%	14	30
tra 1% e 0%	8	17
0%	77	50
100%	109	118

svolgono attività di finanziamento né verso terzi né verso società del gruppo sono passate da 77 al 30.6.1990 a 50 al 30.6.1991.

La tavola 29 mostra invece l'incidenza dell'attività di detenzione di partecipazioni sull'attività totale delle commissionarie.

INCIDENZA PARTECIPAZIONI SU ATTIVO NETTO

TAVOLA 29

INCIDENZA	NUMERO COMMISSIONARIE	
	30.6.1990	30.6.1991
maggior del 50%	2	- 0
tra 50% e 20%	6	4
tra 20% e 10%	8	7
tra 10% e 1%	31	37
tra 1% e 0%	24	24
0%	38	46
100%	109	118

Risulta evidente il progressivo abbandono da parte di queste ultime di tale tipo di attività, da considerarsi anch'essa estranea a quella tipica dell'intermediazione mobiliare. Si rileva, infatti, che le commissionarie che al 30.6.1991 presentano un'incidenza superiore al 10% sono appena 11 su 118 (erano 16 su 109 al 30.6.1990). Si sottolinea inoltre che la partecipazioni detenute dalla quasi totalità dei soggetti in esame si riferiscono per lo più a società che svolgono attività strumentali all'attività tipica di intermediazione mobiliare.

I volumi intermediati in valori mobiliari

L'esame dei dati relativi ai volumi intermediati dalle commissionarie nel corso del primo semestre 1991 evidenzia un aumento dei volumi totali (acquisti + vendite) di circa il 54% rispetto al primo semestre del 1990.

A tale aumento di operatività a livello globale contribuiscono tuttavia, come risulta dalla tavola 30 e dai grafici 32 e 33, variazioni di diverso segno relative alle singole tipologie di titoli trattati.

Si osserva, in particolare, una riduzione significativa dei volumi negoziati (sia a fermo che a premio) in titoli azionari, che riflette la più ampia e generalizzata crisi del mercato borsistico che ha caratterizzato il periodo in esame.

A fronte di tale diminuzione si registra tuttavia un notevole aumento dei volumi intermediati nelle altre categorie di titoli, con particolare riferimento ai titoli di stato, per i quali ha assunto un ruolo fondamentale lo sviluppo fatto registrare dal mercato secondario, e agli altri titoli obbligazionari.

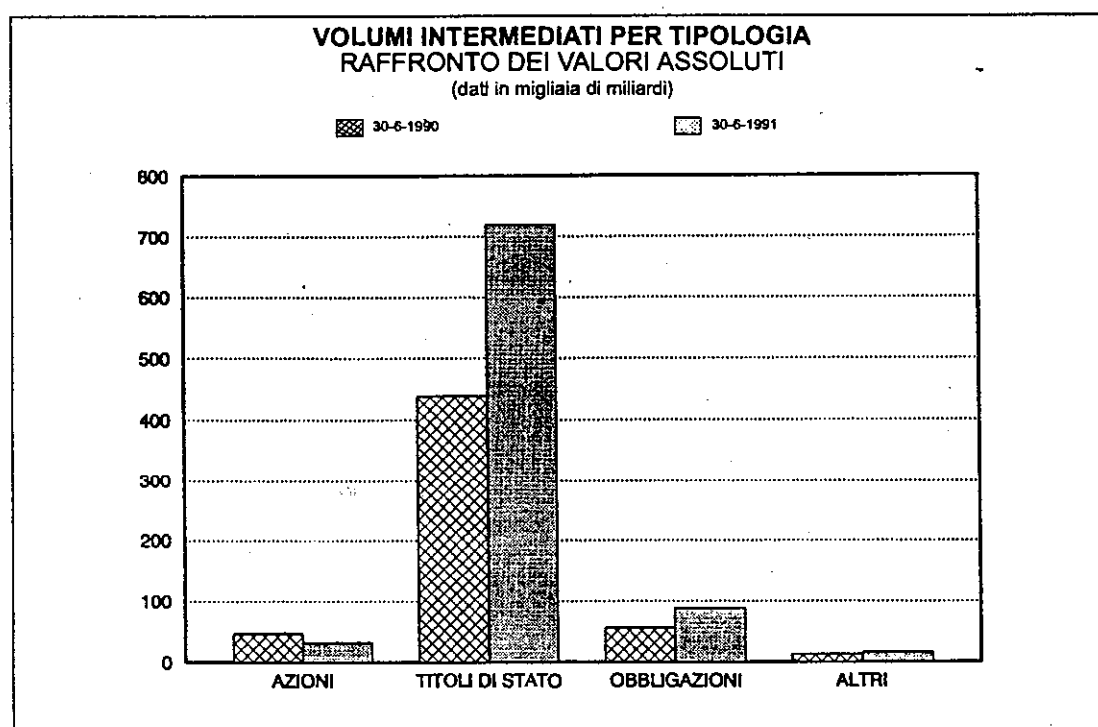
TAVOLA 30

VARIAZIONE DEI VOLUMI PER TIPOLOGIA DAL 30.6.1990 AL 30.6.1991
(miliardi di lire)

TIPOLOGIA	30.6.1990	30.6.1991	VARIAZIONE
Azioni a fermo	44,541	30,828	— 30,79%
Azioni a premio	3,173	2,602	— 18,00%
Titoli di stato	438,572	719,858	64,14%
Obbligazioni	56,304	88,260	56,76%
Altri (*)	13,495	16,945	25,57%
<i>Totale</i>	<i>556,085</i>	<i>858,493</i>	<i>54,38%</i>

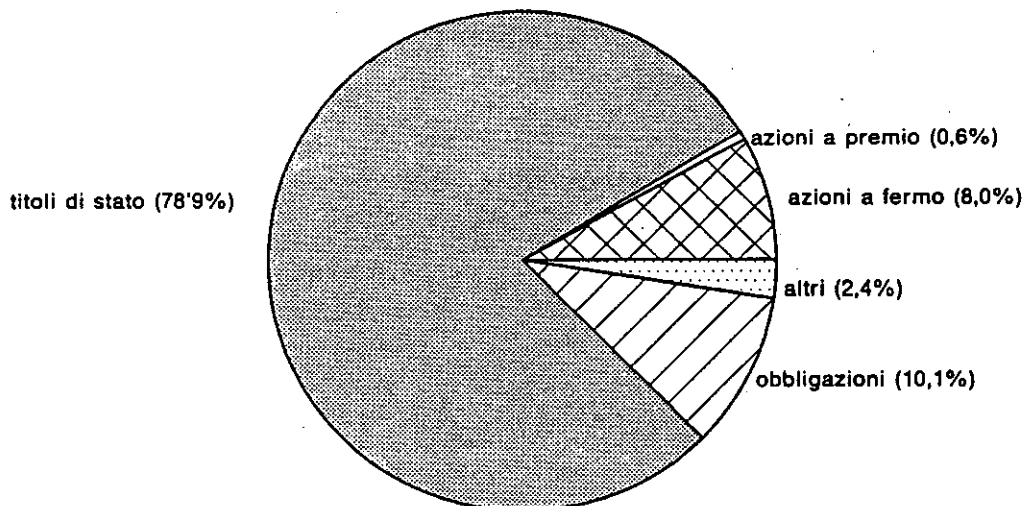
* In prevalenza carta commerciale.

GRAFICO 32

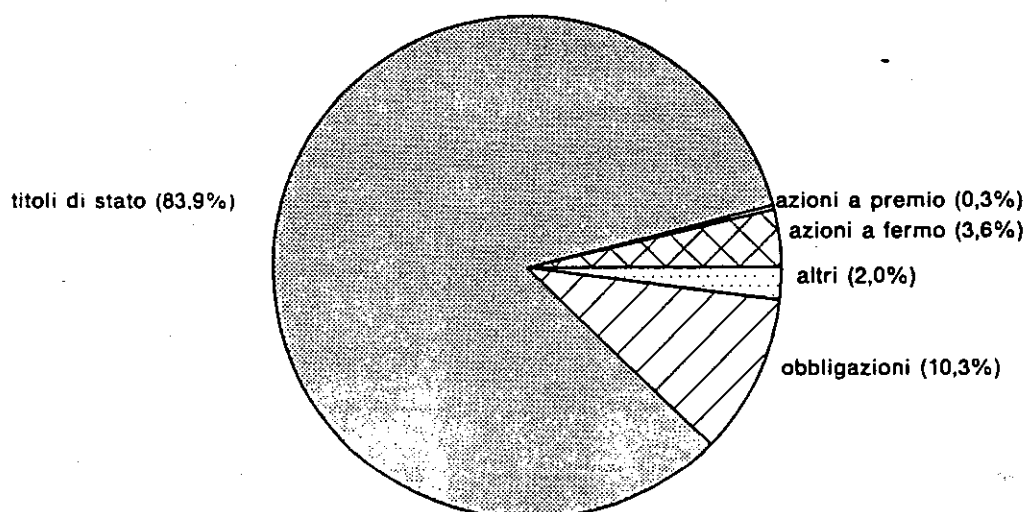


**VOLUMI INTERMEDIATI DA TUTTE LE COMMISSIONARIE
AGGREGATI PER TIPOLOGIA**

DATI % AL 30.6.90



DATI % AL 30.6.91



Per quanto concerne invece la suddivisione tra volumi scambiati in conto proprio e volumi negoziati per conto terzi, la tavola 31 pone in evidenza come, con riferimento a tutte le categorie di titoli, l'operatività posta in essere per conto terzi sia nettamente predominante.

TAVOLA 31

RIPARTIZIONE DEI VOLUMI TRA C/PROPRIO E C/TERZI AL 30.6.1991
(miliardi di lire)

	AZIONI	%	T. STATO	%	OBBLIG.	%	ALTRI	%
c/proprio	4.596	15%	169.014	23%	24.348	28%	5.010	30%
c/terzi	26.232	85%	550.844	77%	66.912	72%	11.935	70%
<i>Totale</i>	30.828	100%	719.858	100%	88.260	100%	16.945	100%

Va tuttavia sottolineato che la distinzione tra operazioni in conto proprio e per conto terzi è relativa ad una convenzione contabile, secondo la quale vengono considerate svolte per conto terzi tutte le operazioni di acquisto e di vendita effettuate nella stessa giornata e per la stessa quantità complessiva, mentre le operazioni svolte in conto proprio si desumono per differenza.

Si osserva, in particolare, come l'incidenza dei volumi intermediati per conto terzi sul totale sia maggiore per i titoli azionari (85%) rispetto alle altre categorie di titoli.

Le tavole 32, 33, 34 e 35 mostrano invece il numero delle commissionarie per classi di volumi intermediati a fermo nelle diverse categorie di titoli, raffrontando i dati al 30.6.1991 con quelli al 30.6.1990.

Con riguardo all'operatività in titoli azionari si osserva come il notevole grado di concentrazione presente al 30.6.1990, quando il 67% dei volumi era di pertinenza di 10 commissionarie, ha subito una leggera flessione al 30.6.1991, con 9 commissionarie presenti sul mercato con una quota del 58%. Aumenta inoltre, da 53 a 56, il numero delle commissionarie con volumi trattati inferiori a 100 miliardi di lire.

Per quanto riguarda i titoli di stato si continua a registrare una notevole concentrazione del mercato. Dalla tavola 33 si rileva infatti che al 30.6.1991 l'87% dei volumi intermediati è di pertinenza di 19 commissionarie sulle 105 presenti nel mercato. Il dato non si discosta molto dal 30.6.1990, quando 20 commissionarie su 104 avevano una quota di mercato dell'85%.

TAVOLA 32

TITOLI AZIONARI INTERMEDIATI	NUMERO COMMISSIONARIE		INCIDENZA SUL TOTALE	
	30.6.1990	30.6.1991	30.6.1990	30.6.1991
maggiore di 5.000 mld	1	1	20%	18%
tra 5.000 e 2.000 mld	5	1	35%	7%
tra 2.000 e 1.000 mld	4	7	12%	33%
tra 1.000 e 500 mld	10	4	14%	9%
tra 500 e 200 mld	17	22	12%	22%
tra 200 e 100 mld	13	14	4%	7%
minore di 100	53	56	4%	4%
	103(*)	105(*)	100%	100%

(*) Sei commissionarie al 30.6.1990 e tredici al 30.6.1991 non risultano aver intermediato titoli azionari.

TAVOLA 33

TITOLI AZIONARI INTERMEDIATI	NUMERO COMMISSIONARIE		INCIDENZA SUL TOTALE	
	30.6.1990	30.6.1991	30.6.1990	30.6.1991
maggiore di 146.000 mld	0	1	0%	20%
tra 146.000 e 90.000 mld	1	1	23%	13%
tra 90.000 e 50.000 mld	1	0	13%	0%
tra 50.000 e 20.000 mld	3	9	18%	35%
tra 20.000 e 10.000 mld	4	8	13%	16%
tra 10.000 e 5.000 mld	11	8	18%	6%
tra 5.000 e 2.000 mld	14	12	10%	6%
tra 2.000 e 1.000 mld	9	13	3%	2%
tra 1.000 e 500 mld	8	5	1%	1%
minore di 500	53	48	1%	1%
	104 (*)	105 (*)	100%	100%

(*) Cinque commissionarie al 30.6.1990 e tredici al 30.6.1991 non risultano aver intermediato titoli di stato.

Sempre in relazione ai titoli di stato, si sottolinea inoltre che al 30.6.1991 due sole commissionarie sono presenti con una quota di mercato del 33% (le stesse presentavano al 30.6.1990 una quota del 36%). Diminuisce, da 53 a 48, il numero di commissionarie con volumi trattati inferiori a 500 miliardi di lire.

Molto concentrato risulta anche il mercato obbligazionario. Al 30.6.1991 il 73% dei volumi intermediati è di pertinenza di 14 commissionarie sulle 97 presenti sul mercato. Al 30.6.1990 la stessa quota era di pertinenza di 10 commissionarie sulle 87 presenti. Aumenta, da 46 a 51, il numero delle commissionarie con volumi trattati inferiori a 100 miliardi di lire.

TAVOLA 34

TITOLI OBBLIGAZIONALI INTERMEDIATI	NUMERO COMMISSIONARIE		INCIDENZA SUL TOTALE	
	30.6.1990	30.6.1991	30.6.1990	30.6.1991
maggiore di 13.000 mld	1	1	31%	16%
tra 13.000 e 4.000 mld	2	4	17%	29%
tra 4.000 e 2.000 mld	2	9	9%	28%
tra 2.000 e 1.500 mld	5	4	15%	7%
tra 1.500 e 500 mld	15	13	20%	13%
tra 500 e 100 mld	16	15	7%	5%
minore di 100	46	51	1%	2%
	87 (*)	97 (*)	100%	100%

(*) Ventidue commissionarie al 30.6.1990 e ventuno al 30.6.1991 non risultano aver intermediato titoli obbligazionari.

Per quanto concerne la categoria Altri titoli, rappresentata in gran parte da carta commerciale, si osserva come una sola commissionaria al 30.6.1991 possiede una quota del 37,7% del mercato (al 30.6.1990 la quota di competenza della stessa commissionaria era del 54,5%). Al 30.6.1991 si registra la presenza attiva di 47 commissionarie su 118, contro 37 su 109 al 30.6.1990.

TAVOLA 35

ALTRI TITOLI INTERMEDIATI	NUMERO COMMISSIONARIE		INCIDENZA SUL TOTALE	
	30.6.1990	30.6.1991	30.6.1990	30.6.1991
maggiore di 5.000 mld	1	1	57,0%	37,7%
tra 5.000 e 1.000 mld	2	4	29,0%	54,5%
tra 1.000 e 200 mld	3	1	12,0%	2,6%
tra 200 e 10 mld	7	15	1,5%	4,9%
minore di 10	24	26	0,5%	0,3%
	37	47	100%	100%

Con riguardo, infine, all'operatività a premio in titoli azionari, la tavola 36 pone in evidenza una drastica riduzione (da 92 al 30.6.1990 a 55 al 30.6.1991) delle commissionarie attive in tale comparto. Quest'ultimo risulta molto concentrato, con il 76% dei volumi (controvalore basi) di pertinenza di 14 commissionarie al 30.6.1991 e con una sola commissionaria presente nella classe di volumi più alta con un'incidenza del 17% sul totale.

TAVOLA 36

OPERAZIONI A PREMIO INTERMEDIATE	NUMERO COMMISSIONARIE		INCIDENZA SUL TOTALE	
	30.6.1990	30.6.1991	30.6.1990	30.6.1991
maggiore di 450 mld	1	1	16%	17%
tra 450 e 100 mld	8	5	39%	36%
tra 100 e 50 mld	6	8	14%	23%
tra 50 e 20 mld	20	15	21%	18%
tra 20 e 10 mld	12	5	6%	3%
tra 10 e 5 mld	15	6	3%	2%
tra 5 e 1 mld	17	10	1%	1%
minore di 1	13	5	0%	0%
	92	55	100%	100%

La redditività

L'attività delle società commissionarie ha generato, nel primo semestre 1991, utili per mln. 104.530. Gli utili del settore nello stesso periodo del 1990 erano pari a mln. 86.763. Va considerato tuttavia che dal 30.6.1990 al 30.6.1991 il numero delle commissionarie ammesse è passato da 109 a 118. Peraltro le nuove società hanno realizzato nel primo semestre 1991 utili per mln. 4.198, con una modesta incidenza sul totale (4%).

Pertanto l'aumento del risultato netto realizzato dalle 108 commissionarie presenti sia al 30.6.1990 che al 30.6.1991, pari al 34,3%, è, in quanto nettamente superiore al tasso di inflazione, non solo nominale ma reale.

Come risulta dalla tavola 37, l'aumento del risultato netto nei termini sopra descritti è da imputare sostanzialmente all'incremento, a livello aggregato, del margine dell'attività di intermediazione, a sua volta influenzato da una maggiore incidenza, nel primo semestre 1991 rispetto allo stesso periodo del 1990, del margine della gestione conto proprio.

Si rileva inoltre un significativo aumento del margine dell'attività di finanziamento, a fronte di una diminuzione del margine relativo alle altre attività residuali non tipiche.

I costi operativi, che in valore assoluto assorbono circa l'83% del margine d'intermediazione, crescono in misura meno che proporzionale rispetto a quest'ultimo (8,5%).

TAVOLA 37

CONTO ECONOMICO AGGREGATO AL 30.6.1990 E AL 30.6.1991 (*)
(Lmld)

	30.6.1990	30.6.1991	VARIAZIONE
Marg. Attività Intermedie	304.446	363.036	+ 19,2%
di cui			
- c/proprio	133.034	176.307	+ 32,5%
- c/terzi	171.412	186.729	+ 8,9%
Marg. Attività finanziarie	29.671	42.624	+ 43,6%
Marg. Altre Attività	67.724	59.008	- 12,8%
Costi Operativi	277.977	301.607	+ 8,5%
Risultato Netto	74.678	100.329	+ 34,3%

(*) Dati relativi alle 108 commissionarie presenti sia al 30.6.1990 che al 30.6.1991.

Come evidenziato nella tavola 38, la capacità reddituale delle commissionarie appare estremamente differenziata, oscillando da valori negativi o fortemente negativi (28 soggetti su 118) a valori positivi superiori ai 500 milioni per 36 società.

Tali dati non si discostano in modo significativo dai medesimi valori dell'anno precedente (pari rispettivamente a 32 e a 35 su un totale di 109 soggetti).

TAVOLA 38

INCIDENZA RISULTATO DI PERIODO PER CLASSE
SUL TOTALE RISULTATI DI PERIODO

RISULTATO DI ESERCIZIO	NUMERO COMMISSIONARIE		INCIDENZA %
	30.6.1990	30.6.1991	30.6.1991
maggiore di 9.000 mln	2	1	10,4%
tra 9.000 e 5.000 mln	3	6	42,6%
tra 5.000 e 1.000 mln	16	16	34,8%
tra 1.000 e 500 mln	14	13	9,6%
tra 500 e 100 mln	16	29	7,2%
tra 100 e 0 mln	26	25	0,6%
tra 0 e -200 mln	20	20	- 1,5%
tra -200 e -1.000 mln	10	7	- 2,5%
minore -1.000 mln	2	1	- 1,2%
Totale 104.530 mln	109	118	100%

Gli utili del settore sono concentrati presso un numero esiguo di commissionarie: 7 di esse realizzano il 53% del totale degli utili, mentre 95 società costituiscono solo il 12,2% dei valori aggregati.

Tali commissionarie, anche se realizzano un risultato di esercizio irrisorio rispetto al risultato di esercizio delle 7 migliori società, tuttavia hanno una redditività del capitale investito considerevole: analizzando il rendimento del patrimonio netto - si veda la tavola 39 -, si ricava che vi è un numero considerevole di società - 53 - che hanno un rendimento superiore al 5%.

TAVOLA 39

NUMERO COMMISSIONARIE PER CLASSE DI R.O.E

R.O.E.	NUMERO COMMISSIONARIE	
	30.6.1990	30.6.1991
maggiore del 30%	3	2
tra 30% e 20%	5	7
tra 20% e 15%	6	6
tra 15% e 10%	23	17
tra 10% e 5%	12	21
tra 5% e 0%	28	37
minore %	32	28
100%	109	118

Il portafoglio titoli

L'utilizzazione della comunicazione semestrale contenente una valutazione a prezzi di mercato dei titoli in posizione indipendentemente dal criterio di contabilizzazione adottato - a data stipula o a data liquidazione - consente l'uso di dati omogenei per tutte le commissionarie.

Le società commissionarie come gruppo avevano nel primo semestre del 1991 un portafoglio titoli inferiore al portafoglio detenuto nel medesimo periodo del 1990 (-4%).

Tale diminuzione percentuale non si è riflessa in modo proporzionale sulle varie tipologie di titoli. Mentre i titoli azionari ed i titoli di stato sono diminuiti rispettivamente del 12% e del 45%, i titoli obbligazionari e gli altri titoli (in prevalenza carta commerciale) sono aumentati del 15% e del 612%.

Considerando la diversificazione del portafoglio aggregato nelle sue componenti, appare evidente che le commissionarie nel complesso hanno avuto nel primo semestre del 1991 un atteggiamento verso i titoli azionari ancora più prudentiale di quello avuto nel primo semestre del 1990.

TAVOLA 40

PORTAFOGLIO AGGREGATO DELLE COMMISSIONARIE
AMMESSE AGLI ANTIRECINTI

TIPOLOGIA	30.6.1990	30.6.1991	VARIAZIONE
Azioni	342 mld	187 mld	- 45%
Obbligazioni	172 mld	197 mld	+ 15%
Titoli di stato	3.835 mld	3.384 mld	- 12%
Altri titoli (*)	64 mld	456 mld	+ 612%
<i>Totale</i>	4.413 mld	4.224 mld	- 4%

(*) In prevalenza carta commerciale.

TAVOLA 41

**PORTAFOGLIO AGGREGATO DELLE COMMISSIONARIE
AMMESSE AGLI ANTIRECINTI**

PERCENTUALE SUL TOTALE			
TIPOLOGIA	30.6.1990	30.6.1991	VARIAZIONE
Azioni	7,8 %	4,4 %	-3,4
Obbligazioni	3,9 %	4,6 %	+ 0,7
Titoli di stato	86,9 %	80,2 %	-6,7
Altri titoli(*)	1,4 %	10,8 %	+ 9,4
<i>Totale</i>	100 %	100 %	

(*) In prevalenza carta commerciale.

I titoli azionari hanno costituito il 4,4% del valore globale del portafoglio a fronte di un precedente 7,8%.

Anche se la frazione investita in titoli a reddito fisso è aumentata dal 92,2% al 95,6%, è da rilevare che nell'ambito della categoria vi è stato uno spostamento dai titoli di stato verso i titoli obbligazionari e, in misura rilevante (dall'1,4% al 10,6%), verso la carta commerciale garantita.

Sembrerebbe che questa categoria di investitori istituzionali, pur avvertendo l'esigenza di aumentare il proprio investimento in titoli con un rendimento reale meno variabile (soggetto esclusivamente alle variazioni nel tasso di inflazione), abbia poi nell'ambito della categoria cercato di diversificarsi a sua volta nei confronti dei titoli di stato aumentando l'importanza relativa dei titoli obbligazionari e degli altri titoli.

Un numero limitato di società detiene in portafoglio una quota dei vari titoli significativi rispetto al quantitativo totale detenuto dalla categoria nel suo complesso.

Si osserva che 5 commissionarie possiedono il 39,2% del portafoglio azionario realizzato mediante l'aggregazione dei singoli portafogli delle varie commissionarie, un soggetto ha il 66,4% dei titoli obbligazionari di proprietà delle società, 11 detengono il 71,5% dei titoli di stato, 6 possiedono il 70,7% degli altri titoli.

La consistenza dei portafogli delle singole commissionarie al 30.6.1991 si presenta molto differenziata.

TAVOLA 42

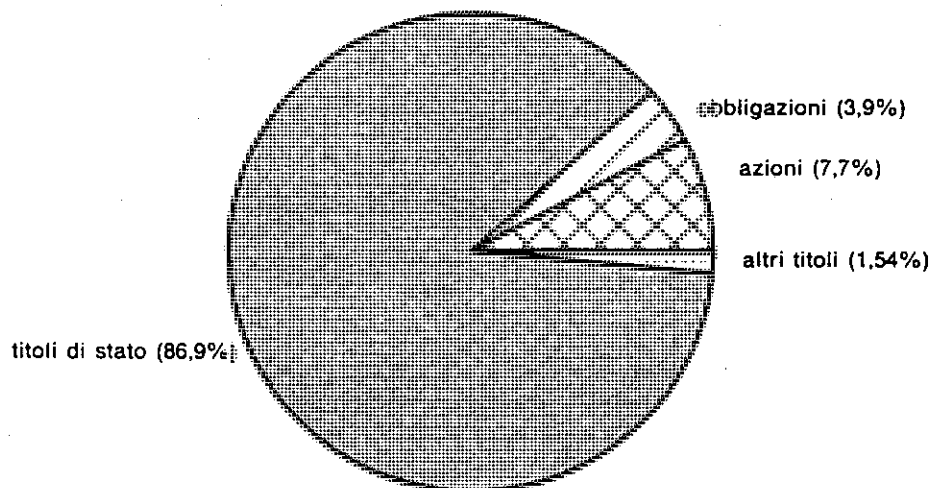
**INCIDENZA PORTAFOGLIO TITOLI AZIONARI PER CLASSE
SU TOTALE PORTAFOGLI TITOLI AZIONARI**

PORTAFOGLIO TITOLI	NUMERO COMMISSIONARIE	INCIDENZA SUL TOTALE
maggiore di 15 mld	2	17,7 %
tra 15 e 10 mld	3	21,5 %
tra 10 e 5 mld	7	28,6 %
tra 5 e 1 mld	16	22,4 %
tra 1 e 0 mld	61	9,8 %
0 mld	29	0 %
<i>Totale</i> 187 mld	118	100 %

GRAFICO 34

COMPOSIZIONE DEL PORTAFOGLIO AGGREGATO DI TUTTE LE COMMISSIONARIE

DATI % AL 30.6.90



DATI % AL 30.6.91

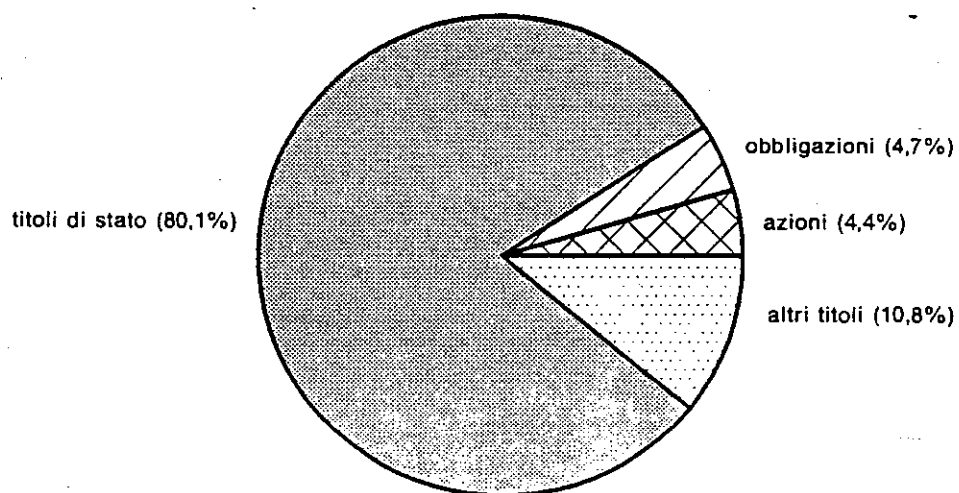


TAVOLA 43

**INCIDENZA PORTAFOGLIO TITOLI OBBLIGAZIONARI PER CLASSE
SU TOTALE PORTAFOGLI TITOLI OBBLIGAZIONARI**

PORTAFOGLIO TITOLI	NUMERO COMMISSIONARIE	INCIDENZA SUL TOTALE
maggiore di 100 mld	1	66,4 %
tra 100 e 20 mld	0	0 %
tra 20 e 10 mld	1	7,8 %
tra 10 e 5 mld	4	12,5 %
tra 5 e 1 mld	6	9,7 %
tra 1 e 0 mld	42	3,6 %
0 mld	64	0 %
Totale 157 mld	118	100 %

TAVOLA 44

**INCIDENZA PORTAFOGLIO TITOLI DI STATO PER CLASSE
SU TOTALE PORTAFOGLI TITOLI DI STATO**

PORTAFOGLIO TITOLI	NUMERO COMMISSIONARIE	INCIDENZA SUL TOTALE
maggiore di 400 mld	1	16,8 %
tra 400 e 200 mld	4	30,3 %
tra 200 e 100 mld	6	24,4 %
tra 100 e 50 mld	6	13,4 %
tra 50 e 10 mld	16	12,0 %
tra 10 e 1 mld	27	2,6 %
tra 1 e 0 mld	40	0,5 %
0 mld	18	0 %
Totale 3.383 mld	118	100 %

TAVOLA 45

**INCIDENZA PORTAFOGLIO ALTRI TITOLI (*)
SU TOTALE PORTAFOGLI ALTRI TITOLI**

PORTAFOGLIO TITOLI	NUMERO COMMISSIONARIE	INCIDENZA SUL TOTALE
maggiore di 50 mld	1	21,6 %
tra 50 e 20 mld	5	49,1 %
tra 20 e 10 mld	5	15,7 %
tra 10 e 5 mld	3	4,4 %
tra 5 e 1 mld	15	8,0 %
tra 1 e 0 mld	38	1,2 %
0 mld	51	0 %
Totale 456 mld	118	100 %

(*) In prevalenza carta commerciale.

TAVOLA 46

**INCIDENZA PORTAFOGLIO TITOLI PER CLASSE
SU TOTALE PORTAFOGLI TITOLI**

PORTAFOGLIO TITOLI	NUMERO COMMISSIONARIE		INCIDENZA SUL TOTALE	
	30.6.1990	30.6.1991	30.6.1990	30.6.1991
maggiore di 400 mld	2	2	29,8%	25,6%
tra 400 e 200 mld	2	4	14,7%	24,4%
tra 200 e 100 mld	6	7	25,4%	24,6%
tra 100 e 50 mld	5	5	10,5%	8,9%
tra 50 e 10 mld	21	19	16,1%	12,8%
tra 10 e 1 mld	32	39	3,0%	3,2%
tra 1 e 0 mld	35	40	0,5%	0,5%
mld	6	2		0,0%
<i>Totale</i>	109	118	100%	100%

- 13 soggetti evidenziano portafogli per importi superiori a 100 miliardi;
- 24 soggetti presentano importi di portafoglio tra 100 e 10 miliardi;
- 39 società detengono titoli in posizione per valori compresi tra 10 e 1 miliardo;
- 40 soggetti presentano posizioni in valori mobiliari inferiori ad 1 miliardo;
- 2 evidenziano un portafoglio nullo.

Mentre un numero limitato di commissionarie ha un portafoglio specificatamente azionario (16 di esse hanno almeno l'80% del portafoglio in azioni), ed un numero ancora più limitato è concentrato sui titoli obbligazionari (solo 5 hanno più del 40% del portafoglio in obbligazioni) e sulla carta commerciale (11 hanno più del 40% in altri titoli), ben 66 società hanno almeno il 60% del portafoglio in titoli di stato (83 su 118 hanno almeno il 40%).

TAVOLA 47

IMPIEGO DEL PORTAFOGLIO IN AZIONI

IMPIEGO %	NUMERO COMMISSIONARIE
100 %	5
tra 100 % e 80 %	11
tra 80 % e 60 %	3
tra 60 % e 50 %	1
tra 50 % e 40 %	7
tra 40 % e 20 %	10
tra 20 % e 10 %	11
tra 10 % e 0 %	39
0 %	29
<i>Totale</i>	116 (*)

(*) 2 commissionarie non hanno portafoglio.

TAVOLA 48

IMPIEGO DEL PORTAFOGLIO IN OBBLIGAZIONI

IMPIEGO %	NUMERO COMMISSIONARIE
100 %	0
tra 100 % e 80 %	1
tra 80 % e 60 %	0
tra 60 % e 50 %	3
tra 50 % e 40 %	1
tra 40 % e 20 %	4
tra 20 % e 10 %	6
tra 10 % e 0 %	37
0 %	64
<i>Totale</i>	116(*)

(*) 2 commissionarie non hanno portafoglio.

TAVOLA 49

IMPIEGO DEL PORTAFOGLIO IN TITOLI DI STATO

IMPIEGO %	NUMERO COMMISSIONARIE
100 %	15
tra 100 % e 80 %	34
tra 80 % e 60 %	17
tra 60 % e 50 %	9
tra 50 % e 40 %	8
tra 40 % e 20 %	4
tra 20 % e 10 %	6
tra 10 % e 0 %	8
0 %	15
<i>Totale</i>	116(*)

(*) 2 commissionarie non hanno portafoglio.

TAVOLA 50

IMPIEGO DEL PORTAFOGLIO IN ALTRI TITOLI

IMPIEGO %	NUMERO COMMISSIONARIE
100 %	1
tra 100 % e 80 %	5
tra 80 % e 60 %	0
tra 60 % e 50 %	3
tra 50 % e 40 %	2
tra 40 % e 20 %	10
tra 20 % e 10 %	10
tra 10 % e 0 %	30
0 %	55
<i>Totale</i>	116(*)

(*) 2 commissionarie non hanno portafoglio.

Le fonti di finanziamento

Dall'analisi delle fonti di finanziamento, svolta sulle 118 commissionarie ammesse al 30.6.1991, risulta che il 50% dei soggetti in esame presenta un rapporto tra Mezzi di terzi e Mezzi propri inferiore all'unità. Sembra pertanto che il limite patrimoniale minimo di mln. 1.000, previsto dalla attuale normativa, sia per tali soggetti eccessivo in relazione all'attività da essi svolta.

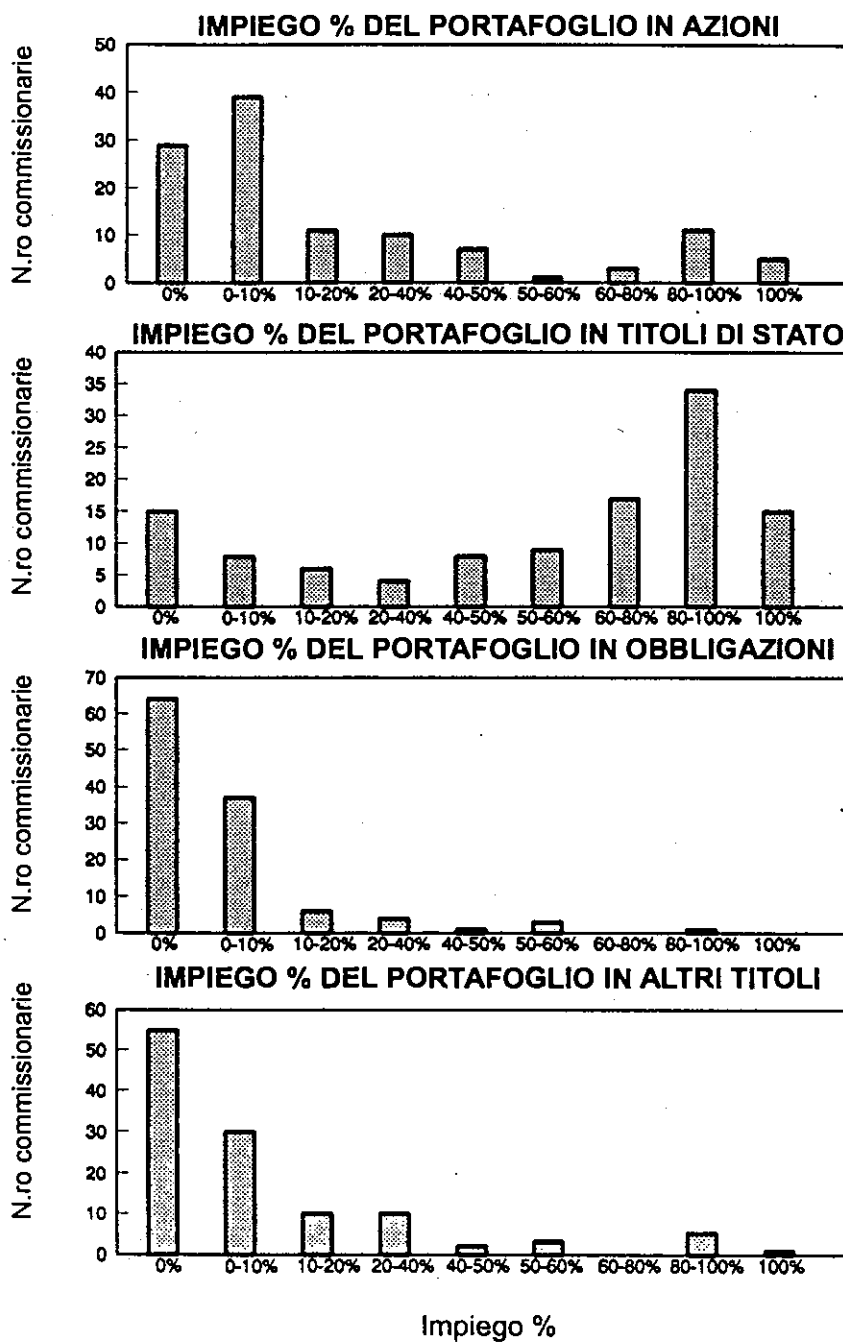
La tavola 51 mostra, in particolare, come il 25% delle commissionarie presentino alla suddetta data un basso grado di patrimonializzazione, con Mezzi di terzi che superano da 3 a 20 volte i Mezzi propri.

TAVOLA 51

NUMERO COMMISSIONARIE PER CLASSE DI RAPPORTO MEZZI DI TERZI/MEZZI PROPRI

RAPPORTO MT/MP	NUMERO COMMISSIONARIE
maggiore di 20	7
tra 20 e 10	5
tra 10 e 5	10
tra 5 e 3	8
tra 3 e 2	11
tra 2 e 1	18
tra 1 e 0.5	14
minore di 0.5	45
	118

COMPOSIZIONE DEL PORTAFOGLIO DELLE COMMISSIONARIE AL 30-6-1991



La tavola 52 mostra invece l'incidenza dell'indebitamento oneroso a breve (comprensivo del saldo tra riporti passivi e riporti attivi) e a medio/lungo termine sull'Attivo netto. Si osserva come solo per 19 commissionarie l'Attivo netto sia finanziato da indebitamento oneroso per valori superiori al 50%. Si rileva inoltre che al 30.6.1991 17 commissionarie non presentano debiti onerosi.

TAVOLA 52

INCIDENZA INDEBITAMENTO ONEROSO SU ATTIVO NETTO

INCIDENZA %	NUMERO COMMISSIONARIE
maggior dell'80%	4
tra 80 % e 50 %	15
tra 50 % e 30 %	22
tra 30 % e 10 %	23
tra 10 % e 5 %	12
tra 5 % e 0 %	25
0 %	17
100 %	118

Il patrimonio netto aggregato delle commissionarie al 30.6.1991 (comprensivo dell'utile netto) risulta pari a mld. 1.131, di cui mld. 686 sono costituiti da capitale sociale e mld. 445 da riserve patrimoniali. Si segnala inoltre che dal 30.6.1990 al 30.6.1991 sono stati effettuati 32 aumenti di capitale per complessivi mld. 131.

La tavola 53 mostra come al 30.6.1991 il 29% del patrimonio aggregato delle 118 commissionarie ammesse era di pertinenza di 3 sole società. Si osserva inoltre come più della metà delle commissionarie ammesse presenti un patrimonio netto compreso tra mld. 1 (minimo regolamentare) e mld. 5, con un'incidenza dell'11% sul totale.

TAVOLA 53

INCIDENZA PATRIMONIO NETTO PER CLASSE AL 30.6.1991
SU TOTALE PATRIMONI NETTI

PATRIMONIO NETTO	NUMERO COMMISSIONARIE	INCIDENZA SUL TOTALE
maggior di 100 mld	2	22 %
tra 100 e 50 mld	1	7 %
tra 50 e 20 mld	12	28 %
tra 20 e 10 mld	13	17 %
tra 10 e 5 mld	27	15 %
tra 5 e 1 mld	63	11 %
<i>Totale</i>	118	100 %

Il rispetto degli indici prescritti

I dati delle commissionarie al 30.6.1991 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) è insufficiente per 5 soggetti.

La tavola 54, relativa alla distribuzione delle commissionarie per classi di indice di situazione patrimoniale al 30.6.1990 e al 30.6.1991, evidenzia che il numero delle commissionarie per classe è diminuito, nel primo semestre 1991 rispetto al primo semestre 1990, in tutti gli intervalli esaminati, tranne in quelli riguardanti le commissionarie con indici tra 50 e 20, tra 20 e 10 e tra 2 e 1.

TAVOLA 54

**NUMERO COMMISSIONARIE PER CLASSE DI INDICE
DI SITUAZIONE PATRIMONIALE**

INDICE DI SITUAZIONE PATRIMONIALE	NUMERO COMMISSIONARIE	
	30.6.1990	30.6.1991
maggiore di 500	4	2
tra 500 e 100	1	2
tra 100 e 50	5	4
tra 50 e 20	8	15
tra 20 e 10	13	12
tra 10 e 5	17	25
tra 5 e 4	10	7
tra 4 e 3	14	9
tra 3 e 2	15	11
tra 2 e 1	19	26
minore di 1	3	5
	109	118

Mentre pertanto i dati del 1990 indicavano in modo univoco una tendenza generale al miglioramento dell'indice di situazione patrimoniale rispetto all'anno precedente per la generalità delle commissionarie, tale tendenza non si è manifestata in modo univoco nei dati al 30.6.1991.

Nel primo semestre del 1990 le commissionarie infatti hanno ridotto sostanzialmente la propria quota a rischio mediante la riduzione delle poste dell'attivo relative all'attività di credito e partecipazione e hanno migliorato il proprio indice patrimoniale rispetto al 1989.

Nel secondo semestre del 1990 l'indice è stato influenzato da una svalutazione del portafoglio titoli dovuta agli eventi internazionali (guerra del Golfo) che ha generato da una parte una diminuzione del patrimonio netto (numeratore dell'indice) e dall'altra una diminuzione della quota a rischio relativa al portafoglio (denominatore dell'indice). Gli effetti sul conto economico di tale svalutazione si sono manifestati in gran parte nei risultati semestrali al 31.12.1990.

Pertanto, la tendenza univoca al miglioramento dell'indice, manifestatasi nel primo semestre del 1990, non ha avuto seguito successivamente, dove la presenza di fattori diversi ha avuto effetti non univoci sulle varie classi di indice.

L'indice di situazione finanziaria (dato dal rapporto tra attività liquide e passività correnti) risulta ugualmente osservato dalla quasi totalità delle commissionarie (solo 6 dei 118 soggetti non rispettano il limite prescritto).

Il valore minimo di tale indice è stato aumentato da 0,80 a 1 con efficacia a decorrere dal mese di aprile 1991 dalla comunicazione 90/0007277 del 13.12.1990, per cui l'incremento del numero dei soggetti al disotto del valore minimo rispetto al 30.6.1990 è attribuibile al non tempestivo adeguamento della realtà finanziaria di alcune commissionarie ai nuovi parametri.

Peraltro al 31.12.1991, in base alle comunicazioni mensili, una sola commissionaria presentava un indice di situazione finanziaria inferiore al minimo, dovuto al peso dell'attività non tipica svolta dalla commissionaria stessa.

TAVOLA 55

**NUMERO COMMISSIONARIE PER CLASSE DI INDICE
DI SITUAZIONE FINANZIARIA**

INDICE DI SITUAZIONE FINANZIARIA	NUMERO COMMISSIONARIE	
	30.6.1990	30.6.1991
maggioré di 70	2	1
tra 70 e 20	6	5
tra 20 e 10	8	4
tra 10 e 5	3	12
tra 5 e 4	2	2
tra 4 e 3	5	6
tra 3 e 2	6	7
tra 2 e minimo (*)	75	75
insufficiente	2	6
	109	118

(*) Al 30.6.1990 il valore minimo richiesto era pari a 0,80. Al decorrere dall'aprile 1991 detto valore è stato aumentato a 1.

La citata comunicazione 90/0007277 del 13.12.1990 ha inoltre imposto ai soggetti in esame la determinazione giornaliera dell'indice di situazione finanziaria (rapporto tra attività liquide e passività correnti), l'immediata comunicazione in caso di insufficienza dell'indice e l'invio dello stesso con cadenza mensile a decorrere dal 1° aprile 1991.

Tali obblighi hanno validamente contrastato la precedente tendenza delle società commissionarie ad effettuare operazioni correttive della situazione finanziaria (quali rientri su scoperti, minori reimpieghi di liquidità) in concomitanza con le scadenze prescritte, in modo da presentare una situazione finanziaria più equilibrata quale base di calcolo dell'indice, per cui è stato possibile effettuare un monitoraggio ancora più puntuale dell'equilibrio finanziario delle commissionarie.

Mentre nel caso dell'indice di situazione patrimoniale i valori calcolati al 30.6.1991 sono estremamente differenziati ed il 73% dei soggetti ha un indice di gran lunga superiore al limite prescritto, per quanto riguarda l'indice di situazione finanziaria il 63,5% delle società presenta valori molto prossimi al minimo imposto dal regolamento. È pertanto ragionevolmente prevedibile che alcune di queste commissionarie possano in futuro avere dei problemi nel mantenimento dell'indice di situazione finanziaria al di sopra del minimo stabilito, in considerazione dei più restrittivi criteri di calcolo dell'indice stesso ai sensi dell'allegato 7/D al regolamento adottato il 2.7.1991 d'intesa dalla Banca d'Italia e dalla Consob, che prescrivono che le attività liquide siano computate al netto delle relative quote a rischio.

8.3 LE ATTIVITÀ ISTRUTTORIE

La legge istitutiva delle SIM, come è noto, ha concesso alle società commissionarie ammesse in borsa alla data di entrata in vigore della legge stessa un periodo transitorio (scadente il 31.12.1992) per adeguarsi alla nuova disciplina, congelando, peraltro, il numero dei posti stabiliti dai regolamenti per i soggetti della specie.

Alla data di entrata in vigore della legge (5 gennaio 1991) erano in istruttoria presso gli Uffici della Commissione complessive 17 istanze di nuove ammissioni negli antirecinti alle grida delle varie borse valori, e precisamente: 8 per Milano, 3 per Roma, 3 per Napoli, 2 per Palermo e 1 per Torino.

Alle società interessate non era dunque applicabile il periodo transitorio previsto dalla legge n. 1/1991 per le società già ammesse negli antirecinti alle grida; pertanto, le suddette diciassette società avrebbero potuto ottenere l'ammissione in borsa con l'obbligo tuttavia di effettuare la trasformazione in SIM entro il 31 dicembre 1991, a pena della interruzione dell'attività.

Riguardo alle 17 società interessate, nel corso del 1991 sono state disposte otto nuove ammissioni, di cui 3 a Milano, 2 a Roma, 2 a Napoli e 1 a Palermo; sono state rigettate tre istanze di società risultate prive dei requisiti prescritti, mentre le sei rimanenti società hanno di fatto ritirato la relativa istanza e tre di queste, effettuata la trasformazione in SIM, hanno ottenuto l'iscrizione all'Albo.

La situazione delle società commissionarie presso le singole borse, alla data di inizio di operatività delle SIM, è risultata pertanto la seguente:

TAVOLA 56

BORSE VALORI %	COMMISSIONARIE AMMESSE AL 31.12.1991
BOLOGNA	2
FIRENZE	3
GENOVA	7
MILANO	65
NAPOLI	—
PALERMO	—
ROMA	18
TORINO	14
TRIESTE	2
VENEZIA	2
TOTALI	113(*)

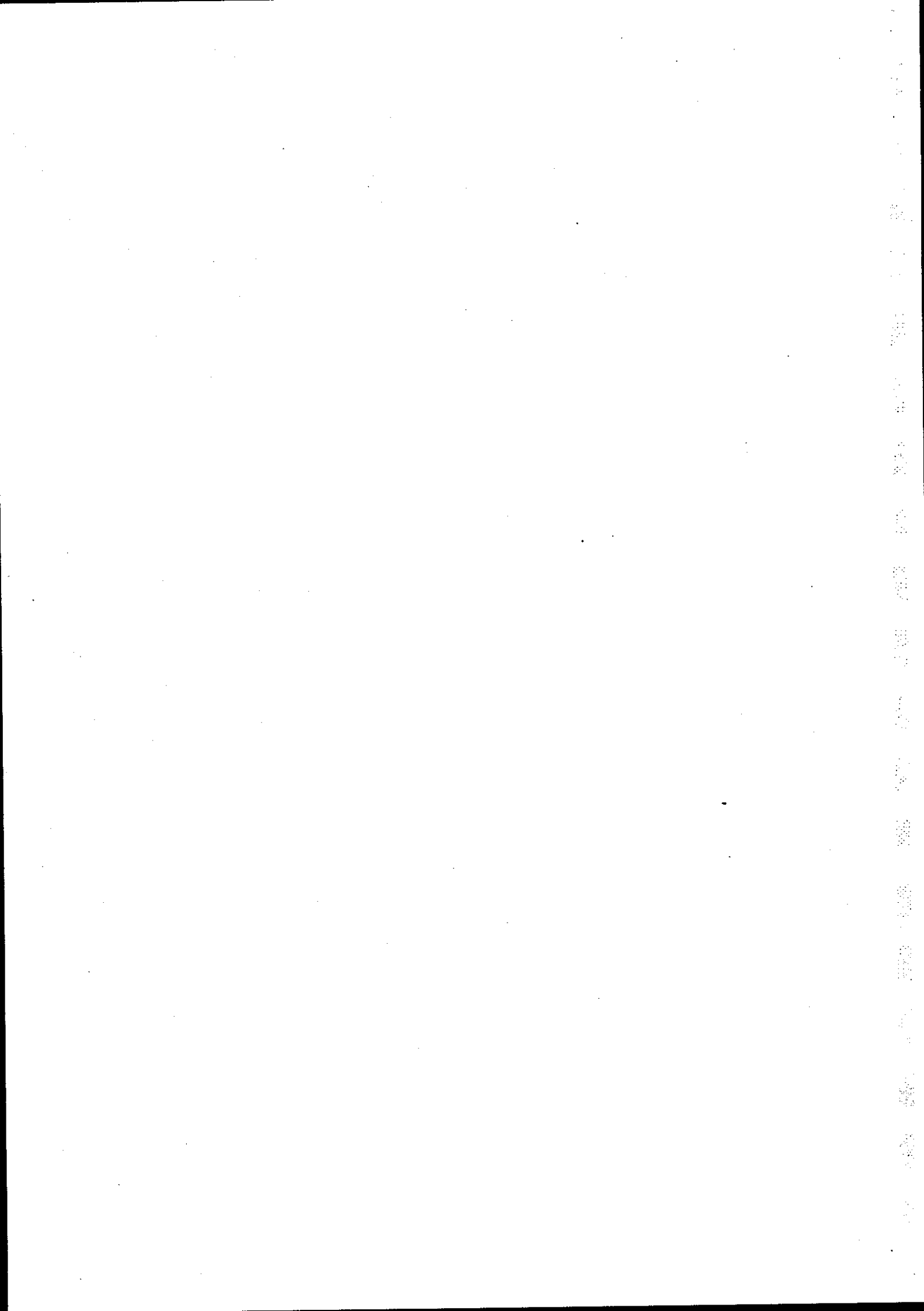
(*) Per complessivi 103 soggetti, in quanto alcune commissionarie sono ammesse presso più borse valori.

Nell'ambito delle ulteriori attività istruttorie relative alle commissionarie di borsa, sono stati adottati i seguenti altri provvedimenti:

- esauriti gli accertamenti ispettivi e i supplementi di istruttoria resisi necessari, è stata disposta la conferma dell'ammissione negli antirecinti di due commissionarie di Torino in esito alla trasformazione in s.p.a. dalle stesse operata al fine di adeguarsi a quanto prescritto dal regolamento adottato con delibera n. 3267 del 23 febbraio 1988;
- è stato autorizzato il subentro presso la borsa valori di Roma di due società commissionarie in luogo delle rispettive controllanti, le quali avevano dovuto effettuare lo scorporo dell'attività di intermediazione in società neocostituite per adeguarsi alla

nuova disciplina adottata con il citato regolamento (che aveva introdotto, tra l'altro, come ampiamente riferito nelle precedenti Relazioni, l'esclusività dell'attività di intermediazione in titoli e l'obbligo del rispetto di indici di situazione patrimoniale e finanziaria);

- è stata disposta l'estensione presso la borsa valori di Milano di due società commissionarie di Genova e di una società commissionaria di Roma;
- sono state approvate le nomine di dodici rappresentanti e di sei sostituti rappresentanti in borsa di altrettante società;
- sono stati adottati cinque provvedimenti di conferma dell'ammissione in esito a modifica della denominazione sociale;
- nell'ambito dell'attività di controllo è stato disposto, in via cautelare, il ritiro delle tessere di ingresso in borsa nei confronti di tre società sottoposte ad accertamenti ispettivi. Ad una delle società interessate, in relazione agli esiti degli accertamenti stessi, è stata poi revocata l'ammissione. Sono stati altresì adottati due provvedimenti di sospensione dell'ammissione, ed è stata disposta la revoca dell'ammissione di due società delle quali una per perdita dei requisiti patrimoniali prescritti e l'altra per rinuncia della commissionaria stessa, per cessazione dell'attività.



CAPITOLO II

LA RIFORMA DELLA BORSA

Il 2 gennaio 1991, dopo quasi tre anni di *iter* parlamentare, il disegno di legge in tema di «Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari» è stato finalmente tradotto in legge. Sulla importanza di tale legge e sulle implicazioni che essa non mancherà di avere ai fini dello sviluppo e dell'assetto del mercato mobiliare italiano si è dato ampio cenno nelle passate Relazioni; nella presente Relazione ci si soffermerà pertanto in particolare sullo stato di attuazione della legge.

1. Lo stato di attuazione della legge 2 gennaio 1991, n. 1

Come è noto, la legge in discorso, nel dettare la disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare, ha delegato alla Consob ed alla Banca d'Italia l'emanazione di norme di attuazione in numerose materie.

I primi interventi attuativi risalgono al mese di luglio dello scorso anno. In quell'occasione la Commissione ha emanato disposizioni in tema di:

- a) disciplina dell'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare (art. 2, comma 4, ed art. 9, commi 2, 3, 6, 14 e 17 della legge);
- b) disciplina dell'iscrizione delle SIM e delle società fiduciarie all'Albo (art. 3, comma 3, della legge);
- c) disciplina dei criteri di redazione e delle modalità di pubblicazione del documento informativo da trasmettere ai clienti (art. 6, comma 1, lett. b), della legge);
- d) disciplina dell'attività delle SIM autorizzate alla sollecitazione del pubblico risparmio al di fuori della sede legale o amministrativa principale (art. 2, commi 2 e 8, della legge n. 1/1991 ed art. 18 *ter*, comma 3, della legge n. 216/1974 e successive modificazioni ed integrazioni);
- e) disciplina dei criteri di redazione dei rendiconti periodici relativi all'attività di gestione di patrimoni (art. 8, comma 1, lett. h) della legge);
- f) determinazione dei requisiti di onorabilità e professionalità richiesti per partecipare all'esame di abilitazione a negoziare valori mobiliari nei mercati regolamentati per conto di SIM, nonché delle modalità di svolgimento di tale esame (art. 7, comma 3, della legge);
- g) disciplina dell'attività dei promotori di servizi finanziari, nonché istituzione e tenuta del relativo Albo (art. 5 della legge);
- h) approvazione del modello per la comunicazione di partecipazioni rilevanti al capitale di SIM e società fiduciarie iscritte all'Albo (art. 4, comma 1, ed art. 17 della legge);
- i) determinazione della misura percentuale massima delle commissioni applicabili allo svolgimento dell'attività di negoziazione per conto terzi sui mercati regolamentati, nonché all'attività di raccolta di ordini (art. 7, comma 5, della legge);

- f) istituzione dell'elenco relativo al personale non direttivo, già dipendente alla data del 31 ottobre 1990, di agenti di cambio e loro procuratori alle grida che cessino le attività entro il 31 dicembre 1992 (art. 18, commi 10 e seguenti, della legge).

Le disposizioni di cui alle precedenti lettere b), c), d), e) ed f) sono state accorpate nel «Regolamento di esecuzione di alcune norme della legge 2 gennaio 1991, n. 1, concernenti le SIM ed altri intermediari mobiliari» approvato con delibera n. 5386/1991. Gli altri due regolamenti emanati dalla Commissione nel mese di luglio contengono:

- le regole di comportamento degli intermediari e delle società di gestione di fondi comuni di investimento, i limiti all'attività di gestione in titoli del gruppo, la detenzione di valori mobiliari da parte delle SIM, i protocolli di autonomia gestionale («Regolamento disciplinante l'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare» approvato, d'intesa con la Banca d'Italia, con delibera n. 5387/1991);
- le disposizioni relative ai promotori di servizi finanziari («Regolamento concernente l'Albo e l'attività dei promotori di servizi finanziari» approvato con delibera n. 5388/1991).

Le disposizioni di cui alle precedenti lettere h), i) ed l) sono infine rispettivamente contenute nelle delibere nn. 5372/1991, 5390/1991 e 5391/1991. Alle disposizioni citate vanno ancora aggiunte quelle emanate dalla Banca d'Italia d'intesa con la Consob in tema di:

- capitale minimo iniziale delle SIM, attività connesse e strumentali, separazione organizzativa e contabile, coefficienti minimi di patrimonio, di liquidità e di concentrazione, forme tecniche dei bilanci e delle situazioni periodiche, redazione delle statistiche finanziarie;
- limiti di investimento dei fondi comuni mobiliari in titoli emessi o collocati da società facenti parte del gruppo di appartenenza della società di gestione.

* * *

Premesso che con l'emanazione delle citate disposizioni la Commissione ha assolto, nei termini previsti, ad un preciso obbligo stabilito dalla legge n. 1/1991 (art. 18, comma 1, della legge), occorre rilevare che dette disposizioni costituiscono solo una prima attuazione, ancorché di sicuro rilievo per quantità e contenuti, di quanto stabilito dalla legge stessa. Alla data del 2 luglio scorso restavano, infatti, da esercitare i poteri e le attribuzioni regolamentari contenute nel Titolo II della legge, concernenti la modifica degli assetti organizzativi e di funzionamento della borsa valori e del mercato ristretto e l'istituzione di nuovi mercati.

Con riferimento a queste ultime materie sembrano necessarie alcune precisazioni. A torto il Titolo II della legge n. 1/1991 è stato oggetto di minore attenzione da parte della generalità dei commentatori, maggiormente interessati alla disciplina dei nuovi intermediari. La disciplina dei mercati organizzati costituisce, invece, a tutti gli effetti, il naturale completamento della normativa di legge e di regolamento concernente le SIM. Ad essa, infatti, spetta definire, nella stessa ottica di tutela dei risparmiatori e di efficienza, correttezza e sicurezza delle transazioni, le modalità attraverso le quali gli intermediari devono provvedere alla pubblica formazione dei prezzi dei valori mobiliari.

Di grande rilievo appaiono quindi le disposizioni da emanare in forza del Titolo II della legge: in primo luogo alla Commissione è stato conferito un potere assai ampio in materia di organizzazione degli scambi e di determinazione delle modalità di negoziazione in borsa, anche per ciò che attiene alle eventuali strutture telematiche ed informatiche eventualmente necessarie per lo svolgimento delle contrattazioni. In particolare, 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 mobiliari, ovvero singoli contratti siano negoziati con il tradizionale sistema dell'asta a chiamata, ovvero dell'asta continua, ovvero ancora con quello delle offerte pubbliche competitive di operatori in proprio (*dealers*), in modo da uniformare la struttura dell'intero mercato borsistico nazionale ad un criterio di massima elasticità di funzionamento.

Parallelamente all'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 una apposita rete telematica. Il primo passo in questa direzione è peraltro già stato compiuto: il 23 novembre 1991, infatti, la Commissione con delibera n. 5564 ha approvato il «Regolamento per il funzionamento del sistema telematico delle borse valori italiane» e pochi giorni dopo sono iniziate le contrattazioni in forma completamente computerizzata di un primo lotto di titoli quotati.

Nel frattempo, in data 14 novembre, con delibera n. 5552, la Consob aveva emanato un altro importante regolamento, concernente la negoziazione di valori mobiliari fuori dei mercati regolamentati, in cui sono tra l'altro disciplinate le contrattazioni di blocchi e di spezzature e le modalità per il *reporting* al mercato, alla Consob ed ai singoli clienti delle operazioni eseguite fuori borsa.

Altre importanti innovazioni introdotte dalla nuova legge, anch'esse di importanza fondamentale per lo sviluppo dell'intero mercato mobiliare italiano, riguardano:

- 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. Di rilievo appare la circostanza che tale previsione comporterà, tra l'altro, la possibilità di assoggettare a specifica regolamentazione anche il complesso degli scambi che oggi alimentano il cd. terzo mercato;
- l'introduzione dei cd. *futures* e delle *options*;
- la riforma del sistema di compensazione, garanzia e liquidazione delle operazioni in valori mobiliari.

Anche su queste materie, e sugli aspetti ad esse connessi, la Commissione ha già avviato un'intensa riflessione al fine di addivenire, in tempi brevi, ad una totale riorganizzazione del mercato mobiliare nazionale, nella convinzione che essa risulta oggettivamente urgente sia, all'interno, sotto il profilo delle concrete esigenze di operatori ed investitori sia, a livello internazionale, per recuperare una maggiore competitività del nostro mercato.

* * *

Le norme regolamentari emanate dalla Consob in attuazione della legge n. 1/1991 hanno formato oggetto di ampia illustrazione in occasione dell'approvazione dei relativi regolamenti. In questa sede pare, quindi, utile soffermarsi sulle disposizioni maggiormente innovative ai fini dello svolgimento delle attività di intermediazione mobiliare.

2. Il regolamento disciplinante l'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare

2.1 PREMESSA

Negli ultimi anni, la regolamentazione dei comportamenti degli intermediari mobiliari è stata oggetto di importanti innovazioni legislative nei principali mercati europei. Nel 1986, in Inghilterra, il *Securities and Investment Board-SIB* ha emanato un sistema compiuto di regole di condotta applicabili all'attività di intermediazione mobiliare e, qualche tempo dopo, anche la *Commission des Opérations de Bourse-COB* francese ha compiuto un notevole sforzo finalizzato a dare alla disciplina in esame una migliore collocazione e qualificazione giuridica.

In ambito internazionale, il tema della disciplina dei comportamenti degli intermediari mobiliari, in ragione della sempre più spinta internazionalizzazione e globalizzazione degli scambi, ha formato oggetto di un complesso dibattito (cfr. anche i lavori della Conferenza Annuale dello *International Organisation of Securities Commissions-IOSCO* tenutasi a Venezia nel 1989) che ha portato, dapprima, ad una serie di lavori bilaterali tra il SIB inglese e la COB francese e, successivamente, alla formazione di un apposito gruppo di lavoro costituito in seno alla IOSCO, cui hanno partecipato rappresentanti degli organi di controllo dei princi-

pali mercati mobiliari mondiali (tra cui anche la Consob), finalizzato all'individuazione di una serie di principi di comportamento aventi carattere generale che dovrebbero regolare l'attività delle imprese di investimento con particolare riguardo alla tutela degli interessi della clientela ed alla salvaguardia dell'integrità del mercato.

Infine, anche a livello comunitario si sono registrate importanti iniziative dirette ad una prima armonizzazione dei principi che devono sottostare all'attività degli intermediari mobiliari; sull'onda delle proposte avanzate in tal senso da paesi quali la Francia, la Spagna, il Portogallo, il Belgio e l'Italia è stato, infatti, deciso di inserire nell'ambito delle disposizioni concernenti la Proposta di direttiva del Consiglio CEE in materia di servizi di investimento apposite disposizioni miranti ad uniformare l'attività regolamentare dei paesi membri in tema di disciplina delle attività e dei comportamenti degli intermediari mobiliari ad una serie di principi di condotta generali.

* * *

La Consob, nell'ambito delle competenze ad essa attribuite dall'ordinamento in tema di regolamentazione e di vigilanza del mercato mobiliare e degli operatori, ha sempre prestato la migliore attenzione al problema dei comportamenti degli intermediari mobiliari nei rapporti sia con la clientela che con le altre contropartite di borsa.

Dati peraltro i limiti dei propri poteri regolamentari all'epoca vigenti, a cavallo tra il 1986 ed il 1987, la Commissione ha promosso dapprima una iniziativa intesa a favorire presso le associazioni degli intermediari interessate l'introduzione di un «codice di autoregolamentazione» cui gli intermediari stessi si sarebbero dovuti autonomamente assoggettare.

Successivamente, la Consob produsse un articolato progetto di riforma del mercato borsistico (più noto come «Linee di progetto per una riforma del mercato borsistico) nel quale, oltre a svolgere un'analisi delle principali carenze di funzionamento dei mercati e delle lacune del sistema normativo riguardante la disciplina delle attività di intermediazione mobiliare, venivano formulate concrete ed organiche proposte di riforma con l'obiettivo prevalente di garantire, anche attraverso la disciplina dei comportamenti, una maggior tutela dei risparmiatori e di eliminare le inefficienze che obiettivamente limitano e condizionano un ordinato sviluppo del mercato dei servizi finanziari in Italia (cfr. «Linee di progetto», par. 11.2, «La disciplina delle attività di intermediazione per la trasparenza e correttezza dei rapporti con la clientela e la prevenzione del verificarsi di situazioni di conflitto di interessi - a seguito dello svolgimento congiunto di più funzioni di intermediazione»).

La Commissione, pertanto, ancor prima dell'emanazione della legge n. 1/1991, aveva avviato un intenso lavoro di approfondimento delle problematiche concernenti i comportamenti degli intermediari mobiliari anche al fine di agevolare i lavori in sede di emanazione della normativa regolamentare. In tale ambito sono stati effettuati studi ed analisi delle discipline in vigore all'estero e si sono seguite, anche direttamente (come nel caso dei lavori della IOSCO e di quelli in sede CEE), le evoluzioni registratesi a livello internazionale. In tale ambito si è tenuto in particolar modo conto delle disposizioni in vigore nel Regno Unito, negli Stati Uniti, in Francia e, in generale, in tutti i più sviluppati mercati mobiliari. Tra le discipline analizzate, quelle che si sono dimostrate più utili e dalle quali sono stati tratti gli spunti di maggior rilievo quantitativo e qualitativo sono sicuramente quella inglese (per la sua vastità, analiticità ed esaustività) e quella francese (più coerente con il modello di mercato adottato dalla legge n. 1/1991).

* * *

Il regolamento di cui qui si dà conto consta di 56 articoli ed è suddiviso in sei Titoli.

Il Titolo I - Disposizioni a carattere generale - contiene i principi e regole generali di comportamento, le disposizioni inerenti ai rapporti con i clienti, le norme sull'organizzazione e le procedure interne, gli obblighi di registrazione degli ordini, delle operazioni eseguite e dei reclami.

Il Titolo II - Norme per lo svolgimento delle singole attività di intermediazione mobiliare - disciplina l'esercizio, anche congiunto, delle attività di negoziazione, collocamento, gestione di patrimoni, consulenza e raccolta di ordini.

Il Titolo III - Regole di comportamento relative alle società di gestione dei fondi comuni di investimento di cui alla legge 23 marzo 1983, n. 77 - dà attuazione al disposto dell'art. 9, comma 14, della legge n. 1/1991.

Il Titolo IV - Criteri per la detenzione di valori mobiliari da parte delle società di intermediazione mobiliare - detta le regole in base alle quali, coerentemente con le analoghe disposizioni emanate dalla Banca d'Italia, è consentito acquisire partecipazioni, effettuare investimenti del patrimonio, detenere proprie posizioni in valori azionari quotati e non quotati.

Il Titolo V - Protocolli di autonomia gestionale delle società di intermediazione mobiliare e delle società di gestione dei fondi comuni - stabilisce i modelli dei protocolli di autonomia e le incombenze connesse con la loro predisposizione ed aggiornamento.

Infine, il Titolo VI detta le Disposizioni finali e transitorie.

2.2 II TITOLO I - DISPOSIZIONI A CARATTERE GENERALE

2.2.1 Il Capo I - Fonti normative e definizioni

Il Titolo I risulta composto da cinque Capi; il primo di essi contiene l'elencazione delle norme di cui alla legge n. 1/1991 in base alle quali il regolamento è emanato, l'ambito di applicazione del regolamento stesso e, infine, una serie di definizioni concernenti i termini maggiormente ricorrenti nell'ambito del disposto normativo ovvero quelli che necessitavano di una qualche esplicitazione ai fini dell'interpretazione delle norme.

2.2.2 Il Capo II - Principi e regole generali di comportamento

Nel Capo II sono dettate alcune norme di carattere generale. Al riguardo si rendono necessarie alcune precisazioni.

In queste ed in altre successive disposizioni del regolamento sono ripetuti alcuni principi e norme di comportamento già disciplinati dalla legge n. 1/1991. Tale circostanza non è casuale, ma ha formato oggetto di approfondita analisi e riflessione al termine delle quali si è ritenuto opportuno, in talune ipotesi, replicare le norme di legge al fine di chiarirne la portata, le fattispecie di applicazione e, eventualmente, circoscriverne o estenderne l'applicazione.

L'articolo 3 - Principi generali di comportamento - contiene alcuni principi di carattere generale; in particolare, gli intermediari autorizzati dovranno rispettare le regole di funzionamento proprie dei mercati in cui operano, in modo da assicurare la parità di trattamento di tutti i clienti e disporre di una adeguata conoscenza dei valori mobiliari oggetto dei propri servizi e della situazione economica e finanziaria dei relativi emittenti.

Nell'articolo 4 - Conflitti di interessi - si affronta uno dei temi più importanti della nuova normativa, quello appunto del conflitto di interessi; conflitto che, peraltro, si ritiene di aver sottoposto a regolamentazione, non solo con la disposizione in esame, ma con l'intero costruito del regolamento. Oltre a ribadire ed a chiarire i modi in cui le operazioni in conflitto di interessi devono essere rese trasparenti per i clienti, si è in questo ambito imposto agli intermediari autorizzati un obbligo generale di vigilanza al fine dell'individuazione delle fattispecie di conflitto.

L'articolo 5 - Remunerazione - infine, detta disposizioni in ordine ai modi di remunerazione ed alla trasparenza degli stessi. Da una parte si impone, in attuazione del principio generale della correttezza, che il compenso che l'intermediario richiede al cliente risulti sempre ispirato a criteri di congruità e ragionevolezza; dall'altro si stabilisce fermamente il principio che, ferma restando l'applicazione delle commissioni e delle spese, i prezzi praticati alla clientela devono sempre corrispondere a quelli pagati o ricevuti dall'intermediario; come corollario si è, infine, ritenuto di dover vietare ogni forma di retrocessione delle commissioni tra intermediari.

2.2.3 Il Capo III - Rapporti con i clienti

Nel Capo III sono contenute le più importanti disposizioni attinenti alla materia dei comportamenti che gli intermediari devono tenere nei rapporti con la propria clientela.

La filosofia che sottende alle disposizioni che qui si commentano poggia sull'assunto, di cui è permeata l'intera legge n. 1/1991, che la domanda degli investitori più che domanda di titoli è una domanda di assistenza nella gestione del loro portafoglio di attività finanziarie. Tale assistenza può estrinsecarsi di volta in volta nella esecuzione di un ordine, nella prestazione di un servizio di consulenza o di un servizio di gestione patrimoniale, ma di fatto ogni separazione è astratta e nella realtà il servizio richiesto risulta un *mix* di tutte le attività. Per tali motivi, l'assistenza che gli intermediari devono offrire alla propria clientela non può che essere continuativa e globale, indipendentemente dalle attività di intermediazione effettivamente svolte.

Il Capo si apre con l'articolo 6 - Informazioni relative ai clienti - con cui si è dato contenuto al principio stabilito dall'art. 6, comma 1, lett. d), della legge che impone agli intermediari di acquisire le informazioni sulla situazione finanziaria e sugli obiettivi di investimento del cliente. Ai fini indicati gli intermediari dovranno altresì predisporre e tenere aggiornata una scheda da allegare al contratto, intestata ad ogni singolo cliente, in cui saranno contenute le più rilevanti informazioni di cui l'intermediario stesso abbisogna per una corretta conduzione dell'attività. È stata peraltro prevista anche la possibilità che l'investitore, per ragioni di riservatezza, si rifiuti di comunicare le suddette informazioni.

Nel successivo articolo 7 - Informazioni dovute ai clienti - sono elencate le informazioni ed avvertenze minimali che gli intermediari devono rilasciare alla clientela. Innanzitutto, gli intermediari devono, preliminarmente alla conclusione del contratto, consegnare copia del documento informativo e, ove previsto, copia del prospetto informativo; in secondo luogo, è stabilito che gli intermediari non possono prestare servizi di intermediazione se non dopo aver fornito al cliente ogni informazione necessaria sulla natura, sui rischi e su ogni atto, fatto o circostanza di rilievo. Si è ritenuto, infatti, che una corretta informazione del cliente, soprattutto per ciò che attiene ai rischi delle menzionate operazioni, non potesse essere realizzata *una tantum*, ma necessitasse di continua alimentazione, anche al fine di meglio parametrarla alle diverse possibili situazioni, ed alle relative evoluzioni, proprie di ogni singolo investitore.

Nell'articolo 8 sono stati ribaditi e meglio chiariti i divieti, già contenuti nell'art. 6 della legge, di non consigliare od eseguire operazioni con frequenza o di dimensioni eccessive (il cd. *churning*); il parametro cui fare costantemente riferimento per la valutazione delle fattispecie di violazione è stato individuato nelle informazioni sui clienti acquisite ai sensi dell'art. 6.

Nell'articolo 9 - Contratti con i clienti - si è individuato, anche al fine di meglio chiarire già in sede contrattuale i diritti e gli obblighi delle parti contraenti ed i limiti imposti alla discrezionalità dell'intermediario, il contenuto minimale dei contratti. Accanto ad una serie di clausole obbligatorie, variabili in relazione ai differenti servizi offerti, si sono poi inserite alcune avvertenze specifiche concernenti i rischi connessi con determinate operazioni o valori mobiliari.

Nell'articolo 10 - Offerta dei servizi di intermediazione e sollecitazione del pubblico risparmio - sono definiti i limiti e le condizioni alle quali le società di intermediazione si avvalgono nell'offerta di propri servizi dei promotori finanziari.

L'articolo 11 - Operazioni non adeguate per i clienti - in applicazione dell'obbligo generale di informazione sui rischi delle operazioni e coerentemente con la figura di un intermediario che, indipendentemente dalle singole attività svolte, ha nei confronti dei clienti un obbligo di sorveglianza e di continua valutazione della corrispondenza delle singole operazioni ad obiettivi di investimento e di rischiosità predefiniti dai clienti stessi, vieta agli intermediari di eseguire ordini che con quegli obiettivi non sono coerenti se non dopo aver espletato una particolare procedura finalizzata all'accertamento della consapevolezza, in capo all'investitore, delle possibili conseguenze derivanti dall'esecuzione delle operazioni.

Il successivo articolo 12 - Informazioni sulle operazioni eseguite - impone agli intermediari di dare tempestivamente conto al cliente, tramite apposita nota informativa, dell'esecu-

zione degli ordini di negoziazione o di sottoscrizione che questi ha precedentemente impartito. Con la disposizione in esame, tra l'altro, si è data attuazione al dettato dell'art. 9, comma 2, lett. a), della legge n. 1/1991 che impegnava la Commissione a garantire «la trasparenza dei prezzi di acquisto e di vendita, delle commissioni e di ogni altro onere a carico dei clienti». Altra importante innovazione contenuta nell'articolo in esame (comma 4) è quella che vieta l'elezione da parte dei clienti del proprio domicilio presso i promotori finanziari; la passata esperienza ha mostrato, infatti, che una tale prassi rende praticamente impossibile al cliente la conoscenza effettiva e tempestiva dei risultati delle operazioni disposte.

L'articolo 13 - Rapporti tra intermediari e speciali categorie di clienti - individua le disposizioni regolamentari che non trovano applicazione nei rapporti tra intermediari autorizzati ed operatori qualificati (investitori istituzionali, altri intermediari anche esteri, società di gestione di fondi comuni, società finanziarie, compagnie di assicurazione, ecc.); tali operatori, infatti, in quanto dotati di specifiche competenze ed esperienze in materia di operazioni in valori mobiliari, necessitano di un minor livello di tutela e, pertanto, nei loro confronti l'applicazione di talune disposizioni (segnatamente quelle concernenti la conoscenza del cliente, le avvertenze sui rischi ed i conflitti di interessi) non è stata ritenuta necessaria.

Le disposizioni dell'articolo 14 - Messaggi pubblicitari - stabiliscono, infine, che, ferma restando la disciplina concernente la sollecitazione del pubblico risparmio, la pubblicità dei servizi di intermediazione mobiliare non deve contenere informazioni fuorvianti o comunque non coerenti con il documento informativo e che in ogni messaggio pubblicitario siano sempre indicati gli estremi dell'autorizzazione ricevuta.

2.2.4 Il Capo IV - Organizzazione e procedure interne

Con il Capo IV si è data attuazione al disposto dell'art. 6, comma 1, lett. h), in cui è stabilito che gli intermediari predispongano ed osservino procedure organizzative idonee ad assicurare il controllo interno sulla propria attività e su quella dei propri dipendenti, a tal fine tenendo anche conto del tipo e della frequenza dei reclami presentati dalla clientela, e dell'art. 9, comma 2, lett. b), della legge, che attribuisce alla Consob il compito di garantire che nello svolgimento delle diverse attività di intermediazione mobiliare non si abbia scambio di informazioni e di responsabilità di gestione tra chi opera nelle diverse attività.

Ai fini indicati si è innanzitutto stabilito che (articolo 15 - Procedure interne) gli intermediari predispongano apposite procedure concernenti lo svolgimento delle singole attività di intermediazione; tali procedure dovranno, tra l'altro, garantire l'indipendenza decisionale dei responsabili delle strutture organizzative preposte allo svolgimento delle diverse attività e che non si verifichino scambi di informazioni concernenti le diverse attività svolte e che alle informazioni abbia accesso esclusivamente personale autorizzato. In questo campo si è lasciata agli intermediari una sostanziale libertà decisionale; si è ritenuto, infatti, che il compito dell'Autorità di controllo debba limitarsi alla mera verifica della coerenza delle procedure aziendali con le disposizioni di legge e di regolamento applicabili all'attività svolta e non possa (e non debba) incidere in alcun modo sullo svolgimento dell'attività di impresa.

Stante quanto sopra, spetterà in primo luogo agli intermediari il compito di vigilare sul rispetto delle procedure e sull'attività dei propri dipendenti e degli eventuali promotori finanziari (articolo 16 - Controllo delle procedure organizzative). A tal fine andrà individuato all'interno dell'organigramma aziendale un responsabile del controllo interno.

Nell'articolo 17 - Formazione ed aggiornamento dei dipendenti e collaboratori - si stabilisce poi l'obbligo a carico degli intermediari di promuovere la formazione professionale dei propri dipendenti e promotori finanziari, nonché di assicurare il loro costante aggiornamento in ordine alla disciplina legislativa, di regolamento ed interna applicabile. Agli stessi dipendenti e collaboratori, così come pure ai componenti gli organi amministrativi, sono poi riferiti alcuni obblighi di comportamento specifici (articolo 18 - Regole di comportamento dei componenti gli organi amministrativi e dei dipendenti), con particolare riferimento alla riservatezza sulle informazioni di carattere confidenziale acquisite dai clienti.

In questo contesto, particolare attenzione è stata altresì posta alle operazioni di investimento effettuate per proprio conto dai dipendenti ed amministratori; poiché le stesse sono quelle potenzialmente più pericolose, sia sotto il profilo del corretto trattamento della clientela che sotto quello dell'*insider trading*, è stato richiesto agli intermediari autorizzati di regolarne l'effettuazione con apposite procedure interne.

Nell'articolo 19 - Reclami - sono, infine, contenute le disposizioni concernenti la trattazione dei reclami presentati dalla clientela.

2.2.5 Il Capo V - Obblighi di registrazione

La disciplina regolamentare degli obblighi di registrazione trova la propria fonte nell'art. 9, comma 2, lett. f), della legge; essa, come è facile intuire, costituisce momento fondamentale della regolamentazione soprattutto ai fini del controllo del rispetto delle altre regole emanate.

Il Capo V si apre con l'articolo 20 - Annotazione degli ordini ricevuti - con il quale si impone agli intermediari di trascrivere immediatamente ogni ordine ricevuto anche telefonicamente in una apposita scheda, numerata progressivamente, in cui sono contenuti i dati essenziali dell'operazione da effettuare (nome del cliente, data e ora di ricevimento dell'ordine e suo numero progressivo, tipo di operazione, quantità ed oggetto, ecc.). Gli obblighi di annotazione summenzionati, peraltro coerenti con le prassi già in uso presso numerosi intermediari, si rendono necessari, da un lato, per consentire una migliore gestione operativa dell'attività di negoziazione e di collocamento e, dall'altro, ai fini del controllo della corretta esecuzione degli ordini e del rispetto delle relative priorità.

L'articolo 21 - Registro delle operazioni - impone agli intermediari di istituire un apposito registro in cui sono cronologicamente annotati i dati essenziali (cliente, ora e data di ricevimento dell'ordine, tipo di ordine, oggetto e quantità, data e ora di esecuzione, ecc.) delle operazioni eseguite.

Analoghi obblighi di annotazione e registrazione dei reclami scritti presentati dai clienti sono disposti nell'articolo 22 - Obblighi di registrazione e conservazione dei reclami. L'ultimo comma dell'articolo stabilisce altresì alcuni obblighi di comunicazione alla Consob dei dati essenziali concernenti i reclami ricevuti dall'intermediario nel corso di ogni anno solare; la numerosità dei reclami costituisce, infatti, un importante parametro di valutazione ai fini della vigilanza e della conseguente valutazione della correttezza dei comportamenti degli intermediari.

Con l'articolo 23 - Accesso dei clienti alla documentazione ed alle registrazioni - si ribadisce il diritto dei clienti di prendere visione (o acquisire copia) di tutta la documentazione in possesso dell'intermediario e di tutte le registrazioni da questi effettuate che li riguardano.

2.3 IL TITOLO II - NORME PER LO SVOLGIMENTO DELLE SINGOLE ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

2.3.1 Il Capo I - Negoziazione

La prima, e fondamentale, regola di comportamento da osservare nello svolgimento dell'attività di negoziazione (articolo 24 - Esecuzione degli ordini) è quella, cosiddetta, della *best execution*. Secondo tale norma, che costituisce applicazione pratica all'attività in parola del più generale principio di cura degli interessi della clientela, gli intermediari devono eseguire gli ordini alle migliori condizioni possibili; tali condizioni andranno individuate tenendo conto di una serie di parametri quali il prezzo, le dimensioni dell'ordine, gli altri oneri di competenza del cliente, l'affidabilità della controparte, ecc.. È chiaro, peraltro, che, in regime di concentrazione delle negoziazioni e tenendo conto della circostanza che i meccanismi di funzionamento di mercato garantiscono sempre e comunque qualità e significatività dei prezzi, pronta esecuzione delle operazioni, sicurezza di controparte e di liquidazione, ogni operazio-

ne eseguita su un mercato regolamentato è, per sua stessa natura, da considerarsi come effettuata alle migliori condizioni.

L'articolo 25 - Esecuzione degli ordini sui mercati regolamentati - ribadisce, chiarendo in funzione delle diverse categorie di titoli (quotati, negoziati in altri mercati, di stato, ecc.) i rapporti tra intermediari autorizzati alla negoziazione ed aventi accesso ai mercati regolamentati e intermediari che non lo sono, il principio della concentrazione delle negoziazioni sancito dall'art. 11 della legge.

Nell'articolo 26 - Negoziazioni aventi ad oggetto valori mobiliari non negoziati nei mercati regolamentati - è disciplinata la negoziazione di titoli del cd. terzo mercato. Poiché tali titoli non sono attribuiti ad alcun mercato regolamentato, per essi trova innanzitutto applicazione il principio della *best execution*. In secondo luogo, viene disciplinato il caso in cui gli intermediari intervengano nelle negoziazioni in qualità di operatori in proprio; in tal caso essi dovranno preventivamente rendere note le condizioni alle quali sono disposti a comperare o a vendere i valori mobiliari oggetto dell'operazione. Al fine di un opportuno monitoraggio delle negoziazioni che si svolgono fuori mercato, gli intermediari sono tenuti a particolari obblighi di comunicazione nei confronti della Commissione.

Alle negoziazioni aventi ad oggetto titoli di stato o garantiti dallo stato (articolo 27) effettuate fuori borsa si applicano infine le stesse disposizioni stabilite per i titoli che non sono negoziati su mercati regolamentati.

I successivi articoli 28 - Rifiuto di eseguire un ordine -, 29 - Priorità nell'esecuzione degli ordini - e 30 - Contratti di riporto - apportano alcune modifiche alle prassi vigenti, finalizzate a garantire più ampia tutela agli investitori e regolarità di funzionamento al mercato. In particolare, le disposizioni concernenti i riporti prevedono che il finanziamento concesso risulti proporzionato ai titoli presi a riporto; in caso contrario, infatti, si porrebbe in essere un'attività di custodia e deposito di titoli fuori delle disposizioni e delle cautele (autorizzazione e regolamento emanato ai sensi dell'art. 9, comma 4, lett. d), della legge n. 1/1991) che la legge ha apprestato.

2.3.2 Il Capo II - Collocamento

La disciplina è contenuta negli articoli 31 - Collocamento e distribuzione di valori mobiliari - e 32 - Obblighi di annotazione e registrazione -. Nella prima delle citate disposizioni si richiamano le norme concernenti la consegna (ove previsto) del prospetto informativo e si fa obbligo agli *underwriters* di rispettare le modalità e le condizioni indicate nel programma di collocamento. Inoltre, si impone agli intermediari l'obbligo di acquisire, anche ai fini di quanto disposto dall'art. 6, comma 1, lett. e) della legge, una specifica ed adeguata conoscenza della situazione economica e finanziaria dell'emittente. Nel successivo articolo 32, oltre a richiamare alcuni obblighi di registrazione e di informativa da rilasciare al cliente, si chiariscono i comportamenti cui gli intermediari sono tenuti nel caso in cui si verificano le condizioni per un riporto dei titoli.

2.3.3 Il Capo III - Gestione di patrimoni

Le disposizioni concernenti la gestione di patrimoni sono suddivise in tre sezioni; quelle aventi riguardo al contenuto dei contratti, quelle in materia di limiti di investimento e, infine, quelle attinenti ai comportamenti veri e propri.

La materia dei contratti con i clienti è regolata nell'articolo 33 in cui sono individuate alcune previsioni minime che il contratto deve contenere in aggiunta a quelle già elencate nell'art. 9. In tale ambito si sono posti anche alcuni dei limiti previsti dagli artt. 8, comma 1, lett. b), e 9, comma 6, lett. b), della legge. In particolare si è tra l'altro stabilito il principio che:

- a) gli acquisti di titoli che non sono negoziati su alcun mercato regolamentato debbano essere preventivamente e singolarmente autorizzati per iscritto;
- b) l'acquisto, la vendita e la sottoscrizione di titoli emessi dall'intermediario o da società appartenenti al gruppo per i quali siano in corso operazioni sul capitale, ivi comprese le fusioni, le OPA, le OPV, le OPS, ecc., sono consentiti esclusivamente

nel rispetto delle disposizioni concernenti il conflitto di interessi (art. 4, comma 2, del regolamento); analoga disciplina è stata adottata per le operazioni di collocamento effettuate dall'intermediario o da società appartenenti al gruppo e per l'acquisto di diritti di opzione e per l'esercizio dei diritti di prelazione sui citati valori mobiliari.

Nel successivo articolo 34 - Limiti all'investimento - vengono disciplinati i limiti gravanti sull'acquisto, per conto dei singoli clienti gestiti, di valori mobiliari, negoziati sui mercati regolamentati, emessi dall'intermediario o da società appartenenti al gruppo. Tali limiti, individuati con riferimento alla capitalizzazione totale di mercato di tutti i titoli azionari emessi dai suddetti soggetti, si applicano all'insieme dei valori mobiliari (azionari, obbligazionari, warrant, ecc.) detenuti in ogni singolo portafoglio gestito. Il superamento dei limiti è peraltro consentito nel rispetto delle disposizioni di cui all'art. 4, comma 2.

Nell'articolo 35 - Svolgimento dell'attività - oltre a ribadire il principio già sancito dalla legge (art. 8, comma 1, lett. g)) che il gestore non può in nessun caso stipulare, per conto dei clienti stessi, contratti di finanziamento, è stabilito il divieto di mettere in atto comportamenti che possano limitare o condizionare la composizione del portafoglio ai soli titoli trattati o detenuti in portafoglio dall'intermediario gestore. Si tratta in sintesi del naturale complemento delle disposizioni già impartite in materia di frequenza e dimensioni delle operazioni; l'ipotesi è quella di un gestore che sia anche *dealer* e che inserisca nei portafogli gestiti i soli titoli da egli stesso negoziati.

Le restanti disposizioni dell'articolo stabiliscono gli obblighi particolari di registrazione cui i gestori sono tenuti ed i comportamenti che gli stessi devono tenere nei casi in cui gli ordini impartiti per conto dei clienti gestiti non siano stati eseguiti ovvero siano stati eseguiti solo in parte.

2.3.4 Il Capo IV - Consulenza

La disciplina dell'attività di consulenza è basata su tre principi fondamentali. Il primo di essi stabilisce che tutte le indicazioni fornite dal consulente devono essere, da una parte, chiare e facilmente accessibili sia per ciò che attiene al contenuto che al modo in cui le stesse sono rappresentate e, dall'altra, che tutti i dati, fatti ed altri elementi di supporto contenuti nei consigli siano veri, non suscettibili di modificazioni a breve scadenza e comunque tali da non indurre in errore il cliente (articolo 36 - Consulenza).

Il secondo principio è quello che, in coerenza con le altre disposizioni in materia contenute nella legge e nel regolamento, impone agli intermediari di comunicare al cliente contestualmente al rilascio della prestazione di consulenza la propria eventuale posizione di conflitto di interesse in cui essi versino in relazione alle diverse operazioni consigliate (articolo 37 - Disposizioni particolari).

Il terzo principio è quello della comunicazione al cliente delle avvertenze sui rischi delle operazioni consigliate di modo che il cliente stesso possa sempre prendere consapevolmente le proprie decisioni di investimento (articolo 38 - Avvertenze sui rischi connessi alle operazioni consigliate).

Altre disposizioni di particolare interesse sono quelle che vietano la cd. consulenza telefonica qualora la stessa non si renda indispensabile per una migliore prestazione del servizio e che impongono al consulente l'effettuazione di particolari registrazioni relative all'attività svolta.

L'articolo 39 - Attività di consulenza svolta mediante pubblicazioni, documentazione informativa, ricerche - considera il caso in cui l'intermediario presti la propria attività mediante l'invio al domicilio dei clienti, anche tramite supporti informatici, di pubblicazioni, documentazione informativa, ricerche, ecc.; in tali ipotesi le avvertenze sui rischi e la comunicazione dei conflitti di interesse dovranno essere inserite all'interno del testo con un carattere che le evidenzi adeguatamente. Infine, agli intermediari che intendono pubblicare una raccomandazione o comunque una indicazione di investimento è posto il divieto di operare per proprio conto sui valori mobiliari raccomandati prima della pubblicazione.

2.3.5 Il Capo V - Raccolta di ordini

L'attività di raccolta di ordini è stata disciplinata (art. 40 - Raccolta di ordini) alla stessa stregua della negoziazione, ed anzi è stata presa in considerazione solo qualora l'intermediario non provveda direttamente all'esecuzione degli ordini. Identici risultano pertanto i comportamenti da tenere nei confronti della clientela e sostanzialmente simili sono gli obblighi di registrazione degli ordini ricevuti e trasmessi (in luogo della registrazione degli ordini eseguiti).

2.4 I TITOLI III, IV, V e VI

2.4.1 Le regole di comportamento relative alle società di gestione dei fondi comuni di investimento di cui alla legge 23 marzo 1983, n. 77

Le disposizioni concernenti le società di gestione di fondi comuni, emanate ai sensi dell'art. 9, commi 14 e 16 della legge, si dividono in tre gruppi fondamentali:

- a) nel primo gruppo (art. 41 - Società di gestione -, art. 42 - Conferimento degli ordini aventi ad oggetto valori mobiliari - e 43 - Frequenza delle operazioni) sono contenute disposizioni attinenti agli obblighi di concentrazione delle negoziazioni sui mercati regolamentati ed al divieto di effettuare operazioni con frequenza non necessaria in relazione agli obiettivi del fondo;
- b) nel secondo (art. 44) sono stati introdotti gli obblighi di comunicazione alla Consob delle operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari emessi o collocati da società appartenenti al gruppo della società di gestione;
- c) nel terzo gruppo (art. 45), infine, sono disciplinate le modalità con cui deve essere attuata la pubblicità delle sanzioni comminate alle società di gestione, nonché agli amministratori e direttori generali delle stesse per le violazioni alle norme di cui sopra.

2.4.2 I criteri per la detenzione di valori mobiliari da parte delle società di intermediazione mobiliare

I criteri per la detenzione di valori mobiliari da parte delle società di intermediazione sono stabiliti nel Titolo IV del regolamento (artt. da 46 a 50). In tale ambito si è stabilito in particolare, nel rispetto delle disposizioni emanate in materia di stabilità, che:

- a) le SIM autorizzate all'attività di collocamento con preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo possono detenere i valori mobiliari oggetto di detta attività anche oltre la chiusura del periodo di collocamento sino ad un termine massimo di diciotto mesi;
- b) le SIM autorizzate all'attività di negoziazione per conto proprio possono detenere valori mobiliari (negoziati nei mercati regolamentati e non) a condizione di effettuare un adeguato numero e volume di contrattazioni. Resta inteso che non è soggetto a vincoli l'investimento del patrimonio in titoli di stato e garantiti dallo stato.

2.4.3 I protocolli di autonomia delle società di intermediazione mobiliare e delle società di gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare

Le disposizioni, oltre a stabilire i modelli di protocollo di autonomia gestionale previsti dagli artt. 4, comma 1, e 9, comma 6, lett. a), della legge, individuano i soggetti tenuti alla sottoscrizione dei protocolli stessi (art. 51), gli obblighi dei soggetti controllanti (art. 52) e talune speciali modalità di adempimento dell'obbligo (art. 53).

2.4.4 Le disposizioni finali e transitorie

Nel Titolo VI sono, infine, stabilite talune norme transitorie in materia di entrata in vigore (stabilita in generale per il 5 gennaio 1992, salvi gli obblighi di registrazione delle operazioni concluse che diverranno cogenti a partire dal 1 luglio 1992), nonché le disposizioni sulla tenuta dei registri e quelle finalizzate alla tutela della riservatezza della clientela.

3. La disciplina del Fondo nazionale di garanzia

Nell'ambito della normativa secondaria di attuazione della legge 2 gennaio 1991, n. 1, va segnalato anche il d.m. del 30 settembre 1991 (pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica n. 232 del 3 ottobre 1991) con il quale il Ministro del tesoro, su proposta della Consob formulata d'intesa con la Banca d'Italia, ha provveduto a disciplinare il Fondo nazionale di garanzia istituito dall'art. 15 della legge sopracitata.

La costituzione del Fondo, del quale qui di seguito si delincono sinteticamente l'organizzazione e le modalità di intervento, assume un particolare rilievo nel contesto degli strumenti predisposti dal legislatore a tutela dei clienti delle SIM e degli altri soggetti autorizzati all'esercizio dell'attività di intermediazione mobiliare nonché, in un'ottica più generale, nell'ambito delle norme volte al perseguimento della correttezza e della sicurezza delle transazioni in valori mobiliari.

Finalità istituzionale del Fondo è infatti, a norma del comma 1 del citato art. 15, quella di tutelare i crediti vantati dai clienti nei confronti delle SIM e degli altri intermediari di cui sopra in conseguenza dello svolgimento - da parte dei medesimi - delle attività di intermediazione mobiliare così come definite dall'art. 1, comma 1, della legge in discorso.

Coerentemente con il dettato normativo, al Fondo sono obbligati ad aderire tutti i soggetti che, previo ottenimento della prescritta autorizzazione, svolgono attività di intermediazione mobiliare, vale a dire: società di intermediazione mobiliare, aziende ed istituti di credito, agenti di cambio e le società fiduciarie iscritte nell'apposita sezione dell'Albo delle SIM.

Con riguardo alla copertura offerta dal Fondo alle diverse categorie di intermediari va specificato che per la clientela degli agenti di cambio la garanzia si applica solamente ai crediti derivanti dallo svolgimento dell'attività di negoziazione per conto terzi svolta dagli intermediari in questione. Ciò in quanto tali negoziazioni, peraltro espressamente richiamate dall'art. 19 della legge in discorso, costituiscono l'attività tipica di questa categoria.

Relativamente alle società fiduciarie va poi chiarito che — stante quanto disposto dall'art. 17, comma 1, della legge in discorso — sono tenute ad aderire al Fondo soltanto le fiduciarie iscritte nell'apposita sezione dell'Albo delle SIM. Inoltre, conformemente all'oggetto sociale di tali intermediari, la garanzia del Fondo opera limitatamente ai crediti nascenti dallo svolgimento dell'attività di gestione di patrimoni svolta sia in nome proprio che per conto terzi, mediante operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari.

Al fine di garantire l'operatività del Fondo ogni aderente è tenuto al versamento di un contributo annuale determinato secondo l'applicazione di specifici criteri la cui complessità impone in questa sede una illustrazione solo riassuntiva.

Il contributo è stato determinato individuando una quota fissa, uguale per tutti gli aderenti, e una quota variabile.

La quota variabile, calcolata mediante applicazione di specifici coefficienti alle basi di commisurazione costituite dai proventi tipici delle singole attività, tiene conto della natura delle attività di intermediazione svolte da ciascun aderente nonché del grado di rischio connesso con l'attività posta in essere dai singoli intermediari.

È comunque fatto salvo il principio di legge secondo cui il contributo del Fondo non può eccedere il 2% dei proventi lordi derivanti all'intermediario dallo svolgimento delle attività di intermediazione mobiliare.

Per ciò che attiene alla garanzia offerta dal Fondo si sottolinea che essa è soggetta a specifici limiti.

Infatti, in conformità delle direttive impartite dalla legge (art. 15, comma 2) circa la fissazione dei limiti di intervento del Fondo il decreto prevede, tra l'altro, taluni limiti di natura patrimoniale sia con riferimento alle posizioni creditorie maturate dai singoli clienti verso l'intermediario, sia con riferimento al complesso dei crediti vantati da tutta la clientela nei confronti dell'intermediario medesimo.

Nel primo caso il Fondo copre soltanto il 25% del credito di ogni cliente, mentre nella seconda ipotesi, onde evitare un totale prosciugamento del Fondo, quest'ultimo interviene nei limiti del 40% del proprio patrimonio.

Operativamente, la legge subordina l'intervento del Fondo al verificarsi della dichiarazione di insolvenza dell'intermediario ed in particolare: dichiarazione di fallimento oppure, qualora gli intermediari siano soggetti a liquidazione coatta amministrativa con esclusione di fallimento, accertamento giudiziale dello stato di insolvenza ovvero, ancora, omologazione del concordato preventivo.

Circa il profilo organizzativo, la struttura del Fondo è stata configurata in modo relativamente semplice, tale da favorire snellezza delle procedure e rapidità di intervento.

In questo senso sono previsti due soli organi interni: il comitato di gestione ed il collegio sindacale con competenza, rispettivamente, in materia di organizzazione e gestione delle attività del Fondo e di vigilanza sul corretto funzionamento del medesimo.

Da osservare, infine, che alla Consob ed alla Banca d'Italia, quali Autorità istituzionalmente preposte al controllo delle SIM e degli altri soggetti autorizzati all'esercizio della attività di intermediazione mobiliare, compete la vigilanza, nell'ambito delle rispettive competenze, in ordine al corretto assolvimento da parte dei soggetti aderenti al Fondo degli obblighi di contribuzione al medesimo.

Da ultimo, è importante rilevare che la garanzia offerta dal Fondo, tutelando le sole posizioni creditorie dei clienti dell'intermediario, non copre i crediti nascenti da rapporti di contropartita in esito ad operazioni concluse fra intermediari autorizzati alla negoziazione di valori mobiliari nei mercati regolamentati.

Per il buon fine e la regolare esecuzione di questo tipo di operazioni sono infatti previsti meccanismi di tipo diverso imperniati sulla Cassa di compensazione e garanzia di cui all'art. 22 della legge.

4. Il regolamento disciplinante la negoziazione di valori mobiliari fuori dei mercati regolamentati

Come è noto, l'art. 11 della legge n. 1/1991 ha introdotto il principio della concentrazione delle negoziazioni di valori mobiliari negoziati sui mercati regolamentati. A fronte di tale obbligo generale, esteso anche all'attività svolta per proprio conto dagli intermediari mobiliari e dagli investitori istituzionali (banche, fondi comuni di investimento, assicurazioni, società finanziarie, ecc.), la legge stessa ha previsto due tipi di eccezioni:

- a) quella in cui la transazione abbia ad oggetto un blocco, ovvero un quantitativo di titoli particolarmente rilevante (art. 11, comma 9); in tale caso la deroga al principio generale della concentrazione poggia sull'osservazione che se i blocchi fossero eseguiti in borsa potrebbero provocare, date le loro dimensioni, forti oscillazioni dei prezzi;
- b) quella in cui, avendola preventivamente autorizzata per iscritto, il cliente possa trarre dall'esecuzione fuori mercato un vantaggio in termini di prezzo (art. 11, comma 2); le ragioni di tale deroga vanno quindi ricercate nella opportunità che, ove possibile, il cliente possa essere servito a condizioni migliori di quelle espresse dal mercato ufficiale.

In attuazione di quanto stabilito dallo stesso art. 11, commi 4 e 10, in data 14 novembre 1991 la Commissione ha emanato un apposito regolamento disciplinante la negoziazione di valori mobiliari fuori dei mercati regolamentati. Detto regolamento consta di 11 articoli ed è suddiviso in quattro Capi. Con riferimento ai blocchi, il primo problema che si è posto è stato quello di darne una definizione in termini di quantitativi minimi. Nel fissare tali quantitativi si è tenuto conto di due esigenze sostanzialmente contrapposte:

- 1) quella di concentrare in borsa il più alto numero di scambi (il che porterebbe a definire come blocco un quantitativo di titoli piuttosto elevato);
- 2) quella di evitare che gli ordini aventi ad oggetto blocchi di titoli defluiscono verso mercati concorrenti (il che porterebbe a definire come blocco un quantitativo di titoli piuttosto basso).

La soluzione adottata (art. 3 - Blocchi di titoli) è stata quella di fissare dei valori soglia:

- a) per i titoli il cui controvalore giornaliero medio scambiato degli ultimi sei mesi risulta superiore a lire tre miliardi, il blocco è costituito da un ordine avente ad oggetto un quantitativo di titoli il cui controvalore sia almeno pari a lire settecentocinquanta milioni;
- b) per i titoli il cui controvalore medio scambiato degli ultimi sei mesi risulta compreso tra lire un miliardo e lire tre miliardi, il blocco è costituito da un ordine avente ad oggetto un quantitativo di titoli il cui controvalore sia pari o superiore al 25% dello stesso controvalore medio giornaliero;
- c) per i titoli il cui controvalore medio scambiato risulta inferiore a lire un miliardo, infine, il blocco è costituito da un ordine avente ad oggetto un quantitativo di titoli il cui controvalore sia pari o superiore a lire duecentocinquanta milioni.

Nell'art. 4 - Negoziazioni aventi ad oggetto blocchi di titoli - sono stabilite le condizioni che devono assistere ogni singola operazione. In primo luogo si è ritenuto opportuno ribadire quanto già previsto dall'art. 11, comma 9, della legge, che cioè possono negoziare blocchi di titoli solo le società di intermediazione mobiliare autorizzate alla negoziazione in borsa e nel mercato ristretto e gli agenti di cambio.

Si è inoltre introdotta una norma di comportamento volta ad impedire il cd. *front running*; in sostanza si è vietato agli intermediari che rifiutino di eseguire un blocco di operare per conto proprio sul titolo oggetto dell'operazione rifiutata e ciò al fine di evitare che l'intermediario si avvantaggi impropriamente delle informazioni sui possibili andamenti dei prezzi che gli derivano dalla conoscenza delle posizioni di domanda o di offerta della propria clientela.

Di fondamentale importanza appaiono poi le disposizioni concernenti gli obblighi di comunicazione al mercato (art. 5). Esigenze di trasparenza e di significatività dei prezzi vorrebbero infatti che i dati inerenti alle negoziazioni effettuate fossero comunicati in tempo reale al mercato di modo che questo ne possa tenere immediatamente conto e che, almeno sul piano informativo, non vi siano degli operatori che si avvantaggino a scapito di altri. D'altra parte, se sul mercato operano dei *dealers* (operatività non esclusa per le SIM), l'immediata comunicazione delle operazioni effettuate potrebbe tramutarsi in uno svantaggio competitivo per l'intermediario che avesse un blocco in posizione.

Al fine di impedire tali conseguenze negative si è quindi stabilito che i dati relativi alle operazioni eseguite siano comunicati immediatamente (novanta secondi), ma che il mercato ne possa prendere visione trascorsa un'ora. Si è inoltre istituita una sezione speciale del listino ufficiale in cui pubblicare i dati relativi ai contratti conclusi (art. 6 - Listino ufficiale).

Nei successivi artt. 7 ed 8 sono poi stabilite le modalità con cui deve essere data comunicazione alla Consob ed ai clienti delle operazioni eseguite su blocchi.

Nell'art. 9 sono stabilite le modalità di comunicazione al mercato, alla Consob ed alla clientela delle operazioni eseguite fuori mercato in virtù di quanto stabilito dall'art. 11, comma 2, della legge (autorizzazione preventiva scritta da parte del cliente ed applicazione di un prezzo migliore rispetto a quello ufficiale). Al riguardo, si è ritenuto necessario approntare un regime di comunicazione differenziato a seconda delle diverse categorie di soggetti intermediari:

- a) per le società di intermediazione mobiliare e gli agenti di cambio, operatori che hanno accesso al sistema telematico, gli obblighi di comunicazione saranno assolti con le stesse modalità e termini previsti per le negoziazioni aventi ad oggetto blocchi;

b) per le aziende e gli istituti di credito e le società commissionarie di borsa che, sino al 31 dicembre 1992, potranno eseguire per conto proprio fuori mercato gli ordini di negoziazione ricevuti (alle condizioni indicate nel citato art. 11, comma 2, della legge), è previsto l'obbligo di far pervenire, entro il termine della giornata di negoziazione, all'organo del mercato incaricato della gestione e diffusione delle informazioni i soli dati sintetici (titolo, quantità totali e prezzo medio ponderato) concernenti le operazioni eseguite.

L'art. 10, infine, disciplina la negoziazione di spezzature di titoli, di quegli ordini, cioè, che hanno ad oggetto un quantitativo di titoli inferiore al lotto minimo negoziabile sul mercato. Al fine di consentirne la negoziazione sui mercati regolamentati è previsto che le società di intermediazione mobiliare e gli agenti di cambio possano raggruppare gli ordini impartiti dalla clientela aventi ad oggetto spezzature sino a concorrenza di un lotto minimo negoziabile. Ove detti intermediari non si avvalgano di tale facoltà essi potranno:

- a) negoziare gli ordini per conto di terzi con una società di intermediazione autorizzata alla negoziazione per conto proprio;
- b) negoziare gli ordini direttamente con la clientela, agendo quindi da *dealers*. Onde evitare l'applicazione di prezzi non in linea con quelli espressi dal mercato, il prezzo di ogni singola negoziazione eseguita fuori dai mercati regolamentati non potrà discostarsi da quello ufficiale in misura superiore all'uno per cento. Infine, per adeguare i margini di ritorno degli intermediari alle maggiori spese di amministrazione di questa tipologia di ordini, sono state fissate le misure massime delle commissioni applicabili all'attività di negoziazione di spezzature per conto terzi sui mercati regolamentati e fuori di essi a livelli superiori a quelle ordinariamente praticate.

5. Gli aspetti interpretativi della legge n. 1/1991

A seguito dell'entrata in vigore della legge 2 gennaio 1991, n. 1 la Commissione ha affrontato, anche in risposta a specifici quesiti posti dagli operatori, numerose questioni interpretative ed applicative.

In tema di ambito di applicazione della legge sono stati esaminati i seguenti profili.

La legge stabilisce che le attività di cui all'art. 1 sono riservate alle SIM solo in quanto esercitate professionalmente nei confronti del pubblico. In proposito è stato chiarito che per pubblico deve intendersi tanto la clientela privata quanto la clientela cd. istituzionale (enti creditizi, compagnie di assicurazione, commissionarie ammesse agli antirecinti alle grida ecc.). Tuttavia è stato precisato che, per l'operatività sul mercato telematico di titoli di stato (MTS), non sussiste l'obbligo di trasformarsi in SIM quando le contrattazioni sono concluse esclusivamente su detto mercato, non aperto al pubblico, e i titoli non vengono negoziati con contropartite diverse da quelle operanti su detto mercato.

In merito alla promozione e al collocamento di prodotti e servizi diversi dai valori mobiliari, la Commissione ha riconosciuto espressamente che l'offerta a domicilio delle polizze vita non costituisce attività riservata alle SIM ma soltanto attività accessoria a quella principale di cui all'art. 1, comma 1, lett. f), della legge. Qualora pertanto gli agenti o *brokers* assicurativi si limitino ad offrire tali prodotti non saranno soggetti alla disciplina relativa ai promotori finanziari, che invece si applicherà nel caso di collocamento a domicilio di valori mobiliari per conto di SIM/reti di vendita.

In materia di pubblicità di servizi di intermediazione mobiliare è stato precisato che, in via generale, la promozione pubblicitaria avente ad oggetto esclusivamente l'intermediario senza che vi sia alcun riferimento, neppure indiretto, ai valori mobiliari emessi o intermediati, non può considerarsi una forma di sollecitazione del pubblico risparmio; in tal caso, sarà comunque necessario il rispetto delle disposizioni di cui al regolamento Consob 5387/1991, relative ai messaggi pubblicitari.

L'attività di consulenza valutaria non costituisce attività riservata alle SIM, non rientrando le valute nella categoria dei valori mobiliari. Va peraltro rilevato che ai sensi dell'art. 1, comma 2, sono considerati valori mobiliari, ai fini della legge 1/1991, «i contratti a termi-

ne su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari, tassi di interesse e valute, ivi compresi quelli aventi ad oggetto indici su tali valori mobiliari, tassi di interesse e valute». Pertanto qualora l'attività di consulenza abbia ad oggetto tali contratti dovrà considerarsi attività riservata alle SIM.

Per quanto concerne, invece, l'attività di negoziazione di valute per conto terzi si è precisato che tale attività costituisce soltanto una delle attività connesse a quelle indicate dall'art. 1, comma 1, della legge e pertanto, non essendo riservata alle SIM, può essere esercitata da qualunque soggetto in possesso delle prescritte autorizzazioni.

Sono state, inoltre, affrontate alcune questioni in tema di disciplina transitoria applicabile alle società commissionarie di borsa, alle quali la legge ha consentito di continuare ad esercitare, previa apposita comunicazione alla Consob e fino al 31 dicembre 1992, le attività precedentemente svolte.

Le commissionarie che decidano di trasformarsi in SIM prima della scadenza del periodo transitorio perdono il proprio *status* di commissionarie. Ne deriva che per esse viene meno la possibilità di essere ricomprese tra i soggetti qualificati, ai sensi dell'art. 18, comma 4, della legge, alla partecipazione, in misura pari almeno al 60%, al capitale di SIM di negoziazione.

In argomento inoltre la Commissione ha rilevato che le società che svolgono attività di gestione patrimoniale (società fiduciarie iscritte all'Albo di cui all'art. 17 della legge, società di gestione di fondi comuni, aziende ed istituti di credito autorizzati ai sensi dell'art. 16 della legge, SIM non autorizzate alle negoziazioni) possono, nel corso del 1992, trasmettere ordini di negoziazione di valori mobiliari trattati nei mercati regolamentati anche alle commissionarie di borsa, le quali potranno a loro volta trasmetterli a SIM di negoziazione, ovvero eseguirli, anche in proprio, alle condizioni e con le modalità stabilite dall'art. 11, commi 2, 3 e 4 della citata legge 1/1991. Naturalmente le stesse società dovranno in ogni caso garantire che le negoziazioni relative all'attività di gestione non risultino in tal modo più onerose per la clientela, onde non incorrere nella violazione dei doveri di correttezza e di professionalità.

La Commissione ha avuto modo di fornire numerosi pareri relativamente alla disciplina dei promotori di servizi finanziari.

L'art. 5 della legge ha introdotto tale nuova categoria di operatori finanziari dei quali le SIM dovranno avvalersi, in via esclusiva, nell'offerta dei propri servizi fuori dalla propria sede sociale e dalle proprie sedi secondarie e comunque nell'esercizio dell'attività di cui all'art. 1, comma 1, lett. f) della legge.

È stato osservato che anche le commissionarie di borsa, durante il periodo transitorio, dovranno avvalersi nell'offerta dei propri servizi dei promotori finanziari in sostituzione dei cd. remissori.

È da osservare, infatti, che riservando l'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare alle SIM, si è di fatto consentito alle persone fisiche di svolgere esclusivamente l'attività di promozione di servizi finanziari, in qualità di dipendenti, agenti o mandatari di una SIM, con conseguente cessazione della figura dei cd. remissori.

In materia è stato inoltre specificato che la legge, individuando l'ambito di operatività dei promotori finanziari, ne ha limitato l'attività alla offerta dei servizi e comunque alla sollecitazione del pubblico risparmio ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. f), della legge, per conto delle SIM di appartenenza; rimane pertanto esclusa, come è stato specificato, ogni attività di consulenza cd. «porta a porta».

Con riferimento alla iscrizione di diritto all'Albo dei promotori finanziari, la Commissione ha osservato che tra i soggetti beneficiari di tale facoltà non possono essere ricompresi coloro i quali abbiano svolto attività di sollecitazione, ai sensi dell'art. 18 *ter* della legge 216/1974, per conto di aziende ed istituti di credito, in quanto gli stessi non risultano ricompresi tra le società autorizzate dalla Consob, come previsto dall'art. 5 della legge.

Altri quesiti sono stati posti alla Commissione relativamente all'esercizio dell'attività di intermediazione mobiliare svolta dalle banche.

Per quanto attiene alla negoziazione nei mercati regolamentati attualmente esistenti e che rilevano ai fini della normativa in materia di SIM (borsa e mercato ristretto), la legge non reca alcuna innovazione in ordine ai soggetti abilitati alla negoziazione su tali mercati, se non nella parte in cui include anche le SIM tra detti soggetti (art. 7, comma 1). Ne consegue

che le aziende e gli istituti di credito, ancorché autorizzati a negoziare titoli di stato e garantiti dallo stato, continueranno ad accedere ai mercati in parola soltanto per il tramite di osservatori alle grida e senza possibilità di partecipare direttamente alle negoziazioni.

Con riferimento invece all'attività di negoziazione sugli altri mercati regolamentati previsti dalla legge (ad esempio mercati locali, terzo mercato) di valori mobiliari non negoziati in borsa e al mercato ristretto, le operazioni di negoziazione potranno essere effettuate direttamente dalle banche, autorizzate ai sensi dell'art. 16, comma 1, della legge, e nei limiti delle disposizioni emanate dalla Consob per la disciplina dei mercati stessi.

Segnatamente, per quanto attiene ai mercati di *futures* e di *options* la legge stabilisce espressamente (art. 23, comma 2) che le banche potranno partecipare direttamente alle negoziazioni per movimentare le proprie posizioni sui contratti nonché per effettuare ogni operazione su contratti relativi a valori mobiliari che sono autorizzate a negoziare direttamente. Quanto ai mercati esteri «riconosciuti» resta ferma la disciplina prevista nei rispettivi paesi di origine, fatto salvo in ogni caso il divieto per le banche di negoziare su tali mercati titoli quotati nelle borse italiane o negoziati nei mercati ristretti italiani.

Ai suddetti intermediari si applicano infine anche le disposizioni in materia di operazioni eseguite fuori dei mercati regolamentati (artt. 24, comma 1, 26 e 27 del regolamento disciplinante l'esercizio dell'attività di intermediazione mobiliare). Ciò comporta che in tali ipotesi anche le banche sono tenute ad eseguire gli ordini alle migliori condizioni (principio della *best execution*); ove pertanto la negoziazione eseguita fuori dei mercati regolamentati abbia ad oggetto titoli quotati in detti mercati (ad esempio titoli di stato o garantiti dallo stato), il costo dell'operazione per la clientela non può essere complessivamente superiore a quello ottenibile sui mercati regolamentati, tenendo conto:

- per le operazioni eseguite per conto terzi, delle commissioni stabilite dalla Consob ai sensi della delibera 5390/1991;
- per le operazioni eseguite in contropartita diretta della clientela, del divieto di applicare sul prezzo praticato alcuna commissione.

Ancora in tema di enti creditizi la Commissione ha osservato che l'attività di custodia ed amministrazione di valori mobiliari rientra fra i servizi bancari in senso lato e, in quanto tale, non solo non è soggetta ad autorizzazione ai sensi della legge n. 1/1991, ma può essere svolta anche da aziende non autorizzate all'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare.

Altre questioni problematiche in merito alle quali la Commissione si è espressa riguardano lo svolgimento dell'attività di negoziazione in borsa e nel mercato ristretto. In particolare è stato chiarito che le SIM possono avvalersi, oltre che di propri dipendenti abilitati a seguito di apposito esame ai sensi dell'art. 7, comma 2, della legge, anche di procuratori alle grida, abilitati di diritto ai sensi della citata norma, anche se non legati alle società medesime da un rapporto di lavoro subordinato (ad esempio sulla base di un rapporto che preveda una remunerazione a provvigione).

Collaboratori esterni non dipendenti potranno altresì essere utilizzati dalle SIM nella negoziazione fuori borsa e nella raccolta di ordini effettuate nei locali della borsa e della sede della SIM.

Da ultimo, ai fini dei vincoli di partecipazione al capitale delle SIM previsti dall'art. 18, comma 4, della legge, si è stabilito che gli istituti di credito esteri non sono ricompresi tra gli istituti ed aziende di credito richiamati dalla norma. Tale disposizione infatti è stata introdotta per privilegiare gli enti creditizi e le commissionarie italiane come correttivo all'esclusione di una loro diretta partecipazione a detti mercati. Diversamente le filiali di banche estere, e comunque le banche estere stabilite con proprie filiali nel territorio nazionale, rientrano nell'ambito della previsione del citato art. 18.

6. Le attività istruttorie conseguenti alla legge n. 1/1991

Con l'entrata in vigore della legge n. 1/1991 le attività di intermediazione mobiliare sono state riservate alle società iscritte all'Albo delle SIM. La nuova normativa ha previsto peraltro un periodo transitorio per i soggetti che alla data di operatività della legge esercitavano

tali attività: questi soggetti, infatti, avrebbero potuto continuare ad esercitarle ancora per un anno subordinatamente alla trasmissione alla Consob, entro il 21 gennaio 1991, di apposita documentazione, con le modalità stabilite dalla Consob medesima. Per le società commissionarie di borsa detto termine è invece prorogato al 31 dicembre 1992 subordinatamente all'effettuazione dei citati adempimenti.

La Consob ha tempestivamente diramato le necessarie disposizioni applicative, con riguardo sia alle persone giuridiche sia alle persone fisiche (anch'esse ovviamente ricomprese nella previsione normativa), ed è stato così possibile ottenere per la prima volta un censimento completo dei soggetti esercitanti, «in via professionale nei confronti del pubblico», le «attività di intermediazione mobiliare» come definite dall'art. 1 della legge.

Nel precedente regime, infatti, i soli soggetti operanti nel settore dell'intermediazione mobiliare sottoposti alla vigilanza ovvero al controllo di pubbliche Autorità erano rappresentati dagli istituti di credito, dagli agenti di cambio, dalle società commissionarie di borsa, dalle società fiduciarie, dalle reti di vendita, dai fondi comuni di investimento e dalle società finanziarie di cui all'art. 19 della legge 216/1974. Le commissionarie in titoli, le società finanziarie in genere, i cd. consulenti finanziari, i remissori e gli altri operatori simili sfuggivano ad ogni tipo di controllo.

La rilevazione effettuata ai sensi della legge n. 1/1991 ha consentito di individuare circa dodicimila soggetti operanti nel settore dell'intermediazione mobiliare appartenenti a tutte le categorie sopracitate, di cui circa novemila persone fisiche.

Entro il termine dei sei mesi fissato dalla legge sono stati adottati i regolamenti attuativi della legge stessa. Per quanto concerne in particolare la disciplina relativa alla presentazione delle domande di iscrizione all'Albo delle SIM ed alle relative istruttorie - emanata ai sensi dell'art. 3, comma 3, della legge n. 1/1991 - si è avuto riguardo soprattutto alla individuazione della documentazione idonea all'accertamento dei requisiti di ordine sostanziale prescritti dalla legge, sia nei confronti delle società (denominazione, costituzione, capitale e oggetto sociale) sia nei confronti degli altri soggetti per i quali erano prescritti specifici requisiti di onorabilità e di professionalità (amministratori, direttori generali, dirigenti, sindaci, soggetti esercitanti il controllo), non consentendo la legge stessa se non un procedimento istruttorio riferito al mero esame di legittimità delle istanze stesse.

I regolamenti attuativi sono stati adottati in data 2 luglio 1992; le istanze presentate in applicazione della disciplina regolamentare entro il 5 ottobre 1991 - che, a norma dell'art. 18, comma 2, della legge, dovevano essere definite dalla Commissione entro il 5 gennaio 1992 - sono state complessivamente 304, di cui 80 prodotte da società fiduciarie per l'iscrizione nella sezione speciale dell'Albo.

L'esigenza, da un lato, di assicurare una congrua presenza di SIM di intermediazione sin dalla data di efficacia dei provvedimenti di iscrizione all'Albo (5 gennaio 1992 e 1° gennaio per le sole società abilitate alla negoziazione in borsa), e, dall'altro, di contribuire a creare certezze al personale già dipendente di agenti di cambio confluito nelle società iscritte all'Albo, ha indotto la Commissione a dare priorità, nella definizione delle istruttorie, alle SIM richiedenti l'autorizzazione allo svolgimento dell'attività di cui all'art. 1, comma 1, lett. a) della legge, e nelle quali erano presenti appunto agenti di cambio.

Con successivi provvedimenti la Commissione ha definito entro i termini prescritti tutte le istanze per le quali era possibile dare completo corso all'istruttoria.

Alla data del 5 gennaio 1992 sono risultate quindi iscritte nell'Albo 199 società di intermediazione mobiliare e nella sezione speciale dell'Albo 66 società fiduciarie⁽¹⁾.

La definizione delle rimanenti istanze è stata invece subordinata alla integrazione, da parte delle società interessate, della documentazione prescritta dal regolamento e non trasmessa al momento della presentazione della domanda.

⁽¹⁾ Alla data del 31 marzo 1992 sono risultate iscritte nell'Albo 221 società di intermediazione mobiliare e nella sezione speciale dell'Albo 69 società fiduciarie.

Per tipo di attività autorizzate le SIM iscritte all'Albo sono risultate così ripartite:

- 23 SIM polifunzionali (esercitano tutte le attività previste dall'art. 1, comma 1, della legge n. 1/1991);
- 145 SIM semi polifunzionali;
- 31 SIM autorizzate allo svolgimento di una unica attività (e specificatamente: 20 di sollecitazione del pubblico risparmio, 6 di consulenza, 3 di gestione di patrimoni e 2 di negoziazione).

Delle suddette 199 SIM, 108 svolgono l'attività di negoziazione; a tal riguardo, tenuto conto che, a norma dell'art. 18 della legge, sino al 31 dicembre 1992 possono esercitare l'intermediazione per conto terzi in borsa e nel mercato ristretto esclusivamente le SIM al cui capitale partecipi almeno un agente di cambio e che abbiano almeno il 60% del capitale posseduto da agenti di cambio, banche o commissionarie ammesse negli antirecinti alle grida, le SIM di negoziazione possono così ripartirsi:

- a) n. 60 di negoziazione, con la presenza di agenti di cambio;
- a) n. 48 di negoziazione senza la presenza di agenti di cambio.

Dal punto di vista della distribuzione regionale, le SIM iscritte all'Albo risultano così ripartite:

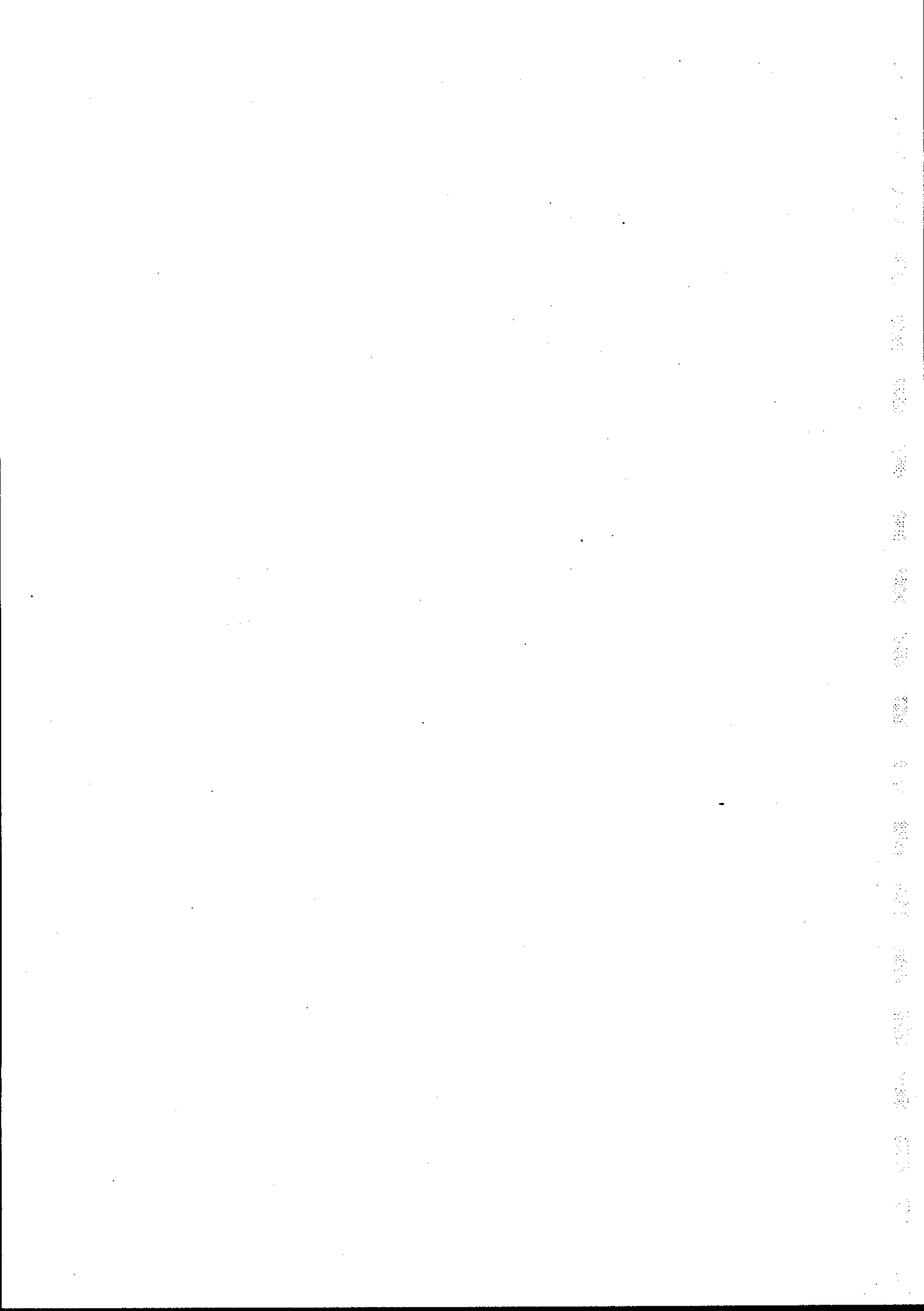
- Calabria	1
- Campania	9
- Emilia Romagna	8
- Lazio	24
- Liguria	2
- Lombardia	121
- Piemonte	13
- Sicilia	2
- Toscana	11
- Trentino Alto Adige	2
- Veneto	6

Con riguardo al gruppo di appartenenza o all'assetto proprietario le SIM possono invece essere così classificate:

Soggetti proprietari	Nr. SIM
- PERSONE FISICHE	81
- ISTITUTI DI CREDITO	38
- GRUPPI FINANZIARI	31
- AGENTI DI CAMBIO	24
- SOCIETÀ DI ASSICURAZIONI	8
- BANCHE ESTERE	17 ⁽¹⁾

Da segnalare, infine, che soltanto 19 società commissionarie di borsa hanno effettuato la trasformazione in SIM e hanno ottenuto l'iscrizione all'Albo; quasi tutte sono autorizzate all'esercizio dell'attività di negoziazione in borsa. Le rimanenti 103 hanno optato per il periodo transitorio concesso dalla legge; 26 di queste, peraltro, hanno costituito una SIM di cui detengono una partecipazione di controllo.

⁽¹⁾ Le SIM di proprietà di soggetti esteri appartengono a gruppi esclusivamente bancari, di cui 10 europei, 4 USA e 3 giapponesi.



CAPITOLO III

L'INFORMAZIONE SOCIETARIA

1. I principali provvedimenti adottati e le linee direttive in materia di informazione societaria

1.1 IL RECEPIMENTO DELLE DIRETTIVE n. 78/660/CEE E N. 83/349/CEE IN MATERIA SOCIETARIA, RELATIVE AI CONTI ANNUALI E CONSOLIDATI

Nel corso del 1991 sono state recepite nel nostro ordinamento giuridico le direttive n. 78/660/CEE, avente ad oggetto la disciplina dei conti annuali, e n. 83/349/CEE avente ad oggetto la disciplina dei conti consolidati.

Con l'emanazione del decreto legislativo n. 127 del 9 aprile 1991, volto a dare attuazione alle predette direttive, si è realizzata l'armonizzazione della disciplina in materia di «conti annuali di taluni tipi di società». Restano infatti esclusi dall'applicazione della nuova disciplina del bilancio e del bilancio consolidato gli enti creditizi e le società finanziarie, ad eccezione di quelle che svolgono, in via esclusiva o prevalente, attività di *holding* di imprese non creditizie né finanziarie. Peraltro per i soggetti da ultimo richiamati è prevista l'applicazione di una apposita disciplina⁽¹⁾ emanata in attuazione della direttiva n. 86/635/CEE in materia di conti annuali e consolidati delle banche e degli altri istituti finanziari.

La normativa introdotta con il citato decreto n. 127 ha apportato importanti innovazioni in materia di informazione societaria. Infatti, anche se la nuova disciplina diventerà obbligatoria in relazione ai bilanci chiusi successivamente all'aprile 1993, alcune disposizioni già da oggi costituiscono un punto di riferimento per l'innalzamento degli *standards* qualitativi dell'informativa societaria che la globalizzazione dei mercati e le legittime aspettative degli operatori e del pubblico impongono. Si tratta in particolare delle disposizioni concernenti la ridefinizione degli schemi di bilancio, l'introduzione della nota integrativa quale parte integrante del bilancio stesso ed infine il più sistematico ed articolato sistema di principi di redazione e criteri di valutazione.

Per quanto attiene alle modifiche che il citato decreto legislativo n. 127/1991 ha apportato nell'ordinamento interno, si deve sottolineare come sia stata profondamente innovata la sezione del libro quinto del codice civile concernente il bilancio d'esercizio. Inoltre, vista la stretta connessione tra le materie, sono state introdotte alcune importanti modificazioni al d.P.R. 31.3.1975, n. 136, in materia di revisione e certificazione legale dei conti.

In particolare, risulta rilevante la nuova formulazione del comma 2 dell'art. 4 del d.P.R. n. 136 che, tra le diverse condizioni individuate dalla legge per il rilascio della relazione di certificazione, fa riferimento alla conformità del bilancio d'esercizio alle sole norme di carattere legislativo che ne disciplinano la redazione: in questo modo, è stato eliminato il riferimento ai corretti principi contabili.

Peraltro la norma così novellata, prevedendo comunque che il rilascio della certificazione sia subordinato all'accertamento che i fatti di gestione siano correttamente rilevati nelle scritture contabili, contiene un implicito rinvio ai principi contabili, che assumono il ruolo di cri-

⁽¹⁾ Vedi decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 87.

terio tecnico meramente interpretativo ed integrativo delle norme di legge in materia di formazione del contenuto dei documenti contabili.

La modificazione dell'art. 4 del d.P.R. n. 136/1975 trova fondamento nel più articolato ed analitico sistema legislativo concernente i criteri di valutazione e le modalità di rappresentazione dei conti.

Essa permetterà di superare quelle difficoltà che si presentano attualmente ai revisori, i quali nello svolgimento delle certificazioni legali fanno riferimento a due diversi corpi di regole in materia di redazione del bilancio, non sempre perfettamente coerenti tra loro: ciò comporta talvolta la formulazione di commenti non sempre improntati a sufficiente chiarezza.

Come in precedenza ricordato, il decreto legislativo n. 127/1991 ha recepito anche la disciplina sui conti consolidati di gruppo che, mediante la previsione dell'utilizzo di criteri omogenei a quelli relativi al bilancio di esercizio della controllante, ha introdotto e codificato un ulteriore importante strumento per la trasparenza dei risultati e dell'andamento gestionale delle imprese facenti parte di gruppi. Peraltro, questo strumento informativo è già ampiamente utilizzato in virtù del disposto dell'art. 3, lett. a), della legge 216/1974 che attribuisce alla Commissione il potere di prescrivere alle società ed agli enti con titoli quotati la redazione di bilanci consolidati i gruppo anche per settori omogenei.

Carattere di novità assumono le disposizioni concernenti il controllo dei bilanci consolidati e le modalità con cui devono essere portati a conoscenza dei soci.

Per ciò che concerne il primo aspetto, il decreto legislativo n. 127/1991 ha sancito il principio che il controllo sul bilancio consolidato è demandato agli stessi organi o soggetti cui è attribuito per legge quello sul bilancio di esercizio dell'impresa controllante; da ciò discende che se la controllante è sottoposta tanto a controllo sindacale (organi) quanto a certificazione di una società di revisione (soggetti) anche il bilancio consolidato dovrà essere controllato e dai sindaci e dai revisori.

1.2 RECEPIMENTO DELLE DIRETTIVE N. 78/855/CEE E N. 82/891/CEE IN MATERIA DI FUSIONI E SCIS- SIONI SOCIETARIE

Nel corso del 1991, il decreto legislativo n. 22 del 16 gennaio 1991, volto a dare attuazione alle direttive n. 78/855/CEE e n. 82/891/CEE in materia di fusioni e scissioni societarie, ha apportato sostanziali modifiche alla previgente disciplina in materia di fusione e ha introdotto *ex novo* l'istituto della scissione societaria.

Per quanto attiene al primo aspetto, il citato decreto legislativo prevede l'obbligo di nuovi adempimenti informativi tendenti a migliorare sensibilmente la qualità e la quantità dei dati e delle notizie complessivamente forniti dalle società partecipanti alle operazioni considerate.

Tra i riferiti adempimenti informativi, si ricorda l'obbligo di redazione di un progetto di fusione soggetto a pubblicazione, mediante deposito ed iscrizione nel registro delle imprese. Il contenuto del progetto di fusione è analiticamente determinato e comprende tra l'altro il rapporto di cambio, le modalità di assegnazione delle azioni dell'incorporante o della società che risulta dalla fusione, la data a decorrere dalla quale le operazioni sono imputate al bilancio dell'incorporante o della società che risulta dalla fusione.

Sempre nell'ottica di una più ampia e completa informazione, si evidenzia la disposizione in forza della quale gli amministratori sono tenuti a redigere una relazione che illustri e giustifichi, sotto il profilo giuridico ed economico, il progetto di fusione ed in particolare il rapporto di cambio ed i criteri che lo hanno determinato; ed, inoltre, la norma che prevede una relazione redatta da esperti indipendenti, o da società di revisione per le società quotate, sulla congruità del rapporto di cambio, sull'adeguatezza dei metodi seguiti dagli amministratori per la determinazione dello stesso, nonché sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di tali metodi.

L'entrata in vigore della nuova disciplina non ha, comunque, comportato il venire meno della prassi, ormai consolidata, in base alla quale gli amministratori di società con azioni quotate in borsa provvedono a mettere a disposizione dei soci e del mercato, nelle operazioni

di fusione più importanti, un documento informativo che prevede dati e notizie sull'operazione di fusione e sulle società partecipanti aggiuntivi rispetto a quelli contenuti nella documentazione prevista *ex lege*.

Si pensi, in particolare, alle conclusioni della relazione peritale di stima, alla compagine azionaria risultante successivamente alla fusione, ai bilanci consolidati con le relative note esplicative e relazioni di certificazione, all'elenco delle partecipazioni detenute alla data di pubblicazione del documento informativo nonché a tutte le informazioni relative a specifici aspetti dell'operazione di fusione che, di volta in volta, a seconda dei casi, è rilevante portare a conoscenza del mercato.

Si evidenzia che le forme di pubblicità previste per tale documento informativo, messo a disposizione non solo degli azionisti che intervengono alle assemblee deliberanti ma di chiunque ne faccia richiesta presso le sedi delle società partecipanti alla fusione e presso i Comitati direttivi degli agenti di cambio di tutte le borse valori, tendono a garantire una più ampia diffusione delle informazioni in esso contenute.

Per quanto concerne l'istituto della scissione, il citato decreto legislativo prevede adempimenti informativi equivalenti a quelli contemplati in ipotesi di fusione.

A tal proposito, il decreto legislativo n. 89 del 27 gennaio 1992, con il quale è stata data attuazione alle direttive CEE 79/279, 80/390 e 87/345 (concernenti il coordinamento delle condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto informativo da pubblicare per l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale nelle borse valori), ha integrato l'art. 4, n. 2, della legge 7 giugno 1974, n. 216, estendendo anche alle operazioni di scissione l'obbligo di comunicazione preventiva alla Consob previsto in occasione di operazioni di fusione.

Peraltro, la Commissione non ha fino ad ora riscontrato alcun caso relativo a tale nuovo istituto.

1.3 L'AMMISSIONE ALLA QUOTAZIONE UFFICIALE DI TITOLI EMESSI DA SOCIETÀ ESTERE

Nel corso dell'anno 1991 si sono concluse le istruttorie relative all'ammissione alla quotazione in Italia delle azioni di due società estere: Bayer A.G. e Volkswagen A.G..

Come già accennato nella relazione per l'anno 1990, tale risultato è stato reso possibile dalle innovazioni introdotte dall'art. 20, comma 9, della legge 2 gennaio 1991, n. 1. Tale norma infatti ha previsto la possibilità per la Consob di derogare alle previsioni di cui agli articoli 1/4, 1/5, 1/5 *bis* e 1/17, al fine di consentire l'applicazione alle società estere del regime giuridico in vigore nel paese di origine.

Sulla base della nuova normativa, con delibera n. 5208 del 20 febbraio 1991, è stato modificato, tra l'altro, l'art. 7 del regolamento di ammissione a quotazione, prevedendo, al primo comma, che: «Gli emittenti di diritto estero devono dimostrare che non sussistono impedimenti alla sostanziale 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».

L'introduzione del principio dell'osservanza sostanziale degli obblighi ha permesso, quindi, di derogare al puntuale adempimento delle disposizioni sopra menzionate, prevedendo che il rapporto esistente società-Consob-mercato venisse mutato, nei confronti degli emittenti esteri, in un rapporto diretto società-mercato, con l'obiettivo di garantire ai risparmiatori l'immediata conoscenza delle informazioni concernenti eventi rilevanti che venissero diffuse nel paese di origine dell'emittente. Il controllo della Consob pertanto viene limitato alla vigilanza sull'andamento del titolo considerato mentre quella sull'impresa viene già effettuata dai competenti organi di vigilanza del paese di origine.

Alla luce di quanto sopra esposto la Consob, nel corso dell'istruttoria relativa all'ammissione a quotazione delle azioni delle predette società, ha operato un confronto fra la normativa italiana ed il regime giuridico del paese d'origine dell'emittente, tendendo ad individuare in quest'ultimo quelle disposizioni la cui applicazione nei confronti delle società interessate garantisse la sostanziale osservanza degli adempimenti in tema di informativa societaria vigenti nel nostro paese.

In particolare, ha proceduto ad un attento esame delle disposizioni tedesche in materia societaria, individuando nei principali testi normativi — il codice di commercio, la legge che regola il funzionamento delle società per azioni (*Aktiengesetz*), la legge sulla borsa (*Borsengesetz*) e il regolamento di ammissione a quotazione — le disposizioni che prevedono obblighi di informativa continua sostanzialmente assimilabili a quelli vigenti nell'ordinamento italiano ed ai quali le predette società sono assoggettate.

Le menzionate società hanno assunto l'impegno di ottemperare ai predetti obblighi anche nei confronti del mercato italiano provvedendo ad esplicitare tale impegno in un'apposita sezione del prospetto informativo predisposto per l'ammissione a quotazione dei titoli; inoltre, sempre nel prospetto, è prevista un'appendice nella quale vengono esposte le principali disposizioni in materia societaria e del mercato mobiliare vigenti nel paese d'origine dell'emittente, al fine di permettere al risparmiatore e al mercato italiano di prenderne conoscenza.

La Commissione, infine, ha emanato una delibera nella quale ha previsto che i medesimi obblighi disposti nei confronti del mercato venissero assolti nei confronti della Consob stessa.

La circostanza che i due emittenti avessero sede in un paese facente parte della Comunità Europea ha sicuramente agevolato l'individuazione nell'ordinamento d'origine di quei principi generali comunque necessari al fine di garantire la sostanziale osservanza delle disposizioni italiane: infatti, l'armonizzazione delle diverse discipline prevista dalle direttive comunitarie ha permesso di individuare una adeguata uniformità nella normativa in materia tra i due ordinamenti nazionali.

2. L'assemblea ordinaria convocata ai sensi dell'art. 2364 c.c.

2.1 GLI INTERVENTI DELLA COMMISSIONE PRECEDENTI ALLE ASSEMBLEE DI APPROVAZIONE DEL BILANCIO

La Commissione nel corso del 1991, a seguito dell'esame della documentazione relativa al bilancio d'esercizio inviata dagli amministratori ai sensi dell'art. 1/4, legge 7 giugno 1974, n. 216, ha richiesto più volte, in forza dell'art. 1/3, lett. b), della stessa legge, l'integrazione di tale documentazione affinché gli azionisti avessero una visione chiara e precisa della gestione dell'azienda e dei relativi accadimenti societari.

Come già evidenziato nella precedente Relazione annuale, talune società predispongono la documentazione relativa ai progetti di bilancio da presentare in assemblea in modo non conforme a quanto previsto dalla legge.

Al riguardo, si rileva che fattispecie piuttosto ricorrente è la mancata trasmissione delle copie integrali dell'ultimo bilancio delle società controllate con particolare riguardo alle controllate indirette e del prospetto dei dati essenziali dell'ultimo bilancio delle società collegate (art. 2424 c.c.). Inoltre, per ciò che attiene alle società finanziarie con azioni quotate in borsa, si è spesso riscontrata l'incompletezza dell'informativa contenuta nella relazione del consiglio di amministrazione rispetto alle prescrizioni di cui alle lettere a), b), c) ed e) dell'art. 2 del d.P.R. 31 marzo 1975, n. 137.

Di frequente è stato verificato che le partecipazioni detenute in società a responsabilità limitata sono iscritte ad un valore superiore alla quota di pertinenza del patrimonio netto contabile della partecipata risultante dall'ultimo bilancio. In tale ipotesi, che rappresenta una deroga all'art. 2425, n. 5, c.c., gli interventi hanno mirato a garantire che l'informativa contenuta nelle relazioni al bilancio evidenziasse puntualmente la ricorrenza della citata deroga nonché le speciali ragioni idonee a giustificarla.

Sotto diverso profilo la Commissione è intervenuta per rendere trasparenti le condizioni e i prezzi in occasione di cessioni e di acquisti di partecipazioni infragruppo. Infatti, nell'ipotesi di mancata indicazione dell'esistenza di apposite perizie estimative, ha richiesto di fornire all'assemblea degli azionisti un'adeguata informativa al riguardo.

Sono stati, altresì, effettuati interventi tesi ad ottenere più dettagliate informazioni su voci del conto economico, quali proventi ed oneri straordinari, in considerazione della rilevanza che tali voci assumono nella determinazione dei risultati di bilancio.

Ulteriori interventi, infine, hanno riguardato la richiesta di notizie integrative in ordine alle motivazioni di determinate appostazioni contabili relative a specifici accantonamenti a fondi del passivo nonché in ordine all'esatta natura di tali fondi.

Per ciò che concerne i bilanci consolidati la Commissione è dovuta spesso intervenire richiedendo l'iscrizione ed il dettaglio dei conti d'ordine, informazione ritenuta importante per avere un'immagine complessiva degli impegni del gruppo.

Si rileva inoltre che l'84% delle società alle quali la Consob ha prescritto la redazione del bilancio consolidato presenta tale bilancio agli azionisti in occasione dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio d'esercizio.

Sotto questo profilo ulteriori interventi della Commissione si sono resi necessari nei casi in cui al momento dell'approvazione da parte dell'assemblea del bilancio d'esercizio non fosse disponibile il bilancio consolidato. In particolare, in presenza di una valutazione delle partecipazioni nel progetto di bilancio con il metodo del costo, è stato richiesto di evidenziare gli effetti che si sarebbero prodotti sul patrimonio netto e sul risultato d'esercizio valutando le partecipazioni con il metodo del patrimonio netto. Con tali richieste si è perseguito il fine di far conoscere agli azionisti l'entità dell'utile e del patrimonio netto del gruppo, che in dettaglio risulteranno dal bilancio consolidato.

2.2 L'IMPUGNATIVA DELLA DELIBERAZIONE DI APPROVAZIONE DEL BILANCIO

Come già lo scorso anno, l'attività svolta dalla Commissione sui contenuti dei bilanci approvati dall'assemblea degli azionisti e sui relativi criteri di valutazione ha portato all'evidenziazione di alcuni casi che hanno comportato l'attivazione del potere previsto dall'art. 6 del d.P.R. 31 marzo 1975, n. 136.

Le azioni di impugnativa, proposte nell'anno di riferimento, hanno riguardato il bilancio chiuso al 31 ottobre 1990 della Scotti Finanziaria s.p.a. approvato dall'assemblea del 20 maggio 1991; i bilanci chiusi al 31 dicembre 1990 della Industrie Secco s.p.a. e della Worthington s.p.a. approvati dalle rispettive assemblee del 30 aprile 1991; i bilanci chiusi al 31 dicembre 1990 della FIAR s.p.a. e della Europa Metalli-LMI s.p.a. entrambi approvati dalle rispettive assemblee del 13 maggio 1991 ed infine il bilancio chiuso al 31 dicembre 1990 della Finanziaria Pozzi Ginori s.p.a. approvato dall'assemblea del 24 maggio 1991.

Le procedure contabili che si è ritenuto di dover contestare sono, pur con specifiche caratteristiche e peculiarità, sostanzialmente riconducibili alla rivalutazione di beni in assenza delle condizioni previste dall'ultimo comma dell'art. 2425 c.c., con contestuale accredito al conto economico della relativa plusvalenza, ovvero all'utilizzo di poste del patrimonio netto con contropartita ai ricavi d'esercizio o, ancora, per l'iscrizione di specifici fondi nel passivo del bilancio.

Nel primo caso, la Commissione ha ritenuto, in accordo con la dottrina e la giurisprudenza prevalenti, che la valutazione dei cespiti aziendali ad un valore superiore a quello di libro non sia conforme alle condizioni prescritte dall'art. 2425, ultimo comma, c.c. per la deroga ai criteri di valutazione in esso statuiti qualora non siano emanate apposite leggi speciali o non si verificano eventi di carattere eccezionale che modifichino radicalmente la natura economica dei beni e dei processi produttivi d'impresa in cui gli stessi sono inseriti.

Inoltre appare opportuno sottolineare come le procedure contabili attuate comportino, mediante l'accredito al conto economico della plusvalenza da rivalutazione, una sovrastima del risultato di esercizio. Mediante l'azione d'impugnativa la Commissione ha voluto quindi contrastare le politiche di bilancio tendenti alla «normalizzazione» del risultato d'esercizio per neutralizzare gli effetti sui conti della società, prodotti dal negativo andamento dell'attività esercitata o, più in generale, dalla congiuntura.

Per ciò che concerne l'utilizzo di poste di patrimonio netto la Commissione ha espresso l'avviso di non poter condividere l'utilizzo di riserve a conto economico effettuato per neutralizzare l'impatto sul risultato d'esercizio di singoli componenti negativi di reddito in quanto anch'esso è in contrasto con i postulati della chiarezza e precisione del bilancio.

Parimenti si è ritenuto non conforme alle disposizioni vigenti l'utilizzo di componenti del patrimonio netto per la costituzione o l'incremento di specifici fondi del passivo, essendo tale procedura in contrasto con una corretta rappresentazione dell'andamento economico in ossequio ai criteri di redazione del bilancio che impongono la formazione o l'incremento dei fondi stessi in sede di determinazione del risultato d'esercizio.

Infine si segnala, con riferimento alla proposizione dell'azione d'impugnativa sul bilancio della Worthington s.p.a., come l'assemblea della società, tenutasi il 16 gennaio 1992, abbia provveduto ad approvare nuovamente il bilancio d'esercizio contestato rimuovendo le irregolarità riscontrate dalla Commissione. Anche la Finanziaria Pozzi Ginori s.p.a. ha provveduto, nell'assemblea del 10 marzo 1992, ad approvare un nuovo bilancio d'esercizio per il 1990, allo scopo di eliminare le irregolarità che hanno indotto la Consob ad impugnare il bilancio precedentemente approvato.

3. Le relazioni semestrali

Con il decreto legislativo 9 aprile 1991, n. 127, che ha recepito le direttive comunitarie in materia di bilanci d'esercizio e di bilanci consolidati (IV e VII direttiva), è stata data concreta attuazione al quadro contabile di riferimento nel quale avrebbe dovuto inserirsi la normativa di attuazione della direttiva CEE n. 82/121 concernente la redazione della relazione semestrale da parte delle società con azioni quotate in borsa. Quest'ultima direttiva infatti rinvia per quanto riguarda gli aspetti contabili alla predetta direttiva comunitaria in materia di bilanci di esercizio.

Come noto la Commissione, in virtù della potestà regolamentare ad essa attribuita dall'art. 2429 *bis* c.c., aveva provveduto ad emanare con delibera n. 2837 dell'8 aprile 1987 un regolamento contenente norme attuative della direttiva in questione, nonché una raccomandazione in merito all'utilizzo di schemi contabili per la presentazione della situazione patrimoniale e finanziaria e del conto economico infrannuale ed ai criteri per la compilazione del commento relativo all'andamento del semestre.

La Commissione aveva inoltre previsto che, in via transitoria e fino all'entrata in vigore delle norme attuative della IV direttiva, le società potessero fornire i dati della situazione patrimoniale, finanziaria ed economica del semestre considerando i soli risultati lordi della gestione.

Va da sé che il venir meno del regime transitorio individuato dovrà necessariamente coincidere con il primo semestre dell'esercizio successivo a quello nel quale la predisposizione del bilancio d'esercizio dovrà essere fatta secondo la disciplina dettata dal citato d. lgs. n. 127.

Il diverso e nuovo quadro normativo porterà inoltre a rivedere il contenuto della raccomandazione concernente gli schemi, nell'ottica di conseguire una uniforme applicazione nel tempo dei criteri di esposizione dei conti sia annuali che semestrali.

La Commissione infatti è dell'avviso che tale uniforme applicazione rappresenta un presupposto indispensabile per garantire al mercato quel flusso informativo continuo e comparabile nel tempo e nello spazio che può consentire agli investitori una consapevole valutazione dell'andamento aziendale delle società.

Peraltro, sempre nell'ottica di garantire al mercato la comparabilità nel tempo dei dati contabili, la Commissione, nel corso di quest'anno, è intervenuta richiamando l'attenzione delle società, che hanno redatto i prospetti riclassificati annuali secondo criteri diversi da quelli utilizzati in occasione della redazione della semestrale, sul particolare rilievo che assume, a prescindere dagli schemi di riclassifica adottati, l'uniforme utilizzazione nel tempo di tali schemi.

Dalla consueta analisi effettuata sulle relazioni semestrali inviate nel corso del 1991 è emerso che circa il 46% delle società ha evidenziato nei prospetti contabili il risultato netto, il 35% il risultato al netto delle imposte, mentre il 19% si è avvalso della facoltà prevista dal regime transitorio di fornire informazioni in misura più limitata rispetto a quanto previsto nei prospetti contabili raccomandati.

Infine il 73% delle società alle quali la Consob ha prescritto il bilancio consolidato ha redatto la semestrale in forma consolidata.

4. L'assemblea straordinaria

Nel corso dell'anno di riferimento, le assemblee straordinarie sono state convocate per deliberare da un lato su proposte di intervento sul capitale sociale, emissioni obbligazionarie e fusioni, dall'altro su proposte di modifica della denominazione sociale, di cambiamento dell'oggetto sociale, di spostamento della chiusura dell'esercizio sociale o di variazione della durata della società.

Le predette assemblee hanno, altresì, riguardato l'attribuzione agli amministratori della facoltà di emettere obbligazioni e/o aumentare il capitale sociale ai sensi degli artt. 2420 *ter* e 2443 c.c..

Nel corso del 1991, a seguito dell'esame della documentazione predisposta dai consigli di amministrazione in vista delle assemblee convocate in sede straordinaria per deliberare operazioni sul capitale, la Commissione è intervenuta più volte invitando le società ad integrare l'informativa predisposta per gli azionisti con ulteriori dati e notizie riguardanti le motivazioni, la destinazione dei mezzi raccolti e i criteri di determinazione del sovrapprezzo.

Gli aumenti di capitale deliberati nel corso del 1991 da società con azioni quotate in borsa hanno segnato rispetto all'anno precedente complessivamente un calo del 41,7%, passando da L. 4.300 mld. del 1990 a L. 2.508 mld. del 1991.

Il decremento riscontrato è stato più marcato per gli aumenti di capitale in forma gratuita, che sono passati nel biennio da L. 1.451 mld. a L. 190 mld., rispetto agli aumenti a pagamento, che sono ammontati nel 1991 a L. 2.318 mld. con una variazione negativa del 18,6% rispetto al 1990.

I sovrapprezzi richiesti sugli aumenti di capitale a pagamento sono stati pari a L. 3.043 mld. (-35,9 rispetto al 1990).

Ne discende che la domanda complessiva di mezzi liquidi, rappresentata dalla somma degli aumenti di capitale a pagamento e dei relativi sovrapprezzi richiesti, è stata di L. 5.361 mld. manifestando una variazione in diminuzione del 29,4% rispetto all'anno precedente.

Passando poi all'analisi dei due settori pubblico e privato, si rileva che il settore privato nel 1991 ha deliberato aumenti a pagamento per un importo di L. 1.106 mld. (-58,2% rispetto al 1990), mentre per il settore pubblico l'importo è stato pari a L. 1.212 mld. (+500% rispetto al 1990).

La richiesta complessiva di mezzi liquidi è stata per il settore privato di L. 3.577 mld. (-50,3% rispetto al 1990) mentre per il settore pubblico la richiesta è ammontata a L. 1.784 mld. (+349% rispetto al 1990).

Gli aumenti gratuiti di capitale deliberati dal settore privato nel 1991 sono stati pari a L. 141 mld. (-65,6% rispetto al 1990) mentre quelli deliberati dal settore pubblico sono ammontati a L. 49 mld. contro i 1.041 mld. registrati nel 1990.

Considerando la tipologia dei titoli, emerge che nel corso dell'anno le società hanno deliberato di emettere azioni di risparmio per un valore di L. 450 mld. (-88% rispetto al 1990), pari all'8,8% del totale aumenti di capitale deliberati.

Per quel che concerne, infine, le operazioni sul capitale eseguite nel corso del 1991, si rileva che esse sono passate da L. 8.964 mld. del 1990 a L. 4.869 mld. del 1991, manifestando una variazione in diminuzione del 46%.

I dati rilevano che le imprese private hanno complessivamente raccolto capitali per L. 3.373 mld. (pari al 69,3% del totale capitali raccolti), mentre le imprese pubbliche per L. 1.496 mld. (pari al 30,7% del totale capitali raccolti). Il calo registrato rispetto all'anno precedente dal settore privato è stato del 49,9%, mentre quello del settore pubblico è stato del 33,8%.

Si rappresenta, infine, che l'operazione di aumento del capitale sociale eseguita dalle Assicurazioni Generali s.p.a. ha costituito, per la rilevanza dei mezzi raccolti e per la novità delle modalità stesse di attuazione, l'operazione di maggior rilievo del 1991.

Tale aumento è stato realizzato mediante l'emissione di n. 145,7 milioni di azioni ordinarie al prezzo di L. 12.000 (di cui L. 10.000 a titolo di sovrapprezzo) per un controvalore di L. 1.749 mld., destinate al servizio di un pari numero di warrant di durata decennale.

Per la prima volta, in considerazione delle modalità di attuazione del suddetto aumento di capitale, sono state applicate le previsioni contenute nel comma 7 dell'art. 2441 c.c.. La

peculiarità dell'operazione in esame ha comportato inoltre che un apposito consorzio diretto da Mediobanca sottoscrivesse sia le azioni che i relativi warrant, provvedendo alla successiva offerta in opzione di questi ultimi agli azionisti delle Assicurazioni Generali s.p.a. al prezzo di L. 6.000.

Agli azionisti è stata data la possibilità di acquisire le azioni delle Assicurazioni Generali con un successivo ulteriore esborso di L. 6.000, esercitando tali warrant immediatamente ovvero per un periodo massimo di 10 anni.

Le riferite modalità di attuazione hanno rivestito particolare rilevanza in considerazione sia della composizione dell'assetto azionario delle Assicurazioni Generali sia della circostanza che il principale azionista di quest'ultima compagnia ha diretto il suddetto consorzio. Ciò ha comportato la necessità per tale azionista di ottenere l'autorizzazione dell'ISVAP (istituto preposto alla vigilanza sulle società di assicurazione) ai sensi dell'art. 10 della legge 9 gennaio 1991, n. 20⁽¹⁾.

È stato, peraltro, precisato che per le azioni detenute dal Consorzio al servizio dei warrant non ancora esercitati ciascun partecipante al Consorzio stesso avrebbe esercitato autonomamente il diritto di voto.

In considerazione della complessità e della peculiarità dell'operazione la Consob si è assicurata che l'informativa fornita al mercato fosse completa ed esauriente sia al momento deliberativo che in quello in cui l'operazione ha avuto esecuzione.

L'operazione ha consentito alla società di reperire i mezzi finanziari necessari sia per soddisfare le esigenze di sviluppo nei vari mercati delle società controllate e collegate che per perseguire la strategia di una crescente presenza sui mercati esteri.

Le società hanno deliberato l'emissione di obbligazioni convertibili per un ammontare di L. 379,5 mld..

Gli interventi della Commissione riguardanti le proposte di modifica dell'oggetto sociale sono stati finalizzati a far conoscere all'assemblea le valutazioni degli amministratori in ordine alla eventuale spettanza agli azionisti del diritto di recesso di cui all'art. 2437 c.c. e, nell'ipotesi positiva, le modalità ed i termini previsti per l'esercizio di tale diritto e per il pagamento nei confronti dei soci recedenti del relativo rimborso.

A seguito dell'emanazione del d. lgs. 16 gennaio 1991, n. 22 in tema di fusioni e scissioni societarie la Commissione ha riscontrato un miglioramento nella qualità dell'informativa fornita dalle società agli azionisti in occasione delle riunioni convocate in sede straordinaria per deliberare in merito a proposte di fusione.

Le motivazioni sottostanti a tali operazioni possono generalmente ricondursi all'esigenza di semplificare e di razionalizzare la struttura del gruppo, attraverso la realizzazione di sinergie, scaturenti dall'integrazione delle attività di carattere produttivo, commerciale e finanziario.

Le operazioni di fusione più rilevanti effettuate nel corso del 1991 sono state la fusione per incorporazione della Arnoldo Mondadori Editore s.p.a. nella AME Finanziaria s.p.a., dell'Editoriale La Repubblica s.p.a. nella Cartiera di Ascoli s.p.a., della Società Meridionale Finanziaria s.p.a. nella Alivar s.p.a., della Fideuram s.p.a. nella Banca Manusardi s.p.a. e del Banco di Perugia s.p.a. nella Banca Toscana s.p.a..

Le assemblee straordinarie degli azionisti dell'AME Finanziaria s.p.a. e dell'Arnoldo Mondadori Editore s.p.a. hanno approvato, su proposta dei rispettivi consigli di amministrazione, in data 30 luglio, la fusione per incorporazione dell'Arnoldo Mondadori Editore s.p.a. nella AME Finanziaria s.p.a..

L'assemblea della AME Finanziaria s.p.a. ha tra l'altro deliberato su proposta del consiglio di amministrazione il cambiamento della denominazione sociale in «Arnoldo Mondadori Editore», nonché la variazione dell'oggetto sociale, assumendo quello editoriale della società incorporata.

(1) La disciplina sul controllo delle partecipazioni in imprese o enti assicurativi (legge n. 20/1991) assoggetta l'assunzione di partecipazioni di controllo nel capitale di imprese ed enti assicurativi ad apposita autorizzazione da parte dell'ISVAP. Inoltre l'art. 10 della stessa legge introduce una presunzione legale di controllo quando un socio possiede più di un decimo del numero totale delle azioni ordinarie se si tratta di società con azioni quotate in borsa.

Pertanto agli azionisti della AME Finanziaria s.p.a. è stato riconosciuto il diritto di recedere dalla società ai sensi dell'art. 2437 c.c..

In esecuzione delle delibere assembleari ed a seguito della stipula dell'atto di fusione avvenuta in data 29 novembre 1991 sono state annullate senza sostituzione le azioni Arnoldo Mondadori Editore s.p.a. detenute dalla AME Finanziaria s.p.a..

Agli azionisti della Arnoldo Mondadori Editore s.p.a. diversi dall'incorporante sono state assegnate, in sostituzione delle azioni da essi detenute nella incorporata e annullate, azioni della AME Finanziaria sulla base del rapporto di cambio di 5 azioni ordinarie AMEF contro 2 azioni ordinarie AME, 7 azioni ordinarie AMEF contro 4 azioni privilegiate AME, 5 azioni di risparmio AMEF contro 2 azioni di risparmio AME.

Le motivazioni che hanno suggerito l'attuazione dell'operazione sono quelle relative al conseguimento di vantaggi e sinergie di tipo finanziario amministrativo societario e di ordine fiscale.

Le assemblee straordinarie della Cartiera di Ascoli s.p.a. e dell'Editoriale la Repubblica s.p.a., società non quotata, hanno deliberato in data 14 ottobre 1991 la fusione per incorporazione dell'Editoriale La Repubblica s.p.a. nella Cartiera di Ascoli s.p.a..

L'assemblea dell'incorporante ha tra l'altro approvato il cambiamento di denominazione sociale in «Editoriale La Repubblica».

A seguito della stipula dell'atto di fusione avvenuta in data 10 dicembre 1991 sono state annullate senza sostituzione le azioni Editoriale la Repubblica detenute dalla Cartiera di Ascoli s.p.a..

Sono state invece annullate e sostituite con azioni della Cartiera di Ascoli s.p.a. in ragione di 8 azioni Cartiera di Ascoli ogni azione Editoriale La Repubblica, le azioni Editoriale la Repubblica in possesso di azionisti diversi dall'incorporante.

La fusione è stata realizzata allo scopo di ammettere alla quotazione ufficiale i titoli dell'Editoriale La Repubblica in tempi relativamente brevi.

Le assemblee degli azionisti della SME-Società Meridionale Finanziaria s.p.a. e dell'Alivar s.p.a. hanno deliberato rispettivamente in data 26 e 25 giugno 1991 la fusione per incorporazione dell'Alivar s.p.a. nella SME s.p.a..

La fusione è avvenuta con un rapporto di cambio di n. 7 azioni SME contro 2 azioni Alivar e senza conguaglio in denaro.

La fusione è motivata dalla trasformazione dell'Alivar da società operativa a società di pura gestione di partecipazione e trova fondamento nell'esigenza di razionalizzare la struttura del gruppo.

Le assemblee straordinarie degli azionisti della Banca Manusardi & C. s.p.a. e della Fideuram s.p.a. hanno deliberato il 9 agosto 1991 la fusione per incorporazione della Fideuram s.p.a. nella Banca Manusardi & C. s.p.a..

Sono state assegnate n. 25 azioni ordinarie della Banca Manusardi & C. s.p.a. da nominali L. 500 ogni n. 5 azioni ordinarie o privilegiate Fideuram da nominali L. 1.000.

L'operazione ha consentito di realizzare la costituzione di un sistema integrato banca-rete attraverso l'utilizzazione della rete commerciale della Fideuram s.p.a. e la valorizzazione della struttura organizzativo-amministrativa della Banca Manusardi & C. s.p.a..

La fusione per incorporazione della Banca di Perugia s.p.a. nella Banca Toscana s.p.a. è stata deliberata dalle assemblee delle medesime società rispettivamente il 23 e 22 luglio 1991.

Agli azionisti del Banco di Perugia s.p.a. sono state assegnate n. 3 azioni ordinarie Banca Toscana s.p.a. ogni n. 16 azioni Banco di Perugia s.p.a. della medesima categoria.

Le motivazioni che hanno suggerito l'operazione sono quelle relative al rafforzamento della struttura operativa ed al conseguimento di una maggiore dimensione aziendale.

Tutte le società interessate alle operazioni di fusione sopra descritte hanno predisposto e messo a disposizione delle rispettive assemblee deliberanti e di chiunque interessato, presso i Comitati direttivi degli agenti di cambio e presso le proprie sedi sociali, un documento informativo relativo ai termini ed alle modalità di tali operazioni.

Pareri espressi dalla Consob ai sensi del decreto legislativo 20 novembre 1990, n. 356

La legge 30 luglio 1990, n. 218 ha introdotto disposizioni in materia di ristrutturazione ed integrazione patrimoniale degli istituti di credito di diritto pubblico; il decreto legislativo 20 novembre 1990, n. 356 concernente la ristrutturazione e la disciplina del gruppo creditizio, ha integrato la suddetta normativa.

La Consob ha fornito alla Banca d'Italia, secondo quanto disposto dall'art. 2 del citato decreto, le proprie osservazioni in ordine ai contenuti dei progetti di ristrutturazione concernenti la Banca Nazionale del Lavoro e il Banco di Napoli, considerata l'esistenza di titoli quotati in borsa emessi dai predetti soggetti.

La Commissione, infine, nelle ipotesi di conversione in azioni di titoli di partecipazione al capitale emessi dagli enti creditizi pubblici, effettuate ai sensi dell'art. 8 e secondo quanto contenuto nei progetti di cui all'art. 2 del decreto legislativo n. 356/1990, ha provveduto ad esprimere al Ministero del tesoro il parere, previsto dall'art. 10 del medesimo decreto, concernente i termini e le condizioni del relativo rapporto di cambio.

5. L'informativa concernente le partecipazioni rilevanti

Nel corso del 1991, rilevanza particolare ha assunto l'elaborazione delle nuove disposizioni in materia di partecipazioni rilevanti predisposte da un apposito Gruppo di lavoro costituito presso il Ministero del tesoro cui hanno partecipato rappresentanti della Consob e della Banca d'Italia. Tali disposizioni, volte a dare attuazione alla direttiva 88/627/CEE relativa alle informazioni da pubblicare al momento dell'acquisto o della cessione di una partecipazione importante in una società quotata in borsa, sono state introdotte nel nostro ordinamento con il decreto legislativo del 27 gennaio 1992, n. 90.

La direttiva prevede che chiunque acquisti o ceda una partecipazione in una società quotata in una borsa di uno o più stati membri ed a seguito di tale operazione la percentuale dei diritti di voto detenuta raggiunga o oltrepassi la soglia del 10%, 20%, 1/3, 50% e 2/3 del capitale della società con diritto di voto, o scenda al di sotto di tali soglie, ha l'obbligo di informare dell'operazione la società partecipata e l'Autorità di controllo competente entro sette giorni dalla data della stessa. Tali comunicazioni devono essere rese pubbliche entro nove giorni dalla società partecipata ovvero dall'Autorità competente. Ai fini della determinazione della partecipazione, vengono assimilati ai diritti di voto detenuti direttamente quelli detenuti indirettamente tramite società controllate, fiduciarie o per interposta persona; a titolo di pegno, usufrutto, riporto e deposito, nonché quelli detenuti da terzi con i quali si è concluso un accordo per l'esercizio concertato di essi, e quelli che si possono acquistare, di propria iniziativa, in virtù di accordo formale. La direttiva inoltre contempla, ai fini della medesima disciplina, un concetto di controllo che, come sarà esposto in seguito, solo in parte si identifica con quello delineato dall'art. 2359 c.c.. Infine, essa prevede che l'acquirente di una partecipazione importante, qualora appartenga ad un insieme di imprese tenute alla redazione di un bilancio consolidato, sia esentato dall'obbligo di effettuare la comunicazione relativa all'acquisto stesso ove quest'ultima venga resa dalla società capogruppo ovvero dalla persona fisica che la controlla.

Nel recepimento della direttiva 88/627/CEE si è tenuto presente che il sistema normativo italiano in tema di trasparenza della proprietà prevede un complesso di obblighi di comunicazione che sostanzialmente si ricollegano o richiamano la disciplina prevista dall'art. 1/5 della legge n. 216/1974.

Infatti, in primo luogo, l'art. 9 della legge 4 giugno 1985, n. 281, modificato dall'art. 31 della legge antimafia (n. 55 del 1° marzo 1990) prevede, tra l'altro, l'obbligo di comunicare anche alla Banca d'Italia le partecipazioni superiori al due per cento del capitale sociale di società quotate in borsa; in secondo luogo, la legge di riforma dell'ISVAP, all'art. 9, impone l'obbligo di comunicare allo stesso Istituto le partecipazioni eccedenti il due per cento del capitale sociale di imprese ed enti assicurativi; la legge 2 gennaio 1991, n. 1, infine, all'art. 4 opera un esplicito rinvio agli articoli 1/5 ed 1/5 bis della legge n. 216/1974 in materia di obblighi di comunicazione delle partecipazioni al capitale sociale delle società di intermediazione mobiliare.

Nell'intento di creare una disciplina omogenea della materia, nel citato decreto legislativo è stato mantenuto in vigore, con opportune modifiche ed integrazioni, l'art. 1/5⁽¹⁾ e sono state introdotte *ex novo* un complesso di norme atte a recepire le disposizioni della direttiva.

Le principali innovazioni apportate alla disciplina in esame attengono alle modalità per il calcolo delle percentuali rilevanti.

In particolare, secondo la nuova normativa, il capitale della società partecipata cui fare riferimento è esclusivamente quello sottoscritto rappresentato da azioni con diritto di voto; assumono rilievo anche le azioni detenute a titolo di deposito, nonché le azioni detenute indirettamente a titolo di pegno, usufrutto, deposito e riporto.

È stata inoltre prevista l'esenzione, sopra ricordata, dall'obbligo di comunicazione a favore del soggetto che faccia parte di un gruppo di imprese che redigono il bilancio consolidato.

Per quanto attiene alle previsioni della direttiva in tema di tempestività e diffusione dell'informazione è stato disposto che il superamento delle soglie del 10, 20, 33, 50 e 75 per cento del capitale di una società con azioni quotate in borsa o ammesse alle negoziazioni nel mercato ristretto deve essere comunicato entro due giorni alla Consob ed alla società partecipata e, entro il medesimo termine, da quest'ultima al mercato. Nei medesimi termini deve essere resa nota la riduzione della partecipazione al disotto delle suddette soglie.

È peraltro prevista la possibilità per il Ministro del tesoro, sentita la Consob, di modificare le suindicate soglie rilevanti per quelle società che presentano una particolare composizione del capitale sociale nonché l'emanazione di un regolamento da parte della Consob, d'intesa con le Autorità di vigilanza competenti per legge, per disciplinare le eventuali dispense dall'obbligo di informare il pubblico.

Le disposizioni della menzionata direttiva in tema di controllo societario comportano che ai fini dell'applicazione della disciplina in esame risulta ampliata la nozione di controllo di cui all'art. 2359 c.c.: infatti si è considerato, altresì, controllante il soggetto che, in base ad accordi con altri soci, controlla da solo la maggioranza dei diritti di voto ovvero ha il diritto di nominare o revocare la maggioranza degli amministratori.

Nel corso del 1991 la Commissione è altresì intervenuta al fine di elaborare modelli per l'adempimento degli obblighi di segnalazione di partecipazioni nelle società di intermediazione mobiliare, previsti dall'art. 4 della legge n. 1/1991⁽²⁾.

Essi ricalcano sostanzialmente i precedenti modelli per la segnalazioni di cui all'art. 1/5 della legge n. 216; sono state inoltre inserite alcune innovazioni in linea con la direttiva n. 88/627/CEE. È stato, infatti, previsto nel quadro H lo spazio per la firma del legale rappresentante delle società facenti parte della catena partecipativa, evitando così alle stesse di effettuare autonome segnalazioni (esenzione prevista dalla nuova disciplina dell'art. 1/5); uno spazio inserito a piè di pagina nel foglio n. 1 per eventuali annotazioni permetterà inoltre al dichiarante di esplicitare particolari modalità della propria partecipazione (ad esempio tramite sindacato di voto).

Sempre in tema di partecipazioni rilevanti si segnala, infine, che a seguito dell'adozione dei modelli 19/A e 19/B, approvati con deliberazione del 27 giugno 1990, si è proceduto alla definizione dei nuovi programmi di gestione meccanizzata dei dati, che hanno permesso, da un lato, una più facile e rapida consultazione degli stessi, e, dall'altro, l'elaborazione dei dati rilevanti al fine di individuare aspetti significativi nel quadro della proprietà azionaria delle società con azioni quotate in borsa o ammesse alle negoziazioni nel mercato ristretto.

⁽¹⁾ Si ritiene necessario sottolineare che l'art. 11 della legge n. 149 del 18.2.1982 pubblicato nel Suppl. Ord. alla G.U. del 21.2.1992 relativa alla disciplina delle offerte pubbliche di vendita, acquisto e scambio di titoli ha introdotto ulteriori modificazioni nei termini di invio delle comunicazioni previste dal comma 1 dell'art. 1/5.

⁽²⁾ V. delibera n. 5372 del 26 giugno 1991, pubblicata in Bollettino Consob n. 6/1991.

CAPITOLO IV

LA SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO

1. La sollecitazione del pubblico risparmio: linee direttive

1.1 LA SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO E L'ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Nel corso del 1991, l'attività normativa della Commissione in materia di sollecitazione del pubblico risparmio è stata principalmente volta ad apportare le modifiche alla relativa disciplina secondaria rese necessarie da talune previsioni contenute nella legge 2 gennaio 1991, n. 1.

Tale provvedimento legislativo contempla, nell'ambito delle attività di intermediazione mobiliare, alcune fattispecie che in precedenza erano riconducibili, per espressa previsione di legge ovvero a seguito di consolidati orientamenti interpretativi della Commissione, alla disciplina di rango primario e secondario della sollecitazione del pubblico risparmio.

Le attività di collocamento e distribuzione di valori mobiliari, di gestione di patrimoni mediante operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari e di sollecitazione del pubblico risparmio cd. porta a porta, effettuata per il tramite di promotori di servizi finanziari, sono state pertanto sottratte in larga parte all'ambito applicativo della legge n. 216/1974 e trovano attualmente una più ampia e puntuale regolamentazione nella disciplina afferente l'intermediazione mobiliare.

Peraltro le disposizioni dell'art. 1/18 e seguenti della legge n. 216 continuano a rivestire piena valenza sia con riguardo alle altre fattispecie enucleate dalle «Disposizioni di carattere generale concernenti la redazione del prospetto informativo e le modalità di pubblicizzazione dell'offerta» sia, ovviamente, in relazione ad ogni altra offerta che evidenzii connotati tali da richiederne l'applicazione.

In forza del disposto dell'art. 20, comma 10, della citata legge n. 1 del 1991 e fatte comunque salve le disposizioni legislative di recente emanate in materia di offerte di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di valori mobiliari⁽¹⁾, non sono più soggette alla normativa dell'art. 1/18, legge n. 216/1974, anche le offerte di acquisto e di vendita di valori mobiliari effettuate dagli intermediari autorizzati su mercati nazionali regolamentati e su mercati esteri riconosciuti operanti in Italia.

Tuttavia la Commissione, in considerazione della rilevanza che tali operazioni rivestono per il corretto funzionamento del mercato, ha ritenuto - in sede di predisposizione del regolamento di attuazione degli artt. 6 e 7 della legge recante norme sulla repressione del fenomeno dell'*insider trading* - di sancire precisi obblighi in ordine a modalità, termini e condizioni di diffusione delle informazioni concernenti dette operazioni.

Le scelte legislative operate hanno quindi indirizzato l'attività normativa della Commissione verso l'obiettivo di un riassetto organico della materia della sollecitazione conforme ai principi affermati nel più ampio contesto della regolamentazione dell'attività di intermediazione.

(1) V. legge n. 149 del 18.2.1992 pubblicata nel Suppl. Ord. della G.U. del 21.2.1992.

Tale ultima disciplina rappresenta, nella sua globalità, l'auspicata e non più procrastinabile evoluzione del sistema normativo concernente il mercato mobiliare.

La legge n. 77 del 1983 - successiva al primo intervento in materia di mercato mobiliare limitato alla regolamentazione dei soggetti che operavano nell'ambito del segmento borsistico e di coloro che a questo si rivolgono per soddisfare l'esigenza di reperire i mezzi necessari al finanziamento della propria attività - ha introdotto forme di tutela in relazione anche ad operazioni finanziarie non circoscritte a tale segmento, attraverso l'imposizione di specifici obblighi volti ad assicurare ai risparmiatori un adeguato patrimonio informativo sulla base del quale compiere autonomamente le proprie scelte di investimento e disinvestimento.

Il prospetto informativo costituisce, come è noto, il principale strumento attraverso il quale soddisfare tale esigenza: da un lato documento contrattuale necessario per aderire all'offerta, dall'altro, appunto, mezzo di diffusione di tutti gli elementi informativi idonei a rappresentare compiutamente gli aspetti essenziali dell'operazione proposta nonché la fisio-nomia dei soggetti che, per il tramite di tali operazioni, intendono reperire mezzi finanziari presso il pubblico dei risparmiatori.

Alla realizzazione di tale obiettivo contribuisce l'intervento della pubblica Autorità la quale vigila affinché il mercato, nella sua più ampia accezione, disponga di una informazione adeguata, completa ed accessibile.

Rispetto a tale contesto normativo, la legge n. 1 del 1991 introduce disposizioni volte a delineare ed a regolamentare l'attività dei soggetti che concorrono a coniugare le esigenze finanziarie delle imprese con l'offerta di risparmio. Agli obblighi informativi si affiancano quindi precise regole di comportamento alla cui osservanza sono tenuti gli intermediari nell'ambito dei rapporti instaurati con i potenziali investitori.

Stabilità patrimoniale, adeguata informazione e correttezza nello svolgimento dell'attività propria di tali soggetti, costituiscono pertanto i presupposti essenziali per il regolare funzionamento del mercato mobiliare.

In estrema sintesi, la legge n. 1 del 1991 rappresenta quindi il passaggio da una disciplina finalizzata a rendere trasparenti le operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari nonché i soggetti che tali operazioni pongono in essere, ad un sistema che, con riferimento agli intermediari, affianca ad obblighi informativi principi generali di stabilità patrimoniale e correttezza operativa a presidio dei quali è stato delineato un compiuto sistema di controllo attraverso la vigilanza della Consob e della Banca d'Italia.

Peraltro, non tutti i principi contenuti in tale provvedimento legislativo rivestono carattere innovativo; alcuni di essi in materia di regole di comportamento, quali, ad esempio, previsioni funzionali a regolamentare situazioni di conflitto tra l'interesse delle società fiduciarie e quello dei propri fiduciari, erano infatti già contemplati dalla disciplina dettata dalla Commissione in ordine a specifiche fattispecie riconducibili nell'ambito della sollecitazione del pubblico risparmio.

Tale circostanza dimostra ulteriormente come fosse realmente necessario e non più dilazionabile un quadro normativo di riferimento adeguato alla sempre più accentuata sofisticazione degli strumenti finanziari e delle tecniche operative degli intermediari e pertanto, in definitiva, idoneo ad assicurare il corretto ed efficiente funzionamento del mercato dei valori mobiliari.

1.2 IL RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA 89/298/CEE PER IL COORDINAMENTO DELLE CONDIZIONI DI REDAZIONE, CONTROLLO E DIFFUSIONE DEL PROSPETTO DA PUBBLICARE PER L'OFFERTA DI VALORI MOBILIARI

L'articolo 21 della legge 29 dicembre 1990, n. 428, recante disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alla Comunità Europea, detta i principi per il completo recepimento nell'ordinamento nazionale delle disposizioni della direttiva del Consiglio 89/298/CEE ⁽¹⁾.

(1) V. Relazioni annuali 1988 e 1989 per quanto concerne i contenuti della direttiva 89/298/CEE per il coordinamento delle condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto da pubblicare per l'offerta di valori mobiliari.

Si fa presente che talune delle suddette disposizioni comunitarie sono già state trasposte nell'ordinamento interno mediante una fonte normativa secondaria⁽¹⁾ in quanto, non confliggendo con alcuna disposizione legislativa vigente, non risultava necessario apportare alcuna modifica al quadro normativo di rango primario.

Nel corso del 1991 è stato predisposto a un apposito Gruppo di lavoro costituito presso il Ministero del tesoro, cui hanno partecipato rappresentanti della Consob e della Banca d'Italia, il testo del decreto legislativo volto a dare completa attuazione alla direttiva in questione attraverso la modifica di disposizioni di legge disciplinanti la materia in esame⁽²⁾.

Di seguito si illustrano le modifiche ed integrazioni apportate alla disciplina prevista dalla legge n. 216/1974 in materia di offerta al pubblico.

Preliminarmente si sottolinea che la direttiva in esame non pone alcuna limitazione per quanto attiene ai soggetti che offrono azioni, obbligazioni o titoli che permettono di acquisire azioni, obbligazioni o valori assimilabili; conseguentemente, un'offerta pubblica avente ad oggetto tali titoli è soggetta alle disposizioni della direttiva qualunque sia il soggetto che la promuove. Viceversa il comma 1 dell'art. 1/18, nel testo previgente, limitava a determinati soggetti la facoltà di procedere ad un'offerta pubblica di valori mobiliari diversi da azioni e da obbligazioni, anche convertibili, e di altre attività finanziarie. Pertanto, si è reso necessario modificare l'art. 1/18, consentendo a qualsiasi soggetto di offrire, oltre alle azioni ed obbligazioni, anche titoli che permettano di acquisire azioni, obbligazioni o valori mobiliari assimilabili.

È stato altresì previsto dal provvedimento legislativo in esame l'obbligo della certificazione dell'ultimo bilancio approvato del soggetto emittente i valori mobiliari oggetto di offerta pubblica di vendita, sottoscrizione e scambio; in tali ipotesi, la certificazione del bilancio costituisce pertanto un'ulteriore condizione - in aggiunta agli adempimenti di comunicazione preventiva e di pubblicazione del prospetto informativo - cui l'offerta stessa risulta subordinata. La disposizione di che trattasi intende far sì che il principale documento contabile del soggetto al quale i valori mobiliari suddetti sono riferibili venga verificato, al fine di una sempre maggiore tutela dei risparmiatori che investono in valori mobiliari, da una società di revisione iscritta nell'Albo speciale previsto dal d.P.R. 31.3.1975, n. 136.

Inoltre, l'esigenza che gli investitori dispongano costantemente di notizie atte a rappresentare correttamente la situazione del soggetto offerente nonché gli aspetti essenziali dell'operazione ad essi proposta ha comportato l'imposizione nei confronti del soggetto che sollecita il pubblico risparmio dell'obbligo di rendere pubblica, mediante un supplemento al prospetto informativo, ogni variazione ovvero inesattezza dei dati in esso contenuti, idonea ad influenzare la valutazione dei valori mobiliari, che si verifichi o venga riscontrata fra la data di pubblicazione del prospetto stesso e quella in cui ha termine la sollecitazione del pubblico risparmio.

Il recepimento della direttiva in esame ha inoltre conferito maggiore organicità alla disciplina interna afferente la sollecitazione del pubblico risparmio, a seguito dell'introduzione nell'ordinamento nazionale di disposizioni specifiche in materia di pubblicità di prodotti finanziari e di riconoscimento reciproco dei prospetti informativi predisposti per un'offerta pubblica.

La nuova normativa dispone che gli annunci pubblicitari possano essere diffusi esclusivamente in seguito alla pubblicazione del relativo prospetto informativo e debbano essere redatti nel rispetto dei criteri di massima che la Consob stabilirà con le disposizioni di carattere generale di cui all'art. 1/18, legge n. 216/1974. Ancorché la direttiva comunitaria preveda la possibilità di effettuare iniziative pubblicitarie precedentemente alla pubblicazione di un prospetto informativo, si è ritenuto che le iniziative suddette debbano essere necessariamente collegate ad un prospetto già pubblicato e dunque valutate alla luce della più ampia informativa in esso contenuta.

(1) V. «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», adottate con delibera n. 4173 del 18 luglio 1989 e modificate ed integrate con delibere n. 5209 del 20 febbraio 1991 e n. 5892 del 27 dicembre 1991.

(2) V. Decreto legislativo 25 gennaio 1992, n. 85.

Per quanto attiene alle specifiche competenze attribuite alla Consob nella materia in argomento, la nuova disciplina, oltre a demandare alla Commissione, come già riferito, il potere di sancire i criteri cui uniformare il contenuto degli annunci pubblicitari, prevede che questi ultimi vengano trasmessi all'organo di controllo, il quale ne valuta il contenuto esclusivamente nei casi e secondo le modalità che verranno stabiliti nelle medesime disposizioni di carattere generale e, comunque, sulla base delle caratteristiche e delle modalità di esecuzione dell'offerta. L'obbligo della preventiva comunicazione alla Consob delle iniziative pubblicitarie trova fondamento nella direttiva comunitaria, la quale collega il suddetto obbligo al fatto che l'organismo preposto effettui, a norma di legge, il controllo in ordine al prospetto informativo.

Per quanto concerne i poteri sanzionatori attribuiti alla Consob, si sottolinea che la stessa può vietare la ulteriore diffusione di annunci pubblicitari qualora i medesimi vengano diffusi in violazione delle norme di legge ovvero delle disposizioni di carattere generale sopra richiamate e, nel caso di mancata ottemperanza al citato divieto, può inibire l'esecuzione dell'operazione di sollecitazione proposta.

Come sopra richiamato sono state, altresì, recepite le disposizioni comunitarie relative al riconoscimento reciproco dei prospetti informativi pubblicati in stati membri della CEE, ovvero in stati che non ne fanno parte ma che abbiano concluso un accordo con la CEE avente ad oggetto il riconoscimento dei suddetti prospetti, nonché le norme concernenti la cooperazione tra gli stati membri ed in particolare lo scambio di informazioni tra le competenti Autorità nazionali in deroga al segreto d'ufficio cui sono tenuti tali organismi.

La previsione in sede comunitaria del mutuo riconoscimento costituisce l'espressione più significativa di una raggiunta armonizzazione legislativa ed al tempo stesso la condizione che permette l'operatività del sistema armonizzato. Infatti il principio del riconoscimento dei documenti informativi, redatti in conformità dei requisiti del paese di origine, permette di eliminare gli ostacoli che si frappongono allo sviluppo delle offerte pubbliche multinazionali e, pertanto, anche alla quotazione dei titoli nelle borse valori estere superando alla radice il difficile nodo della duplicazione autorizzativa e garantendo al tempo stesso la diffusione di una informativa adeguata ed armonizzata che consenta agli investitori di valutare i rischi dell'operazione proposta per poter prendere le decisioni di investimento con piena cognizione di causa.

In applicazione di tale principio la Consob dovrà riconoscere i prospetti informativi riguardanti un'offerta al pubblico, redatti in conformità delle disposizioni della direttiva 80/390/CEE ⁽¹⁾, già sottoposti al vaglio dell'Autorità competente di un altro stato membro della CEE ovvero di un paese terzo che abbia concluso un accordo con la CEE avente ad oggetto il riconoscimento dei suddetti prospetti.

Il riconoscimento è altresì condizionato alla circostanza che l'offerta venga lanciata in Italia simultaneamente, o ad una data ravvicinata, all'offerta effettuata nello stato ove ha sede l'Autorità che ha preventivamente controllato il prospetto e quest'ultimo venga tradotto in lingua italiana. Le uniche integrazioni che potranno essere richieste dalla Consob riguardano dati e notizie che rivestono una specifica rilevanza per il mercato italiano.

La nuova disciplina dispone inoltre che, in caso di offerta pubblica effettuata simultaneamente o in data ravvicinata in più stati membri della CEE fra cui l'Italia, la normativa applicabile è quella italiana, se l'emittente i valori mobiliari oggetto dell'offerta ha la propria sede sociale in Italia.

Sono stati altresì sanciti il principio di cooperazione tra gli stati membri nella materia di che trattasi, nonché l'obbligo della preventiva consultazione delle Autorità estere competenti da parte della Consob, qualora, nell'ipotesi di una sollecitazione pubblica avente ad oggetto titoli di partecipazione al capitale di una società o ente o valori mobiliari che attribuiscono il diritto ad acquistare tali titoli, questi ultimi siano già stati ammessi a quotazione in un altro stato membro della CEE.

⁽¹⁾ La direttiva 80/390/CEE concerne le condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto da pubblicare per l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale di borsa.

2. La sollecitazione del pubblico risparmio: i principali provvedimenti adottati

2.1 LE DISPOSIZIONI DI CARATTERE GENERALE CONCERNENTI LA REDAZIONE DEI PROSPETTI INFORMATIVI ED I MODI IN CUI L'OFFERTA DEVE ESSERE RESA PUBBLICA

Nel corso del 1991, la Commissione è intervenuta in due distinte occasioni al fine di apportare modificazioni ed integrazioni alle citate «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».

Nel mese di febbraio ha deliberato talune innovazioni⁽¹⁾ finalizzate, da un lato, ad uniformare le citate «Disposizioni di carattere generale» al regolamento per l'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale nelle borse valori⁽²⁾; dall'altro, a semplificare, rispetto a quanto già previsto, l'avviso di avvenuta pubblicazione del prospetto informativo relativo all'offerta di sottoscrizione o vendita di azioni, di obbligazioni anche convertibili in azioni o con diritto di acquisto o di sottoscrizione di azioni, di titoli rappresentativi di quote di capitale di enti pubblici esercenti attività bancaria nonché di diritti di sottoscrizione o di acquisto di titoli appartenenti ad una delle suddette categorie.

Innanzitutto, la Commissione ha uniformato il contenuto dei prospetti relativi all'offerta pubblica di titoli con quelli relativi all'ammissione alla quotazione, modificando gli schemi di riferimento concernenti le offerte pubbliche di sottoscrizione o vendita di azioni, obbligazioni (anche convertibili o con buoni di acquisto o di sottoscrizione), buoni di acquisto o di sottoscrizione, certificati di associazione in partecipazione.

In questo modo, ha perseguito lo scopo di consentire l'utilizzazione del prospetto relativo all'offerta pubblica di titoli anche per la successiva ammissione a quotazione degli stessi, nei casi in cui l'offerta sia finalizzata alla realizzazione del flottante necessario per la stessa ammissione a quotazione.

Per quanto attiene al secondo ordine di modifiche, la Commissione ha disposto che l'avviso relativo alle offerte di sottoscrizione o vendita di azioni, di obbligazioni anche convertibili in azioni o con diritti di acquisto o di sottoscrizione di azioni, di titoli rappresentativi di quote di capitale di enti pubblici esercenti attività bancaria nonché di diritti di sottoscrizione o di acquisto di titoli appartenenti ad una delle suddette categorie, di cui all'art. 2, lett. a), delle «Disposizioni di carattere generale», venga semplificato nel senso di riportare soltanto le notizie atte ad una immediata individuazione delle principali caratteristiche dell'operazione e, qualora i titoli oggetto dell'offerta siano destinati ad essere negoziati nel mercato ufficiale, la specifica indicazione di tale circostanza. Peraltro, la Commissione ha richiesto che le notizie eliminate dall'avviso a seguito della menzionata semplificazione vengano inserite nelle parti del prospetto concernenti il titolo offerto e le modalità dell'operazione.

In ragione di ciò ha introdotto l'obbligo di consegnare all'investitore copia del prospetto informativo prima del perfezionamento delle operazioni di investimento, anche in occasione delle predette offerte di cui all'art. 2, lett. a), delle «Disposizioni di carattere generale».

La Commissione, considerata l'importanza che il paragrafo relativo ai rischi dell'operazione può assumere per l'investitore, ha disposto che lo stesso venga riportato sia nell'avviso sia nella prima pagina del prospetto informativo.

Ha richiesto, inoltre, che in tale paragrafo venga specificamente evidenziata la mancata presentazione della domanda di ammissione alla quotazione e la non prevedibile presentazione della stessa, che può comportare per i sottoscrittori dei titoli oggetto dell'offerta una non agevole liquidabilità dell'investimento effettuato.

Con l'occasione, la Commissione ha inoltre disposto che i soggetti che intendono sollecitare il pubblico risparmio debbano trasmettere alla Commissione, contestualmente alla comunicazione prevista dall'art. 1/18, legge n. 216/1974, le deliberazioni, le autorizzazioni e le

(1) V. delibera n. 5209 del 20 febbraio 1991.

(2) V. delibere n. 4088 del 24 maggio 1989, n. 4530 del 28 febbraio 1990 e n. 5208 del 20 febbraio 1991.

omologazioni necessarie ai sensi di legge per l'emissione e/o la cessione dei titoli oggetto dell'operazione. Poiché i predetti documenti costituiscono i presupposti di legittimità per la realizzazione delle operazioni di che trattasi, la Commissione ha ritenuto opportuna l'acquisizione preventiva degli stessi, al fine della prosecuzione dell'istruttoria di cui sia stata investita.

Talune innovazioni alle «Disposizioni di carattere generale» sono state inoltre disposte dalla Commissione al fine di rendere meno gravosi gli adempimenti istruttori cui sono sottoposti i soggetti che intendano effettuare un'offerta rilevante ai sensi degli artt. 1/18 e seguenti della legge n. 216/1974.

Innanzitutto, ha soppresso la richiesta, formulata in via generale, di trasmissione dell'atto costitutivo e di indicazione degli estremi di pubblicazione del bilancio ai sensi dell'art. 2435 del codice civile; in secondo luogo, ha previsto che la composizione degli organi sociali non debba più essere comprovata dal certificato della Cancelleria del Tribunale competente, bensì da una autocertificazione sottoscritta dai presidenti del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale della società.

Infine, allo scopo di ridurre i tempi necessari alla conclusione dell'istruttoria, la Commissione ha disposto l'invio, unitamente al prospetto informativo che deve essere pubblicato, di una dichiarazione che autocertifichi la corrispondenza di quest'ultimo al prospetto in ordine al quale è stato deliberato il *nulla osta* al deposito.

Nel mese di dicembre 1991 la Commissione, considerata l'emanazione della normativa in materia di società di intermediazione mobiliare con la legge n. 1 del 2 gennaio 1991, e di discipline atte a favorire il migliore funzionamento e la trasparenza dei mercati mobiliari stessi, quale la legge n. 157 del 17 maggio 1991 sull'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari nonché il regolamento di attuazione degli artt. 6 e 7 della stessa legge adottato dalla Consob con delibera n. 5553 del 14 novembre 1991, ha provveduto, come già riferito in precedenza, ad una ulteriore revisione delle citate «Disposizioni di carattere generale».

In primo luogo, a seguito della scelta operata con le disposizioni contenute nell'art. 20, comma 10, della legge n. 1 del 1991 — secondo il quale alle offerte di acquisto e di vendita di valori mobiliari effettuate dagli intermediari autorizzati su mercati nazionali regolamentati e su mercati esteri riconosciuti operanti in Italia non si applica la disciplina in materia di sollecitazione del pubblico risparmio, ai sensi dell'art. 1/18, legge n. 216 del 7 giugno 1974 — la Commissione ha sottratto dall'ambito di applicazione delle «Disposizioni di carattere generale» le offerte in opzione ai soci ed ai possessori di obbligazioni convertibili, effettuate da società con azioni quotate in borsa, di azioni rivenienti da aumenti di capitale a pagamento, nonché di obbligazioni di nuova emissione convertibili in azioni della stessa società emittente.

Si deve, comunque, sottolineare, come in precedenza rilevato, che l'inapplicabilità della citata normativa alle suddette categorie di operazioni non ha lasciato le stesse prive della necessaria disciplina atta a consentire la piena conoscibilità da parte dei soci, dei risparmiatori e del mercato di ogni utile informazione in ordine agli eventi societari sopra menzionati.

In secondo luogo, l'espressa inclusione dell'attività di gestione di patrimoni mediante operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari nell'ambito della disciplina dell'intermediazione mobiliare, con conseguente assoggettamento alla normativa prevista dalla citata legge n. 1 del 1991, ha comportato, come sarà più dettagliatamente riferito in altro paragrafo del presente capitolo, l'inapplicabilità a tale attività delle disposizioni di rango primario e secondario in materia di sollecitazione del pubblico risparmio con conseguente revisione da parte della Commissione di tutte le norme da essa emanate in materia aventi connotati confliggenti con la citata innovazione legislativa.

Inoltre, a seguito della concreta attuazione delle disposizioni contenute nella legge n. 1 del 1991, si è reso necessario apportare variazioni agli schemi di prospetto informativo allegati alle richiamate «Disposizioni di carattere generale» nella parte recante notizie sui soggetti che procedono al collocamento.

La Commissione ha, inoltre, annoverato le società di intermediazione mobiliare nell'ambito della categoria degli investitori professionali delineata dalle «Disposizioni di carattere generale»: considerata la particolare attività svolta e le competenze professionali che le stesse

hanno, ha ritenuto che anche nei loro confronti non ricorresse quel «bisogno di protezione» che giustifica l'applicazione della normativa posta a tutela del risparmiatore chiamato ad effettuare investimenti o disinvestimenti per i quali non disponga di un'adeguata capacità di valutazione.

La Commissione ha altresì ritenuto di comprendere fra i predetti investitori professionali anche le società fiduciarie iscritte nell'apposita sezione dell'Albo previsto dall'art. 3, comma 1, legge n. 1 del 1991, in precedenza non rientranti nella categoria di tali investitori. Ciò in quanto tali società pongono in essere, in forza della menzionata legge, la medesima attività svolta dalle società di intermediazione mobiliare, se pure limitata esclusivamente al servizio di gestione di patrimoni esercitato in nome proprio e per conto terzi.

La Commissione, infine, ha provveduto al recepimento dell'art. 6 della richiamata direttiva 89/298/CEE, relativa al coordinamento delle condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica di valori mobiliari.

Il suddetto recepimento contribuisce ad armonizzare la normativa nazionale con quella comunitaria in materia di mercati mobiliari, consentendo, quando ne ricorrano i presupposti, la redazione di prospetti informativi semplificati rispetto a quelli da redigere nei casi ordinari.

Infatti, gli emittenti che, nei dodici mesi successivi ad una offerta pubblica di propri titoli, intendano porre in essere una sollecitazione del pubblico risparmio avente ad oggetto valori mobiliari diversi da quelli offerti precedentemente, possono predisporre, anziché un prospetto informativo da redigere in conformità delle «Disposizioni di carattere generale» in occasione di ogni offerta di nuovi titoli, un prospetto contenente esclusivamente informazioni riguardanti le caratteristiche dei titoli oggetto della nuova offerta, gli aggiornamenti relativi ai dati ed alle notizie già pubblicati, nonché gli eventi verificatisi dopo la pubblicazione del prospetto precedente che possano influire sulla valutazione dei titoli offerti.

Tuttavia, al fine di una adeguata tutela degli investitori, il prospetto semplificato deve essere divulgato unitamente al prospetto «completo» pubblicato precedentemente o, quanto meno, deve menzionare il predetto prospetto ed i luoghi ove lo stesso è disponibile.

2.2 LA SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO EFFETTUATA MEDIANTE ATTIVITÀ, ANCHE DI CARATTERE PROMOZIONALE, SVOLTA IN LUOGO DIVERSO DA QUELLO ADIBITO A SEDE LEGALE O AMMINISTRATIVA PRINCIPALE DELL'EMITTENTE, DEL PROPONENTE L'INVESTIMENTO O DEL SOGGETTO CHE PROCEDE AL COLLOCAMENTO

Con l'entrata in vigore della legge 2 gennaio 1991, n. 1, anche la sollecitazione del pubblico risparmio svolta in luogo diverso dalla sede legale o amministrativa principale dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto che procede al collocamento, già disciplinata dal regolamento approvato con delibera Consob n. 1739 del 10 luglio 1985 e successive modificazioni e integrazioni, attuativo del disposto di cui all'art. 1/18 *ter*, comma 3, della legge 7 giugno 1974, n. 216, è stata ricompresa fra le attività di intermediazione mobiliare disciplinate dalla stessa legge 1/1991.

L'art. 1, comma 1, della legge 1/1991, infatti, nell'individuare le singole attività di intermediazione mobiliare, ha richiamato, alla lett. f), la sollecitazione del pubblico risparmio di cui all'art. 1/18 *ter*, terzo comma, della citata legge n. 216/1974 e, nel successivo art. 2, comma 8, ha statuito che il regolamento previsto dallo stesso articolo 1/18 *ter* fosse modificato in conformità delle disposizioni della stessa legge 1/1991.

Conseguentemente, la Consob e la Banca d'Italia, Autorità preposte alla attuazione della normativa secondaria delegata dalla legge 1/1991, hanno adottato i provvedimenti regolamentari di rispettiva competenza, nell'ambito dei quali, per quanto attiene alla specifica attività in esame, occorre fare riferimento al capo IV del regolamento approvato con delibera Consob n. 5386 del 2 luglio 1991 e all'art. 10 del regolamento approvato dalla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, con delibera n. 5387 della stessa data.

Inoltre, per quanto attiene ai requisiti dei soggetti di cui possono avvalersi le SIM autorizzate allo svolgimento dell'attività di intermediazione mobiliare in parola, i cd. promotori finanziari, già disciplinati dal citato regolamento n. 1739 del 10 luglio 1985 e successive mo-

dificazioni e integrazioni, il testo normativo di riferimento è ora il regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 5388, sempre del 2 luglio 1991, il cui esame viene svolto in apposito paragrafo del presente capitolo.

A seguito dell'adozione dei suddetti provvedimenti, le norme regolamentari approvate dalla Consob con delibere n. 1739 del 10 luglio 1985, n. 1830 del 12 novembre 1985, n. 4912 del 25 settembre 1990 e n. 5045 dell'11 dicembre 1990, sono state abrogate con decorrenza dal 5 gennaio 1992.

I regolamenti emanati dalla Consob e dalla Banca d'Italia sopra richiamati, adottati per dare piena attuazione ai principi sanciti dalla legge di riferimento, hanno una portata di carattere generale che riguarda tutti i soggetti che svolgono ciascuna delle attività di intermediazione mobiliare e comprendono tutte le norme cui gli stessi devono attenersi nello svolgimento delle singole attività per le quali sono autorizzati.

La disamina integrale degli stessi tuttavia, pur ricomprendendo aspetti che afferiscono anche le SIM autorizzate allo svolgimento dell'attività di intermediazione mobiliare di cui al citato art. 1, comma 1, lett. f), della legge 1/1991, non viene effettuata in questo paragrafo, che si limiterà ad illustrare esclusivamente gli aspetti specifici dell'attività di sollecitazione del pubblico risparmio svolta «porta a porta», attraverso un raffronto con la normativa contenuta nell'abrogato regolamento n. 1739 del 10 luglio 1985 e successive modificazioni e integrazioni.

Risultano in primo luogo assorbite nella normativa di carattere generale, rispetto al previgente regolamento, tutte le disposizioni concernenti l'individuazione dei soggetti autorizzabili e dei relativi requisiti, nonché quelle concernenti il procedimento per il rilascio dell'autorizzazione.

Analogamente, tutte le previsioni relative al sistema sanzionatorio e agli altri provvedimenti amministrativi precedentemente adottabili nei confronti delle reti di vendita autorizzate ai sensi del citato regolamento n. 1739/1985, sono contenute nella legge 1/1991, e riguardano tutte le SIM autorizzate a svolgere ciascuna delle attività di intermediazione mobiliare di cui alla stessa legge.

Le norme contenute nel capo IV del citato regolamento n. 5386 del 2 luglio 1991 contemplano peraltro la specifica disciplina in materia di autorizzazione allo svolgimento dell'attività presso le sedi secondarie, la quale costituisce esclusiva prerogativa delle società che esercitano l'attività di cui all'art. 1, comma 1, lett. f), della legge n. 1 del 1991.

Tale ultima attività può essere svolta esclusivamente dalle società di intermediazione mobiliare autorizzate dalla Consob ed iscritte all'Albo di cui all'art. 3, comma 1, della legge n. 1/1991, nonché dalle aziende ed istituti di credito autorizzati dalla Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 16, comma 1, della legge predetta.

Costituisce tuttavia un'eccezione a tale principio, ed una novità assoluta della presente normativa, la possibilità riconosciuta a tutte le SIM iscritte nell'apposito Albo di offrire i propri servizi in luogo diverso dalla propria sede sociale e dalle proprie sedi secondarie, pur senza essere specificamente autorizzate all'esercizio dell'attività di cui alla lett. f) dell'art. 1, comma 1, purché si avvalgano dell'operato dei promotori finanziari iscritti nel relativo Albo.

Ciò consente a tali società di offrire i servizi per la cui intermediazione hanno ottenuto l'autorizzazione in un ambito più ampio rispetto a quello delle proprie sedi, senza dover richiedere una autorizzazione specifica, purché siano rispettati taluni principi sanciti dalla legge 1/1991, quale quello di avvalersi di promotori finanziari che operino esclusivamente per conto di un unico intermediario.

Analogamente è riconosciuta agli altri soggetti che, in base alle disposizioni transitorie di cui agli artt. 18 e 19 della legge 1/1991, possono continuare a svolgere le attività di intermediazione alle quali erano abilitati anteriormente all'entrata in vigore della medesima legge.

Come specificato più analiticamente nell'apposito paragrafo, non possono invece avvalersi dei promotori finanziari le società fiduciarie iscritte alla sezione speciale dell'Albo delle SIM. Le società fiduciarie pertanto, per poter offrire il proprio servizio al di fuori delle proprie sedi, devono conferire specifico incarico agli intermediari a ciò abilitati.

Procedendo ad un esame più analitico della nuova normativa relativa all'attività di sollecitazione svolta «porta a porta», si evidenziano talune disposizioni di portata innovativa rispetto alla previgente disciplina regolamentare.

In primo luogo, in forza della delega attribuita alla Consob dall'art. 2, comma 2, seconda parte, della legge n. 1/1991, sono stati individuati i prodotti ed i servizi diversi dai valori mobiliari (già peraltro oggetto di distribuzione da parte delle reti di vendita autorizzate ai sensi dell'abrogato regolamento n. 1739/1985) che possono essere promossi o collocati dalle SIM autorizzate allo svolgimento dell'attività di sollecitazione «porta a porta», ferma restando la facoltà per la Consob di consentire di volta in volta, alle singole società richiedenti, la promozione o il collocamento di servizi e prodotti diversi da quelli tipizzati, purché afferenti il mercato finanziario.

Ciò consente di contemperare una continua esigenza innovativa del mercato stesso con la necessità di sottoporre al vaglio conoscitivo dell'organo di vigilanza i nuovi prodotti che si intendono offrire al pubblico dei risparmiatori.

Risponde ad esigenze di maggior tutela dei risparmiatori sollecitati a domicilio la previsione legislativa in base alla quale le SIM che si avvalgono di promotori finanziari sono responsabili in solido per gli eventuali danni arrecati a terzi dai promotori stessi nello svolgimento delle incombenze ad essi affidate, anche se tali danni sono conseguenti a responsabilità accertata in sede penale.

A tal fine, peraltro, in conformità del tenore letterale delle disposizioni cui al comma 5 del più volte citato art. 1/18 *ter*, legge n. 216/1974, le sole SIM espressamente autorizzate allo svolgimento dell'attività di sollecitazione «porta a porta» devono prestare apposita garanzia, sotto forma di polizza assicurativa o di fideiussione bancaria.

Le novità in materia, stabilite con l'art. 16 del menzionato regolamento Consob approvato con delibera n. 5386 del 2 luglio 1991, sono principalmente costituite dalle modalità di calcolo del massimale annuo, rapportato, anziché al numero di soggetti di cui si avvale la società autorizzata, all'ammontare complessivo dei contratti di investimento stipulati nell'anno solare precedente.

Tale criterio sembra infatti meglio rispondere ad un principio di effettiva tutela degli investitori, rispetto al criterio stabilito dal previgente regolamento che stabiliva l'entità del massimale annuo risarcibile sulla base del numero dei soggetti operanti per conto della società. L'entità della raccolta globale effettuata da una SIM-rete di vendita può infatti essere indipendente dal numero dei promotori di cui la stessa si avvale nella propria attività.

Resta invece sostanzialmente invariata la normativa relativa all'autorizzazione delle sedi secondarie delle SIM-reti di vendita, che discende direttamente dall'art. 1/18 *ter* della legge 7 giugno 1974, n. 216; in base a quest'ultima norma l'attività di sollecitazione svolta presso le sedi secondarie autorizzate è pienamente equiparata a quella svolta presso la sede principale. Ciò vale a dire che presso tali sedi secondarie le SIM autorizzate alla sollecitazione «porta a porta» potranno non avvalersi di promotori finanziari, bensì di propri dipendenti, e che ai contratti ivi stipulati non dovrà applicarsi la normativa relativa al diritto di recesso, esercitabile, con riguardo ai contratti stipulati a domicilio, nei cinque giorni successivi alla loro conclusione.

Fra gli obblighi comportamentali che fanno capo esclusivamente alle SIM autorizzate allo svolgimento dell'attività di sollecitazione «porta a porta» rientrano quelli di comunicazione annuale (anziché semestrale, come nella previgente normativa) dei valori mobiliari e degli altri prodotti o servizi distribuiti, siano o meno collegati ad un prospetto informativo relativo alla loro offerta, nonché dell'elenco dei soli dipendenti addetti all'attività di sollecitazione del pubblico risparmio presso le sedi secondarie.

L'obbligo di trasmettere l'elenco generale dei soggetti di cui le società autorizzate si avvalgono nell'attività di sollecitazione «porta a porta» (obbligo già prescritto con cadenza semestrale per le società autorizzate ai sensi del soppresso regolamento del 1985) è esteso, in forza della nuova disciplina, a tutte le società di intermediazione mobiliare che si avvalgono di promotori finanziari per l'offerta dei propri servizi al di fuori della sede legale o secondaria. Anche questo obbligo dovrà essere adempiuto con cadenza annuale.

Resta invariato il regime relativo all'esercizio del diritto di recesso, sancito dall'art. 1/18 *ter*, comma 2, della citata legge 216/1974. In base a tale norma, come è noto, il risparmiatore sollecitato a domicilio può, entro cinque giorni decorrenti dalla sottoscrizione del contratto (periodo durante il quale i relativi effetti restano sospesi), recedere dallo stesso senza corrispettivo.

L'art. 8, comma 1, lett. c) della legge 1/1991 estende tale facoltà ai clienti che abbiano stipulato, anche presso la sede legale della società offerente, contratti con le SIM autorizzate allo svolgimento dell'attività di gestione di patrimoni di cui all'art. 1, comma 1, lett. c), della medesima legge. A tale facoltà, peraltro, il cliente della SIM di gestione può rinunciare mediante comunicazione preventiva data per iscritto, come stabilito dal citato art. 8, comma 1, lett. c), della legge 1/1991.

L'art. 33, commi 4 e 5, del regolamento adottato dalla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, con delibera n. 5387 del 2 luglio 1991, specifica le modalità attuative del diritto di recesso, con riferimento ai contratti da ultimo menzionati, modalità applicabili anche ai contratti stipulati a domicilio mediante promotori finanziari, in forza del richiamo effettuato a tale ultima norma dall'art. 10, ultimo comma, dello stesso regolamento.

Sempre l'art. 10 da ultimo citato prevede poi taluni principi cui devono attenersi tutte le SIM nell'offerta dei propri servizi in luogo diverso dalle proprie sedi legali e secondarie, nonché le SIM autorizzate ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. f), della legge 1/1991.

Si tratta di norme che disciplinano il rapporto intercorrente fra le società e i promotori finanziari di cui le stesse si avvalgono, e di disposizioni che stabiliscono i limiti e le modalità dell'attività che deve essere posta in essere dai promotori stessi nei contatti con i clienti.

Risulta di particolare rilievo, infine, la disposizione che fa carico agli intermediari autorizzati di comunicare alla Consob e alle Commissioni regionali per l'Albo dei promotori di servizi finanziari il venir meno, in capo ai promotori di cui si avvalgono e sull'attività dei quali devono pertanto svolgere un continuo compito di vigilanza, dei requisiti previsti per l'iscrizione al relativo Albo.

Dati statistici

Nel 1991, anno di transizione dalla normativa della sollecitazione del pubblico risparmio svolta «porta a porta», come disciplinata dal regolamento n. 1739 del 10 luglio 1985 e successive modificazioni e integrazioni, alla normativa sulle società di intermediazione mobiliare, non sono pervenute nuove istanze per l'autorizzazione allo svolgimento dell'attività di sollecitazione del pubblico risparmio in esame.

Delle 5 istanze che risultavano in istruttoria alla data del 31 dicembre 1990 solo una ha avuto seguito con il rilascio dell'autorizzazione, intervenuta prima dell'entrata in vigore della legge n. 1/1991. Le restanti 4 sono state dichiarate improcedibili in quanto, in base all'art. 18, comma 3, della legge 1/1991, le attività riservate alle SIM potevano essere svolte, dall'entrata in vigore della stessa legge e sino al 5 gennaio 1992, solo da parte di soggetti che già le esercitassero alla stessa data del 5 gennaio 1991 e che, a tal riguardo, effettuassero apposita comunicazione alla Consob. In proposito si precisa che tutte le reti di vendita già autorizzate ai sensi del regolamento 1739/1985 hanno adempiuto a tale onere di comunicazione.

Ciò premesso, nel corso del 1991, ultimo anno di vigenza del più volte citato regolamento n. 1739/1985, sono stati adottati i seguenti provvedimenti nei confronti delle società svolgenti l'attività in esame:

- è stata rilasciata 1 autorizzazione (a seguito di domanda presentata nel 1990);
- sono state revocate 7 autorizzazioni per rinuncia delle società interessate ⁽¹⁾;
- sono stati adottati 5 provvedimenti di decadenza, per mancato svolgimento dell'attività di sollecitazione del pubblico risparmio per il periodo di 6 mesi, ovvero, in un caso, anche per l'impossibilità, dovuta alla irreperibilità della società interessata, di accertare la permanenza dei requisiti necessari per l'autorizzazione ⁽²⁾;
- sono stati adottati 2 provvedimenti di sospensione cautelare ⁽³⁾: in un caso, successivamente alla sospensione, è stata dichiarata la decadenza dalla relativa autorizzazione; nel secondo caso, il provvedimento sospensivo aveva validità sino al

⁽¹⁾ V. Bollettini Consob nn. 1, 3, 4, 6 e 12, rispettivamente di gennaio, marzo, aprile, giugno e dicembre 1991.

⁽²⁾ V. Bollettini Consob nn. 5, 6 e 8, rispettivamente di maggio, giugno e agosto 1991.

⁽³⁾ V. Bollettini Consob nn. 4 e 9, rispettivamente di aprile e settembre 1991.

5 gennaio 1992, data in cui, conclusosi il regime transitorio, e tenuto conto che la società non ha presentato l'istanza per l'iscrizione all'Albo delle SIM, è definitivamente cessata la possibilità per la stessa di svolgere l'attività per la quale era a suo tempo stata autorizzata.

Riepilogando, dalla data di entrata in vigore del regolamento n. 1739/1985 (4 agosto 1985) alla data della sua abrogazione (5 gennaio 1992), sono state complessivamente presentate 147 domande, delle quali:

- 128 hanno avuto seguito con il rilascio dell'autorizzazione;
- 9 sono state dichiarate irricevibili;
- 7 sono state dichiarate improcedibili;
- 3 non hanno avuto seguito per rinuncia della società (una delle quali, peraltro, ha successivamente ripresentato la domanda, ottenendo la relativa autorizzazione).

Delle 128 autorizzazioni rilasciate:

- 44 sono state revocate;
- 7 sono state dichiarate decadute.

Delle 77 società ancora autorizzate ai sensi del citato regolamento n. 1739 del 10.7.1985, 52 hanno presentato istanza di iscrizione all'Albo delle SIM per lo svolgimento dell'attività di cui all'art. 1, comma 1, lett. f), legge n. 1/1991.

Di queste, 49 hanno ottenuto l'iscrizione, mentre per le restanti 3 è ancora in corso la relativa istruttoria.

Alle 25 società che non hanno presentato l'istanza di iscrizione all'Albo delle SIM è inibito lo svolgimento dell'attività di intermediazione in parola.

2.3 I PROMOTORI DI SERVIZI FINANZIARI

Nell'ambito degli interventi normativi posti in essere nel corso del 1991, volti a disciplinare le sollecitazioni del pubblico risparmio effettuate mediante attività, anche di carattere promozionale, svolte in luogo diverso da quello adibito a sede legale o amministrativa principale dell'emittente, del proponente l'investimento, o del soggetto che procede al collocamento, si pone in evidenza l'istituzione, presso la Consob, ai sensi dell'art. 5, comma 5, legge 2 gennaio 1991, n. 1, dell'Albo dei promotori di servizi finanziari.

A tal proposito si rileva che, nel periodo precedente all'entrata in vigore della legge n. 1/1991 e dei relativi regolamenti attuativi, l'attività di sollecitazione del pubblico risparmio «porta a porta» poteva essere esercitata da società autorizzate ai sensi del regolamento *ex art.* 1/18 *ter* legge 7 giugno 1974 n. 216, approvato con delibera Consob n. 1739 del 10 luglio 1985 e successive modificazioni ed integrazioni.

Tali società potevano svolgere la loro attività avvalendosi di personale dipendente con contratto di lavoro subordinato ovvero a mezzo di persone fisiche in qualità di agenti o mandatari con o senza rappresentanza iscritti nel ruolo degli agenti e rappresentanti di commercio di cui alla legge 3 maggio 1985, n. 204, ovvero all'Albo nazionale degli agenti di assicurazione di cui alla legge 7 febbraio 1979, n. 48, ovvero in possesso dei requisiti di cui all'art. 1, comma 4, *sub* lett. b), della legge 23 marzo 1983, n. 77.

La Consob, nell'esercizio della potestà normativa ad essa demandata dall'art. 5 della legge 2 gennaio 1991, n. 1, ha predisposto il regolamento concernente l'Albo e l'attività dei promotori di servizi finanziari⁽¹⁾. Tale regolamento prevede fra l'altro, in aderenza alle disposizioni di legge, l'istituzione delle commissioni regionali, dell'Albo dei promotori, dell'elenco regionale dei promotori iscritti all'Albo, nonché regole concernenti lo svolgimento dell'attività dei promotori medesimi.

(1) Delibera n. 5388 del 2 luglio pubblicata nel Supplemento ordinario alla G.U. della Repubblica n. 173 del 25 luglio 1991 e sul Bollettino consob. n. 3/91, edizione speciale, del 24 settembre 1991.

Pertanto, con l'istituzione dell'Albo dei promotori di servizi finanziari, gli intermediari autorizzati che intendono svolgere l'attività di sollecitazione in parola devono avvalersi esclusivamente della nuova figura professionale del promotore di servizi finanziari iscritto allo stesso Albo. Tale figura assume pertanto rilievo autonomo ed è caratterizzata da specifici requisiti professionali e di onorabilità.

È promotore di servizi finanziari la persona fisica iscritta nel suddetto Albo che, in qualità di dipendente, agente o mandatario, coadiuva gli intermediari autorizzati all'attività di sollecitazione del pubblico risparmio di cui all'art. 1, comma 1, lett. f), della legge 2 gennaio 1991, n. 1, e che offre i servizi propri degli intermediari in luogo diverso dalle loro sedi sociali o dalle loro sedi secondarie.

Le commissioni regionali, insediate dalla Consob in data 29 ottobre 1991⁽¹⁾ presso le Camere di commercio aventi sede nei capoluoghi di regione, sono titolari di una vasta serie di attribuzioni concernenti, tra l'altro: l'attività istruttoria finalizzata all'iscrizione all'Albo ed i correlativi adempimenti amministrativi; la tenuta dell'elenco regionale dei promotori; il controllo circa la permanenza dei requisiti prescritti per l'iscrizione in discorso; la verifica del rispetto delle regole di presentazione e di comportamento; l'acquisizione di informazioni e documenti utili all'esercizio delle funzioni e dei compiti in parola; lo svolgimento dell'esame di idoneità, il cui superamento costituisce, a regime, condizione per l'iscrizione all'Albo.

Costituisce presupposto per tale iscrizione il possesso dei requisiti commisurati a quelli previsti dal d.P.R. 27 giugno 1985, n. 350.

Lo stesso regolamento ha inoltre delineato la figura dei praticanti promotori iscritti in una sezione degli elenchi regionali. La ragione di ciò risiede nella esigenza di conferire alla formazione professionale degli aspiranti promotori, oltre ad una caratterizzazione teorica funzionale all'esame di idoneità, anche una qualificazione operativa.

Il regolamento in parola disciplina lo svolgimento dell'attività dei promotori sotto il profilo delle regole di presentazione e di comportamento nonché le modalità di controllo demandate alla Consob nei confronti di tali soggetti.

In relazione al primo aspetto si osserva che il principio ispiratore della normazione in esame riflette i canoni dettati per gli intermediari autorizzati dall'art. 6 della legge n. 1/1991. Ciò in quanto, nelle ipotesi previste dall'art. 5 della legge citata, l'approccio con i potenziali investitori si instaura tramite i promotori che, nell'interesse del cliente, dovranno conformare la propria attività ai principi di diligenza, correttezza, professionalità.

Il provvedimento in esame prevede sanzioni disciplinari irrogate esclusivamente dalla Consob, la quale promuove il relativo procedimento applicativo, anche sulla base di segnalazioni delle competenti commissioni regionali. L'art. 17 contempla, quali provvedimenti sanzionatori, la censura, la sospensione dall'Albo e la radiazione con conseguente cancellazione dal medesimo.

Sono previste inoltre disposizioni transitorie concernenti l'iscrizione di diritto all'Albo e, a tal fine, sono previsti obblighi documentali volti ad attestare sia il possesso dei requisiti di onorabilità che l'avvenuto svolgimento dell'attività per il periodo prescritto. Sono anche previste ipotesi di esenzione dalla pratica obbligatoria per la partecipazione agli esami di idoneità indetti entro il 31 dicembre 1992. La prima sessione d'esame è stata indetta dalla Consob per l'11 maggio 1992⁽²⁾.

Occorre sottolineare altresì che l'art. 21 del regolamento in esame prevede disposizioni in materia di diritto annuo e contributi alle spese di tenuta dell'Albo, disponendone la revisione annua a partire dal 1° gennaio 1992.

In data 3 dicembre 1991⁽³⁾ si è proceduto a modificare alcune norme transitorie del regolamento concernente l'Albo e l'attività dei promotori di servizi finanziari, spostando il ter-

(1) Delibera n. 5535 del 29 ottobre 1991, pubblicata sulla G.U. della Repubblica n. 264 dell'11 novembre 1991 e sul Bollettino Consob del mese di ottobre 1991 e successive modificazioni ed integrazioni.

(2) Delibera Consob n. 5843 del 18 dicembre 1991 pubblicata sulla G.U. della Repubblica, quarta serie concorsi ed esami, del 3 gennaio 1992 e sul bollettino della Consob del mese di dicembre 1991.

(3) Delibera Consob n. 5635 del 3 dicembre 1991 pubblicata sulla G.U. della Repubblica n. 292 del 13 dicembre 1991 e sul bollettino della Consob del mese di dicembre 1991.

mine per la presentazione delle domande di iscrizione di diritto all'Albo ai sensi dell'art. 19 dello stesso regolamento, dal 31 ottobre 1991 al 30 novembre 1991. Ciò in quanto le commissioni regionali per l'Albo dei promotori sono state insediate, come detto, solo in data 29 ottobre 1991.

La disciplina transitoria è stata, nel corso del mese di gennaio del 1992⁽¹⁾, ulteriormente modificata in conformità dell'art. 30 della legge 30 dicembre 1991, n. 412, che ha modificato l'art. 5 della legge n. 1/1991.

Alla luce di tale modifica può pertanto ottenere l'iscrizione di diritto all'Albo anche chi, fatto salvo il possesso dei requisiti di onorabilità, alla data di entrata in vigore della legge n. 412/1991, e cioè al 10 gennaio 1992, abbia prestato attività di raccolta di ordini di acquisto o di vendita di valori mobiliari a favore di agenti di cambio — purché abbia osservato, in qualità di persona fisica, l'adempimento prescritto dall'art. 18, comma 3, della legge n. 1/1991 — ovvero come procuratore generale — purché la Consob, in applicazione dell'art. 7 comma 2, della legge n. 1/1991, lo abbia censito nel corso del 1991, acquisendo i relativi dati anagrafici e l'atto di conferimento della procura — ovvero come rappresentante alle grida.

La domanda di iscrizione all'Albo, corredata della documentazione prescritta, deve essere presentata da parte dei soggetti da ultimo menzionati, entro il 31 dicembre 1992, alla commissione regionale per l'Albo dei promotori costituita nel capoluogo della regione in cui l'istante ha la residenza.

Al 31 dicembre 1991 la Consob ha deliberato l'iscrizione di n. 1998 soggetti nell'Albo unico nazionale dei promotori di servizi finanziari. Di questi, 98 sono stati iscritti con riserva in attesa della definizione di accertamenti disposti dalla Consob medesima circa la sussistenza del requisito dell'effettivo esercizio, per almeno due anni alla data del 5 gennaio 1991, di attività di sollecitazione del pubblico risparmio per conto di reti di vendita autorizzate.

Si evidenzia infine che, ai sensi dell'art. 7, comma 3, del citato regolamento n. 5388 del 2 luglio 1991, la Consob provvederà a pubblicare, entro il 31 marzo di ogni anno, l'Albo aggiornato dei promotori di servizi finanziari in una edizione speciale del proprio bollettino e che nei bollettini mensili della Consob verrà data pubblicità di ogni variazione concernente l'Albo stesso.

3. La gestione di patrimoni dalla sollecitazione del pubblico risparmio all'intermediazione mobiliare

La nuova regolamentazione dell'esercizio e dell'offerta dei servizi di «gestione di patrimoni mediante operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari», dettata dalla legge n. 1/1991, ha sottratto, come già precisato, l'offerta di tali servizi con modalità sollecitatorie alle disposizioni di cui agli artt. 1/18 e ss. della legge n. 216/1974.

In presenza di tale nuova situazione si è provveduto in primo luogo a prorogare la validità dei prospetti informativi in scadenza al 31.10.1991 fino alla data di entrata in vigore del regime dettato dalla legge n. 1/1991, imponendo comunque alle società alcuni oneri di trasparenza da rispettare nei due mesi di ulteriore validità dei prospetti.

Sono state inoltre abrogate⁽²⁾ tutte le regole precedentemente dettate in materia di offerta al pubblico di servizi di amministrazione fiduciaria e di gestione di patrimoni⁽³⁾, modifi-

(1) Delibera Consob n. 5948 del 28 gennaio 1992 in corso di pubblicazione sulla G.U. della Repubblica alla data di redazione della presente relazione e pubblicata sul Bollettino della Consob del mese di gennaio del 1992.

(2) Cfr. delibera Consob n. 5892 del 27 dicembre 1991 pubblicata in apposita Edizione speciale del Bollettino Consob.

(3) Risultano pertanto abrogate le seguenti comunicazioni:

Comunicazione n. 84/11815 del 10.9.1984

Comunicazione n. 86/08953 del 10.6.1986

Comunicazione n. 87/04733 del 26.3.1987

Comunicazione n. 87/09281 del 29.5.1987

Comunicazione n. 90/005846 dell'11.10.1990

cando, come già detto nel primo paragrafo del secondo capitolo, anche le «Disposizioni di carattere generale concernenti la redazione dei prospetti informativi» approvate con delibere Consob n. 4173 del 18.7.1989 e n. 5209 del 21.2.1991.

3.1 LE DISPOSIZIONI DELLA CONSOB IN MATERIA DI OFFERTA CON SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO DI SERVIZI DI GESTIONE DI PATRIMONI

Si rammenta che le disposizioni emanate dalla Consob in materia precedentemente all'entrata in vigore della legge n. 1/1991, oltre a delineare il contenuto del prospetto informativo, miravano a garantire che il risparmiatore fosse adeguatamente informato in ordine ad alcune regole legali e negoziali disciplinanti il rapporto con la fiduciaria, o altro mandatario, nel corso della gestione.

Nell'indicare tali regole, la Commissione aveva perseguito l'obiettivo di assicurare che «in forma fiduciaria non siano esercitate le attività disciplinate e affidate ai fondi d'investimento» dalla legge n. 77/1983 e di garantire il rispetto di «principi, criteri e norme propri del rapporto di gestione di beni altrui»⁽¹⁾, con particolare attenzione alla tutela dell'interesse del risparmiatore sollecitato.

Fra gli obblighi per il gestore a tal fine individuati si segnalano, ad esempio, la rendicontazione periodica e l'inserimento nel modulo di mandato di clausole idonee ad evitare il verificarsi di conflitti d'interesse.

All'intervento della Consob hanno fatto seguito la Banca d'Italia, attraverso l'adozione di un apposito provvedimento in materia di gestioni effettuate da aziende di credito sulla base di mandati «senza preventivo assenso», ed il Ministero dell'industria, titolare ai sensi della legge n. 1966/1939 della vigilanza sulle società fiduciarie, con una circolare disciplinante, fra l'altro, il contenuto dei contratti concernenti «amministrazioni personalizzate di patrimoni».

Le disposizioni Consob e quelle ora menzionate, nonostante siano state emanate nell'esercizio di poteri di vigilanza molto diversi, sono caratterizzate da una notevole omogeneità di regole e principi ispiratori, derivante dalla comune consapevolezza dei problemi evidenziati dalla diffusione a livello di massa dei servizi di gestione personalizzata di patrimoni.

Tali problemi erano, e sono (come confermato anche dal legislatore delle SIM), riconducibili ad un'esigenza di trasparenza, che consenta al cliente del servizio di conoscere come il gestore impieghi il patrimonio conferito e ad un'esigenza di correttezza, che impedisca la prevalenza dell'interesse del gestore o del gruppo societario di appartenenza su quello dell'investitore.

A tali esigenze si aggiunge la necessità di garantire la personalizzazione del rapporto di gestione, in considerazione della riserva della «gestione in monte» in favore dei fondi comuni d'investimento mobiliare e della tendenza degli operatori a standardizzare il servizio offerto.

La Commissione aveva inoltre rafforzato la vincolatività delle clausole del modulo di mandato sottoscritto dal risparmiatore, affidando alla società di revisione, incaricata della certificazione del bilancio della società fiduciaria ai sensi dell'art. 1/18 *quater* della legge n. 216/1974, il compito di verificare «il rispetto delle modalità di esecuzione dei contratti sottoscritti dai fiduciari», informando la Consob dei «rilievi sull'operato della fiduciaria ritenuti significativi»⁽²⁾.

Si segnala che una forma di controllo sugli intermediari, assimilabile a quella prevista da tale ultima comunicazione Consob, sembra rinvenibile nella nuova legge, laddove, al primo inciso del comma 2 dell'art. 10, prevede la possibilità per «le Autorità di vigilanza» di «richiedere alle società di revisione ... tutte le notizie e le informazioni occorrenti per l'adempimento delle proprie funzioni».

L'individuazione delle regole suddette e la loro integrazione operata, con un significativo intervento di autodisciplina, dalle associazioni di categoria delle fiduciarie, hanno consentito che venissero offerti al pubblico servizi di gestione di patrimoni dotati, almeno sul piano

(1) Cfr. Relazione per l'anno 1985, pag. 13.

(2) Cfr. comunicazione Consob n. 87/04733 del 26.3.1987.

contrattuale, di determinati requisiti di trasparenza, preventiva e successiva alla conclusione del contratto, di legittimità e di salvaguardia dell'interesse del risparmiatore, che in gran parte sono oggi ripresi dalle regole contenute nell'art. 8 della legge n. 1/1991.

Tuttavia, fino ad oggi l'eventuale violazione da parte del gestore delle suddette regole contrattuali, ancorché abbia assunto un evidente significato civilistico, ha avuto una limitata rilevanza amministrativa. Infatti, nonostante la costante attività di vigilanza da parte delle singole Autorità, non si potevano superare i limiti oggettivi posti dall'inesistenza di una regolamentazione specifica della gestione di patrimoni, quale forma di intermediazione mobiliare.

Con particolare riferimento ai poteri della Consob, la Commissione non aveva la possibilità di sanzionare direttamente il gestore che avesse violato le clausole del mandato unito al prospetto informativo, potendo in tali casi, avvalendosi del potere di cui all'art. 1/3, lett. b), della legge n. 216/1974, imporre esclusivamente l'obbligo di informare dettagliatamente il fiduciante sugli scostamenti dalle regole contrattuali compiuti nella gestione del portafoglio di sua pertinenza e richiedere di apportare integrazioni alle informazioni contenute nel prospetto informativo.

Alle iniziative assunte dalla Consob direttamente nei confronti delle società si è aggiunta la comunicazione, nel rispetto delle norme sul segreto d'ufficio, al Ministero dell'Industria e, in presenza di ipotesi di reato, l'invio di rapporto alla magistratura ordinaria.

3.2 L'OFFERTA DI SERVIZI DI GESTIONE DI PATRIMONI NEL NUOVO SISTEMA

Le norme in materia di gestione contenute negli artt. 6 e 8 della legge n. 1/1991 e nel regolamento Consob n. 5387 del 2.7.1991 perseguono obiettivi di trasparenza e correttezza, riconducibili a quelli che hanno ispirato i precedenti interventi amministrativi della Commissione.

Tra le norme sull'attività di gestione possono infatti individuarsi:

- regole volte ad assicurare la trasparenza del servizio e la conseguente informazione dell'investitore sia prima che dopo la conclusione del contratto di gestione;
- regole volte a garantire l'effettiva personalizzazione della gestione;
- regole volte a tutelare il cliente, in presenza di situazioni di conflitto d'interessi con l'intermediario.

Inoltre, l'art. 8, lett. c), della legge prevede la possibilità per il cliente che abbia sottoscritto un contratto di gestione di recedere senza corrispettivo entro il quinto giorno successivo alla sottoscrizione, prima del quale il contratto non acquista efficacia. La possibilità di esercitare lo *ius poenitendi*, a differenza dell'analoga possibilità prevista dall'art. 1/18 *ter* legge n. 216/1974, è indipendente dal luogo di conclusione o trattazione del contratto ma è suscettibile di «preventiva e specifica rinuncia scritta da parte del cliente».

La legge n. 1/1991 ha inoltre modificato radicalmente il regime dei controlli pubblici sull'attività in questione, affidando a Consob e Banca d'Italia il compito di autorizzare gli intermediari (SIM e fiduciarie ovvero aziende ed istituti di credito) che intendano svolgere tale attività ed affidando alla prima la vigilanza sugli obblighi di informazione e correttezza e la regolarità delle negoziazioni di valori mobiliari e alla seconda i controlli di stabilità patrimoniale.

Con particolare riferimento al ruolo della Consob il cambiamento può sinteticamente riassumersi nei seguenti termini:

- la Consob non è più solo l'Autorità garante della trasparenza del mercato ma anche, ai sensi dell'art. 9 della legge, l'Autorità vigilante sul rispetto da parte degli operatori delle regole di comportamento;
- in forza dell'art. 13 può sanzionare direttamente ovvero segnalare al Ministero del tesoro i comportamenti tenuti in violazione di leggi, regolamenti o altre disposizioni emanate dalle Autorità;
- per svolgere i propri compiti di vigilanza dispone nei confronti delle società di ampi poteri di controllo cartolare ed ispettivo, come quelli previsti dai commi 8 e 10 dell'art. 9;
- esercita tali poteri sull'attività di gestione indipendentemente dalla presenza di sollecitazione del pubblico risparmio.

Si segnala inoltre che le informazioni concernenti il servizio offerto, le regole ad esso applicabili e la situazione contabile e societaria del soggetto offerente, già inserite nel prospetto informativo di cui all'art. 1/18 legge n. 216/1974, sono oggi contenute nel documento informativo previsto dall'art. 6, lett. b), della legge n. 1/1991 e redatto secondo le disposizioni di carattere generale emanate dalla Consob con il regolamento n. 5386 del 2.7.1991.

Al riguardo si rileva che, seppure la pubblicazione di tale documento non è condizionata alla preventiva verifica circa il contenuto dello stesso da parte della Consob, l'eventuale non corrispondenza del contenuto dello stesso a quanto richiesto dal suddetto regolamento costituirebbe violazione sanzionabile ai sensi dell'art. 13 della legge n. 1/1991.

L'obbligo di redazione e consegna del documento informativo esaudisce pertanto gran parte delle esigenze di conoscenza dell'intermediario, mentre la trasparenza in ordine alle modalità e alle caratteristiche del servizio offerto è soddisfatta dalla normativa legislativa e regolamentare in materia di contratti con i clienti, anche attraverso l'obbligo di inserire nel testo contrattuale, a pena di nullità, determinate informazioni.

Occorre inoltre tener presente che la trasparenza dell'offerta del servizio di intermediazione è garantita anche da altre norme della legge n. 1/1991, come, ad esempio, quelle che prescrivono l'obbligo di tenere informato il cliente sulla natura, sui rischi e sui costi delle operazioni, su ogni «circostanza necessaria a prendere consapevoli scelte d'investimento o disinvestimento», nonché sull'esistenza di situazioni di potenziale conflitto d'interessi con l'intermediario, di cui agli artt. 6 e 9 della legge n. 1/1991.

Anche la violazione di tali norme comporta l'applicabilità delle sanzioni previste dal già citato art. 13 della legge n. 1/1991.

In base a quanto sinteticamente esposto si può ritenere che i nuovi poteri di vigilanza assegnati alla Commissione e alle altre istituzioni previste dalla legge, insieme alle regole di comportamento dettate dalla medesima e dai regolamenti attuativi emanati da Consob e Banca d'Italia in data 2.7.1991, sono teoricamente idonei a soddisfare l'esigenza di tutela del pubblico risparmio a cui miravano i precedenti interventi Consob in materia.

3.3 I PROBLEMI CONCERNENTI IL NUOVO REGIME DELLE GESTIONI DI PATRIMONI E DELLE SOCIETÀ FIDUCIARIE AFFRONTATI NEL CORSO DELL'ANNO 1991

In vista della definitiva entrata in vigore della legge n. 1 del 1991, la Commissione ha affrontato una serie di questioni interpretative, sorte nel corso dell'attività istruttoria finalizzata all'iscrizione delle società fiduciarie alla sezione speciale dell'Albo SIM, concernenti gli aspetti normativi introdotti dalla citata legge in ordine all'attività di gestione di patrimoni.

Nell'affrontare i problemi emersi si è sempre tenuto conto, pur con la dovuta attenzione al tenore letterale delle norme, dei profili sistematici dell'intera disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare, in modo tale da ricondurre al medesimo quadro normativo di riferimento la disciplina di attività sostanzialmente analoghe quali la gestione di patrimoni svolta dalle SIM e quella propria delle fiduciarie iscritte.

* * *

La normativa in materia di fiduciarie disposta dall'art. 17 della legge n. 1/1991 si fonda sui seguenti capisaldi:

- riserva in favore delle fiduciarie (intendendosi per tali le società autorizzate dal Ministero dell'Industria ai sensi della legge n. 1966 del 1939) dell'attività di gestione di patrimoni «in nome proprio e per conto terzi»;
- iscrizione delle società che intendano svolgere tale attività in un'apposita sezione dell'Albo SIM, previo accertamento da parte della Consob dei requisiti prescritti;

- applicazione alle società iscritte a tale sezione delle norme dettate per le SIM in materia di composizione dell'azionariato, estensione del gruppo, principi di correttezza, attività di gestione, vigilanza, concentrazione degli scambi in borsa, sanzioni;
- svolgimento da parte di tali società della predetta attività di gestione «in via esclusiva»;
- possibilità per le fiduciarie «non iscritte» di continuare a svolgere le attività previste dalla legge n. 1966/1939, con esclusione di ogni forma di «gestione di patrimoni mediante operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari».

Esclusività dell'oggetto sociale delle fiduciarie «iscritte» e interpretazione dell'art. 17, comma 4, della legge n. 1/1991

In primo luogo la Commissione si è pronunciata sull'interpretazione del comma 4, dell'art. 17, essendo stati posti quesiti sul significato da attribuire al termine «in via esclusiva» usato dal legislatore e, in particolare, se esso dovesse intendersi come attribuzione in favore delle società fiduciarie iscritte nella sezione speciale dell'Albo di una riserva dell'attività di gestione «in nome proprio» (esclusività soggettiva), ovvero se allo stesso dovesse attribuirsi il significato di limitare alla gestione di patrimoni, in nome proprio e per conto di terzi, l'attività esercitabile da parte delle medesime società (esclusività oggettiva).

L'interpretazione della suddetta espressione nel senso di limitare alla sola gestione di patrimoni, nella peculiare modalità loro consentita, l'attività esercitabile dalle fiduciarie iscritte è apparsa l'unica coerente con il nuovo sistema introdotto dalla legge n. 1 del 1991.

L'esclusività soggettiva appare infatti già chiaramente affermata in forza del combinato disposto dell'art. 2, comma 1, che riserva alle SIM le attività di intermediazione mobiliare (salvo quanto previsto dagli artt. 16, 17, 18 e 19), dell'art. 8, comma 1, che consente alle SIM di gestire soltanto in nome e per conto di terzi e dell'art. 17, commi 1 e 2, che attribuisce alle società fiduciarie la legittimazione all'esercizio dell'attività di gestione, in nome proprio e per conto di terzi, previa iscrizione in un'apposita sezione dell'Albo.

Inoltre, uno dei punti fermi del sistema delineato dalla legge n. 1/1991 è la limitazione dell'attività degli intermediari autorizzati alla sola intermediazione mobiliare, cui possono unirsi soltanto le attività connesse e strumentali, espressamente individuate dalla legge (art. 2, comma 2) e dal regolamento attuativo emanato dalla Banca d'Italia.

La possibilità di svolgere attività diverse da quelle individuate dalla legge costituirebbe pertanto un'eccezione ed il dettato del comma 4 dell'art. 17 intende appunto precisare che nel caso delle società fiduciarie tale eccezione non si verifica, a differenza di quanto avviene per le aziende di credito, in relazione alle quali l'art. 16 detta specifiche regole per la separazione delle attività e per il coordinamento dei relativi regimi di vigilanza.

È apparso quindi incompatibile con il nuovo regime dell'intermediazione mobiliare la presenza nell'oggetto sociale delle fiduciarie iscritte alla sezione speciale dell'Albo SIM delle diverse attività da esse tradizionalmente esercitate, a partire dalla custodia ed amministrazione (cd. statica) di beni e valori di ogni tipo, con intestazione in capo alla società della titolarità dei beni stessi.

Definizione dell'attività di gestione di patrimoni

La Commissione ha altresì reso noto il proprio orientamento interpretativo in ordine alla definizione dell'attività di gestione di patrimoni, con particolare riferimento alla possibilità che in essa rientri un servizio che preveda la preventiva autorizzazione da parte del cliente per ogni singola operazione.

La soluzione di tale problema, pur concernendo anche l'attività che potrà essere svolta dalle società d'intermediazione mobiliare e dagli altri intermediari autorizzati, ha assunto una particolare rilevanza a seguito della limitazione dell'oggetto sociale delle fiduciarie «iscritte» alla sola gestione di patrimoni con intestazione fiduciaria.

È stato al riguardo affermato che la differenza tra contratti conclusi nell'esercizio dell'attività di gestione di patrimoni regolata dalla legge n. 1/1991 e contratti relativi all'attività di

amministrazione tradizionalmente svolta dalle fiduciarie ai sensi dell'art. 1 della legge n. 1966/1939 va ricercata nella diversità dell'elemento causale⁽¹⁾.

A tal proposito, l'aspetto caratterizzante del contratto di gestione di patrimoni mobiliari va individuato nella finalità di valorizzazione di un determinato patrimonio, conferito dal cliente, perseguita attraverso il compimento di una serie di atti unitariamente volti al conseguimento di un risultato utile dall'attività di investimento e disinvestimento in valori mobiliari.

L'amministrazione di beni appare invece finalizzata a garantire l'esercizio puntuale dei diritti connessi con i beni amministrati — non necessariamente costituiti da valori mobiliari — che si realizza attraverso il compimento di singoli atti di conservazione del patrimonio ovvero, eccezionalmente, di disposizione sui beni.

L'unico elemento comune fra le due attività appare costituito dalla presenza dell'intestazione fiduciaria.

È in ragione di tale diversità di causa che la regolamentazione dell'attività di gestione è stata attratta nell'ambito della disciplina delle attività di intermediazione mobiliare.

I contratti conclusi dalle fiduciarie iscritte alla sezione speciale dell'Albo potranno pertanto considerarsi relativi all'attività di gestione anche nell'ipotesi in cui ogni atto di disposizione sul patrimonio conferito debba essere preventivamente autorizzato dal cliente, purché, dal testo contrattuale, dalla natura dei beni oggetto delle operazioni e dalla loro diffusione fra il pubblico, ovvero da altri elementi relativi all'assetto di interessi concordato fra le parti, emerga la presenza dell'elemento causale sopra delineato, caratterizzante la gestione di patrimoni mediante operazioni concernenti valori mobiliari.

La distinzione fra gestione ed altre attività fiduciarie risultante dalla diversità dell'elemento causale rende non più attuale la tradizionale separazione tra attività cd. statica e attività cd. dinamica e consente inoltre di evitare l'elusione, da parte di società fiduciarie «non iscritte» o altri soggetti non autorizzati, della riserva disposta dalla legge n. 1/1991 con riferimento alle attività di intermediazione mobiliare.

Offerta dei servizi di gestione fiduciaria al di fuori della sede legale

Sono stati affrontati problemi interpretativi connessi con la possibilità per le fiduciarie iscritte alla sezione speciale dell'Albo SIM di offrire il proprio servizio al di fuori della sede legale e le modalità con cui tale offerta possa essere eventualmente svolta, mancando nella legge un'esplicita dichiarazione di applicabilità alle fiduciarie dell'art. 5, comma 1, della stessa legge n. 1/1991 che disciplina l'offerta dei servizi di intermediazione al di fuori della sede delle SIM.

Pertanto, dall'art. 5, comma 1, può desumersi in via interpretativa una regola di carattere generale, secondo cui è consentito alle SIM offrire direttamente il proprio servizio, senza l'ausilio dei promotori di servizi finanziari, esclusivamente presso la sede legale e presso le proprie sedi secondarie.

Tale regola generale appare analogicamente applicabile anche alle fiduciarie iscritte, non esistendo alcuna differenza sostanziale tra le fattispecie concrete rappresentate dall'offerta del servizio di gestione in nome e per conto di terzi da parte delle SIM e dall'offerta del servizio di gestione in nome proprio e per conto di terzi da parte delle società fiduciarie iscritte. Entrambe le fattispecie sono infatti assoggettate alle medesime disposizioni legislative e regolamentari per ciò che attiene allo svolgimento dell'attività di gestione ed ai rapporti con i clienti.

Accanto alla suddetta regola di carattere generale la norma dispone un regime agevolativo, consentendo, come in precedenza riferito, alle società d'intermediazione mobiliare di offrire direttamente il proprio servizio al di fuori della sede legale o delle sedi secondarie, dotandosi di una propria rete di promotori di servizi finanziari, indipendentemente dall'ottenimento dell'autorizzazione allo svolgimento dell'attività di sollecitazione di cui all'art. 1, comma 1, lett. f), della legge menzionata.

⁽¹⁾ Cfr. Comunicazione n. 91/007025 del 6.12.1991, pubblicata sul Bollettino Consob n. 12/1991.

Tale agevolazione viene consentita ad intermediari, quali appunto le SIM, che avrebbero potuto in ogni caso sollecitare il pubblico risparmio fuori sede, avvalendosi comunque di promotori, una volta ottenuta l'autorizzazione all'esercizio dell'attività di cui all'art. 1, comma 1, lett. f).

L'eccezionalità di tale regime è confermata dall'art. 16, comma 2, della legge in parola che ne esclude l'applicabilità con riferimento alle aziende ed istituti di credito i quali si potranno avvalere di promotori soltanto se «autorizzati all'esercizio dell'attività di cui all'articolo 1, comma 1, lett. f), della presente legge».

Poiché le società fiduciarie iscritte possono essere autorizzate esclusivamente all'esercizio dell'attività di gestione loro consentita, la possibilità di dotarsi di una propria rete di promotori non è apparsa estensibile alle medesime, come d'altra parte confermato dal dibattito parlamentare precedente l'approvazione della legge n. 1/1991.

Pertanto, le società fiduciarie iscritte nella sezione speciale dell'Albo SIM potranno offrire direttamente il proprio servizio solo presso la sede legale e le sedi secondarie definite dall'art. 2299 del codice civile.

I servizi di gestione offerti dalle medesime società potranno peraltro essere promossi o distribuiti al di fuori della sede legale o delle sedi secondarie delle stesse per il tramite di intermediari autorizzati all'esercizio dell'attività di cui all'art. 1, comma 1, lett. f) della legge n. 1/1991.

Applicabilità alle società fiduciarie iscritte dell'obbligo di certificazione di cui all'art. 10 della legge n. 1/1991

Con riferimento a tale ultimo aspetto e tenuto conto dei profili sistematici dell'intera disciplina sull'intermediazione mobiliare, la Commissione ha ritenuto che le società fiduciarie «iscritte» devono considerarsi assoggettate all'obbligo di conferire incarico di certificazione del bilancio ai sensi del d.P.R. n. 136/1975, nonostante l'art. 10 della legge n. 1/1991, che impone espressamente tale obbligo alle SIM, non sia richiamato dal citato art. 17 della stessa legge.

Tale mancato richiamo non può giustificare una diversità di disciplina con riferimento ad attività analoghe, tenuto altresì conto della rilevanza che la disciplina legale in materia di controllo contabile riveste in relazione ai profili di stabilità propri dei soggetti autorizzati all'attività di intermediazione, ivi comprese le società fiduciarie iscritte nella sezione speciale.

Inoltre la disciplina in materia di sollecitazione del pubblico risparmio precedentemente applicabile all'offerta dei servizi di gestione di patrimoni prevedeva, ex art. 1/18 *quater* legge n. 216/1974, la possibilità per la Consob di sottoporre le società offerenti all'obbligo di certificazione ai sensi del detto d.P.R. n. 136/1975. Non si vedrebbe dunque perché tale specifica normativa debba adesso integrare soltanto il regime di vigilanza di alcuni degli intermediari autorizzati a svolgere l'attività di gestione, privando le Autorità a cui è demandato il controllo sulle fiduciarie iscritte di un efficace strumento di controllo.

3.4 L'OFFERTA PUBBLICA DI SERVIZI DI GESTIONE FIDUCIARIA DI PATRIMONI NEL CORSO DEL 1991

Nel corso del 1991 si sono continuate ad applicare alle offerte dei servizi di gestione di patrimoni le norme sulla sollecitazione del pubblico risparmio di cui agli artt. 1/18 e ss., legge n. 216/1974. Infatti, l'art. 18, comma 3, della legge 1/1991 ha disposto che i soggetti che alla data del 5 gennaio 1991 svolgevano le attività di cui all'art. 1, comma 1, della medesima legge, avrebbero potuto continuare a svolgerle fino al 5 gennaio 1992, secondo la normativa previgente e nel rispetto delle norme contenute nella legge 1/1991, in quanto compatibili, purché avessero adempiuto alla trasmissione alla Commissione della documentazione indicata nel suddetto art. 18 della legge 1/1991.

Nei primi mesi dell'anno di riferimento si è proceduto alla conclusione delle istruttorie, apertesi nel 1990, concernenti l'aggiornamento delle sezioni II dei prospetti informativi in scadenza il 31 ottobre 1990, concernenti le informazioni contabili e societarie sui soggetti offerenti.

Gli uffici hanno altresì provveduto ad aggiornare le sezioni II afferenti società che chiudono il bilancio di esercizio il 30 giugno di ogni anno ed i cui prospetti informativi, in con-

formità di quanto prescritto dallo schema n. 10 allegato alle «Disposizioni di carattere generale concernenti la redazione dei prospetti informativi», avevano validità sino al 30 aprile.

Durante il 1991 sono stati pubblicati 22 prospetti informativi relativi a servizi di gestione con caratteristiche diverse da quelli precedentemente depositati. In alcuni casi si è trattato di semplici modifiche apportate al servizio precedentemente offerto. In altri cinque casi, invece, le società fiduciarie hanno affiancato al servizio già offerto al pubblico un nuovo servizio.

Tra questi ultimi si segnalano il deposito di un prospetto informativo concernente un servizio di gestione di patrimoni avente ad oggetto esclusivamente contratti di pronti contro termine e quello di un prospetto informativo relativo ad un servizio di gestione rivolto a persone giuridiche. Sono inoltre aumentati i servizi di gestione collegati operativamente ad un conto corrente bancario.

Durante il 1991 cinque società hanno comunicato, per la prima volta, l'intenzione di procedere ad attività di sollecitazione del pubblico risparmiando depositando poi un prospetto informativo relativo ad un servizio di gestione di patrimoni; tra queste, accanto a quattro società fiduciarie, una azienda di credito.

Anche nel corso del 1991 alcune società hanno rappresentato alla Commissione di non voler più svolgere attività di sollecitazione. In tali casi si è invitata la società ad informare la propria clientela del venir meno dell'applicabilità nei loro confronti delle disposizioni di cui agli artt. 3, lett. b) e c) e 4, *sub* art. 1, legge n. 216/1974.

Nei casi di società fiduciarie che avevano in corso presso il Ministero dell'industria il procedimento di conferma del decreto di autorizzazione all'esercizio dell'attività fiduciaria, la Commissione, in conformità di quanto dalla stessa deliberato in via generale nel 1989, ha concesso proroghe di tre mesi in tre mesi alla validità del prospetto informativo, previa assicurazione, da parte del suddetto Ministero, dell'insussistenza di motivi ostativi alla prosecuzione dell'attività fiduciaria.

Si è altresì verificato il caso di una società fiduciaria cui è stata sospesa l'efficacia del prospetto informativo, in presenza di una situazione economico-patrimoniale della stessa fiduciaria e della sua controllante tali da rendere necessario l'aggiornamento dei dati e delle notizie contenute nel prospetto medesimo.

A partire dal mese di ottobre 1991, la Commissione ha esaminato le istanze di iscrizione alla sezione speciale dell'Albo previsto dall'art. 3, comma 1, legge n. 1/1991, trasmesse dalle società fiduciarie entro il termine previsto dall'art. 18, comma 2, della stessa legge.

Si segnala che già nel corso del mese di settembre la Commissione si era attivata per conoscere quali società fiduciarie avessero intenzione di proseguire la propria attività dopo il 5 gennaio 1992. Ciò al fine di tutelare, mediante un'adeguata e tempestiva informazione, i clienti di quelle società fiduciarie che non intendessero presentare istanza di iscrizione alla sezione speciale del menzionato Albo.

Entro il termine del 5 ottobre 1991 hanno presentato la suddetta istanza 81 società fiduciarie. Di queste, 66 sono soggetti già noti alla Commissione in quanto avevano depositato presso l'apposito archivio un prospetto informativo.

Alla data del 5 gennaio 1992, sono state iscritte alla sezione speciale dell'Albo 66 società fiduciarie. Sette società hanno infatti comunicato di rinunciare all'istanza. Quattro istruttorie sono state dichiarate improcedibili e altrettante sono tuttora in corso.

Caratteristiche del settore

La presente analisi 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 corso dell'anno di riferimento.

Nel periodo 30.6.1990-28.6.1991 il mercato delle amministrazioni fiduciarie di valori mobiliari ha riscontrato un'evoluzione positiva dell'entità dei beni intestati: la massa in gestione, amministrata in forma cosiddetta dinamica (di seguito dinamica), si è sviluppata del 13,1%, passando da 9.438 mld. a 10.672 mld., mentre la massa amministrata in forma cosiddetta statica (di seguito statica) è cresciuta dell'8,9% passando da 13.971 mld. a 15.213 mld..

La massa amministrata nel complesso dalle società esaminate al 28.6.1991 ammonta a circa 25.885 mld., mostrando uno sviluppo del 10,6%. Essa è rappresentata per il 41,2% dalla massa dinamica e per il 58,8% 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 (67,6% del totale degli investimenti) e azioni quotate (12,3% del totale degli investimenti).

Nell'ambito della amministrazione statica assume invece particolare rilievo la detenzione di azioni non quotate (21,45% del totale degli investimenti) e di titoli di stato (22% del totale degli investimenti) (tav. 57).

TAVOLA 57

CARATTERISTICHE GENERALI DI SETTORE
COMPOSIZIONE MASSA AMMINISTRATA AL 30.6.1991
(valori in milioni di lire)

TIPOLOGIA COMPOSIZIONE	Massa Dinamica	% (1)	Massa Statica	% (1)	Massa Totale	% (1)
Azioni Quotate	1316813	12,34	346925	2,28	1663738	6,427
		79,15		20,85		100
Azioni Non Quotate	14250	0,134	3262726	21,45	3276976	12,66
		0,435		99,57		100
Obbligazioni quotate	495490	4,643	622689	4,093	1118179	4,32
		44,31		55,69		100
Obbligazioni Non Quotate	81947	0,768	817278	5,372	899225	3,474
		9,113		90,89		100
Titoli di Stato	7218193	67,64	3345034	21,99	10563227	40,81
		68,33		31,67		100
Titoli Esterni	287805	2,697	552690	3,633	840495	3,247
		34,24		65,76		100
Quote di S.r.L.	151	0,001	1301821	8,557	1301972	5,03
		0,012		99,99		100
Finanziamento Soci	0	0	2003183	13,17	2003183	7,739
		0		100		100
Certificati di deposito	15454	0,145	377946	2,484	393400	1,52
		3,928		96,07		100
Altri Valori Mobiliari (2)	1241579	11,63	2583376	16,98	3824955	14,78
		32,46		67,54		100
Totale	10671682	100	15213668	100	25885350	100
		41,23		58,77		100
Numero Clienti	73524		35509		109033	
		67,43		32,57		100
Massa Pro-capite	145		428		237	

(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.

Con riferimento alla clientela delle società fiduciarie si osserva che al 28.6.1991 i fiduciari sono nel complesso 109.033, di cui 73.524 in amministrazione dinamica e 35.509 in statica. Rispetto all'anno precedente si è riscontrato un calo complessivo del numero dei fiduciari del 20%, più marcato nella amministrazione dinamica (-25,5%) che nella statica (-5,7%).

I dati rappresentati segnalano, soprattutto con riferimento alla gestione dinamica, la coesistenza di un'evoluzione della massa e di una riduzione del numero dei clienti. Ne discende che l'investimento medio *pro capite* ammonta a circa 145 mln., rispetto ai 96 mln. al 30.6.1990, mentre ammonta a circa 428 mln. nell'ambito dell'amministrazione statica.

La crescita di valore della massa in gestione è peraltro accompagnata da una notevole riduzione degli investimenti sul mercato azionario e da un maggior peso degli impieghi in titoli a reddito fisso ed in misura minore degli investimenti all'estero (graf. 36).

In fatti il peso delle azioni quotate sul totale massa dinamica si riduce, fra il 30.6.1990 e il 28.6.1991, dal 20,5% al 12,3% ed il valore assoluto dei medesimi titoli si riduce del 32%, mentre la quota dei titoli di stato passa dal 61,4% al 67,6%, gli «altri valori mobiliari» (costituiti per lo più da liquidità) passano dal 9,8% all'11,6% e i titoli esteri dall'1,6% al 2,7%, crescendo in valore assoluto dell'86,7% (graf. 37).

Il settore, sia nel suo complesso che per tipologia di amministrazione (statica e dinamica), si ripresenta fortemente concentrato.

Si precisa, con riguardo alla massa in gestione dinamica, che i primi 3 operatori gestiscono il 43,5% (circa 4.647 mld.) della stessa; rappresentativa, si osserva inoltre, del 64,17% (circa 47.328 unità) della clientela (tav. 58).

Si sottolinea, inoltre, che l'89% delle società fiduciarie esaminate appartiene ad un gruppo (61 su 68); di queste il 39% (24) fa parte di gruppi che presentano al loro interno almeno una società con titoli quotati in borsa o negoziati al mercato ristretto.

GRAFICO 36

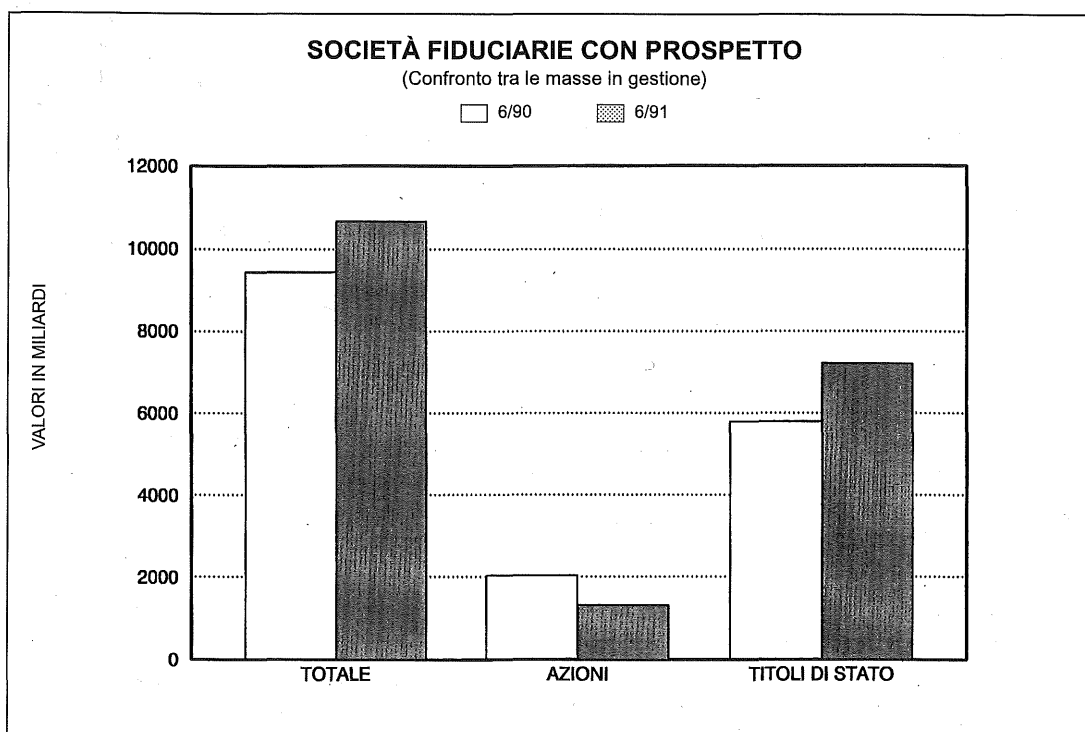
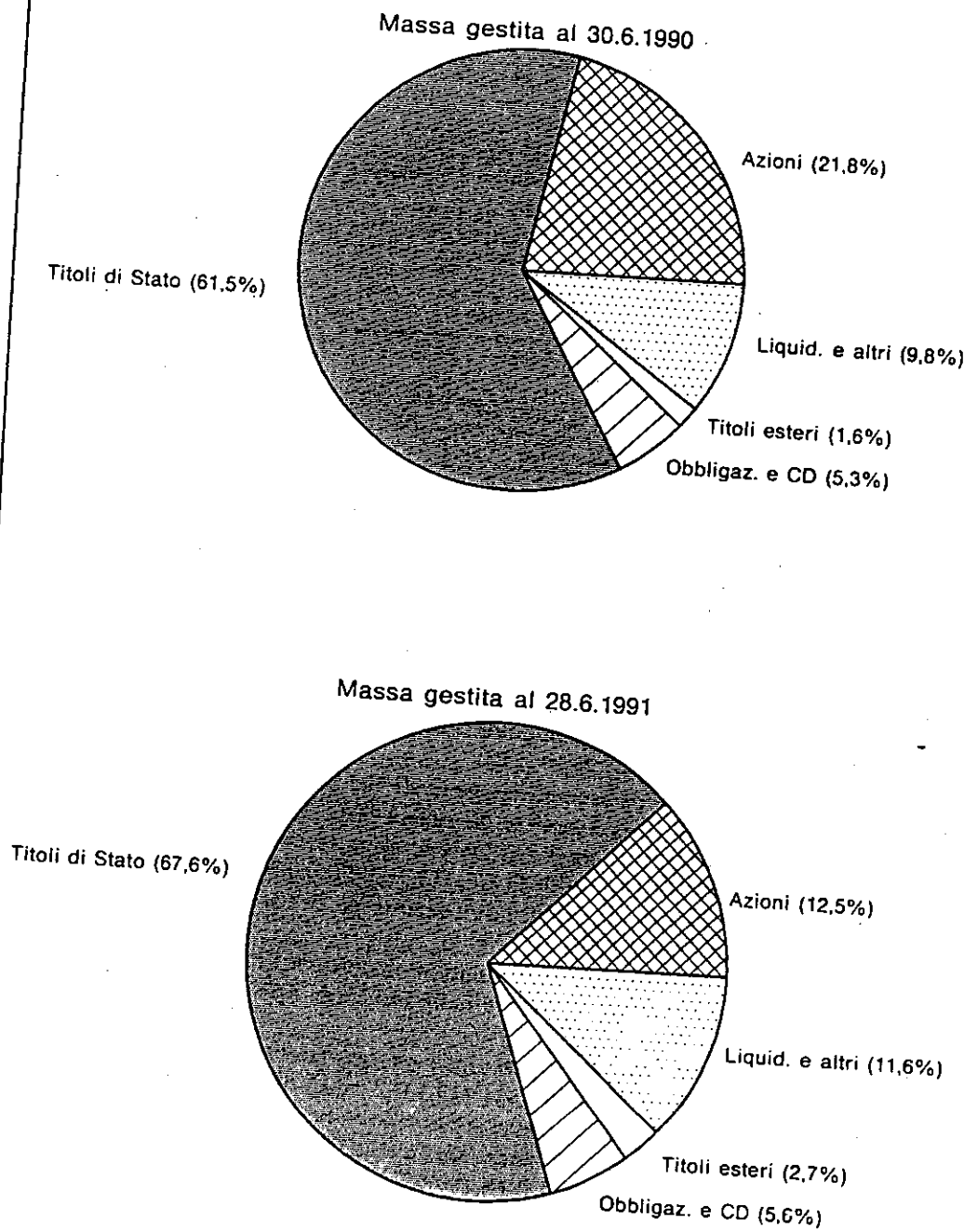


GRAFICO 37

SOCIETÀ FIDUCIARIE CON PROSPETTO



**DISTRIBUZIONE DELLE SOCIETÀ FIDUCIARIE
PER CLASSI DIMENSIONALI AL 30.6.1991**

Classi Dimensionali (Val. in ML. di Lire)	Numero Società (Unità)	%	Massa Dinamica (1)	%	Clienti Dinamica (Unità)	%
Massa tra 0 e 100000 ML	42	<u>61,76</u>	1220269	<u>11,43</u>	3723	<u>4,534</u>
Massa tra 100001 e 500000 ML	23	<u>33,82</u>	4804484	<u>45,02</u>	31060	<u>37,83</u>
Massa tra 500001 e 1000000 ML	1	<u>1,417</u>	991068	<u>9,287</u>	7792	<u>9,49</u>
Massa oltre 1000001 ML	2	<u>2,941</u>	3655861	<u>34,26</u>	39536	<u>48,15</u>
Totale	68	<u>100</u>	10671682	<u>100</u>	82111	<u>100</u>

(1) Valori in milioni di lire.

Occorre precisare che l'analisi dei risultati netti conseguiti dalla generalità delle fiduciarie operanti nel settore evidenzia che 49 fiduciarie su 68 (72%) hanno chiuso il bilancio al 31.12.1991 con un risultato positivo; di queste 21 appartengono al settore bancario e 13 rientrano tra quelle appartenenti a piccoli gruppi di intermediazione mobiliare.

Infine si osserva che 13 fiduciarie chiudono il bilancio con una perdita mentre 6 mostrano un risultato in pareggio.

Passando ad analizzare le caratteristiche generali del settore, schematizzate nella tav. 59, 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 società 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%).

Dall'analisi dei settori così come individuati si riconferma, rispetto alle risultanze dell'anno precedente, la forte capacità attrattiva delle fiduciarie appartenenti al settore bancario (tav. 4).

Infratti tali soggetti al 28.6.1991 raccolgono e gestiscono rispettivamente il 68,2% (7.283,5 mld.) della massa dinamica e l'88,9% (13.535,2 mld.) della massa statica. Essi detengono complessivamente l'80,4% della massa fiduciaria complessivamente raccolta.

Tale predominanza trova conferma anche dall'analisi della clientela: risulta infatti che le fiduciarie di matrice bancaria assorbono il 66,1% (72.072 unità) della clientela totale, rappresentata per il 78,26% (56.403 unità) da clienti in gestione dinamica e per il 21,74% (15.669 unità) da clienti in amministrazione statica.

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.

TAVOLA 59

CARATTERISTICHE GENERALI DI SETTORE AL 30.6.1991

FIDUCIARIE	Caratteristiche del gruppo del gruppo di appartenenza (Unità)				Massa in amministrazione per tipologia (valori in milioni di lire)					
	Q (1)	NQ (2)	A (3)	Totale	Dinamica	% (5)	Statistica	% (5)	Totale	% (5)
Assicurativo	3	1	0	4	60722	5,63 71,36	241090	1,58 28,64	841812	3,25 100,00
Bancario	14	9	3	26	7310299	68,50 35,07	13535183	88,97 64,93	20845482	80,53 100,00
Industriale	1	2	0	3	476354	4,48 76,22	148629	0,96 23,76	624983	2,41 100,00
Finanziario	6	6	0	12	1316768	12,34 79,13	347301	2,28 20,87	1664069	6,43 100,00
Altro (4)	0	19	4	23	967539	9,07 50,68	941485	6,19 49,32	1909004	7,37 100,00
Totale	24	37	7	68	10671682	180,00 41,23	15213668	100,00 58,77	25885350	100,00 100,00

FIDUCIARIE	Numero di clienti (Unità)					
	Dinamica	% (6)	Statica	% (6)	Totale	% (6)
Assicurativo	3635	4,94 31,17	8027	22,61 68,83	11662	10,70 100,00
Bancario	56403	76,71 78,26	15669	44,13 21,74	72072	66,10 100,00
Industriale	1499	2,04 59,46	1022	2,88 40,54	2521	2,31 100,00
Finanziario	7986	10,86 45,20	96.81	27,26 54,80	17667	16,20 100,00
Altro	4001	5,44 78,28	1110	3,13 21,72	5111	4,69 100,00
Totale	73524	100,00 67,43	35509	100,00 32,57	109033	100,00 100,00

Segue: TAVOLA 59

FIDUCIARIE	Massa Amministrata Pro-capite (valori in milioni di lire)			Numero Fiduciarie per Risultato Netto		
	Pro-capite Dinamica	Pro-Capite Statica	Pro-Capite Totale	Positivo	Negativo	Nulla
Assicurativo	165	30	72	4	0	0
Bancario	130	864	289	21	4	1
Industriale	318	145	248	3	0	0
Finanziario	165	36	94	8	2	2
Altro	242	848	374	13	7	3
Totale Fiduciarie	145	428	237	49	13	6

- (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.
- (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.

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, come già rilevato con riferimento al totale massa amministrata, risultano prevalentemente concentrate, indipendentemente dal settore di appartenenza della fiduciaria, sui titoli di stato e azioni quotate (tavv. 60, 61, 62, 63, e 64).

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 al pubblico di quote di fondi comuni di investimento mobiliare

4.1 I PROSPETTI INFORMATIVI RELATIVI ALL'OFFERTA AL PUBBLICO DI QUOTE DI FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO MOBILIARE DI DIRITTO ITALIANO

Salvo quanto in precedenza illustrato in merito alle modifiche apportate alle «Disposizioni di carattere generale concernenti la redazione dei prospetti informativi ed i modi in cui l'offerta deve essere resa pubblica», modifiche che hanno interessato anche lo schema-tipo di prospetto n. 9 concernente l'offerta di quote di fondi comuni di investimento mobiliare, non si sono registrate nella materia novità di rilievo rispetto a quanto già segnalato con le precedenti Relazioni annuali.

TAVOLA 60

FIDUCIARIE APPARTENENTI AD UN GRUPPO BANCARIO
 COMPOSIZIONE MASSA AMMINISTRATA AL 30.6.1991
 (valori in milioni di lire)

TIPOLOGIA COMPOSIZIONE	Massa Dinamica	% (1)	Massa Statica	% (1)	Massa Totale	% (1)
Azioni Quotate	710793	9,723 76,5	218404	1,614 23,5	929197	4,458 100
Azioni Non Quotate	6335	0,087 0,206	3073077	22,7 99,79	3079412	14,77 100
Obbligazioni quotate	347858	4,758 41,82	483989	3,576 58,18	831847	3,991 100
Obbligazioni Non Quotate	37720	0,516 4,989	718282	5,307 95,01	756002	3,627 100
Titoli di Stato	5539556	75,78 64,7	3022404	22,33 35,3	8561960	41,07 100
Titoli Esterni	122199	1,672 18,59	535280	3,955 81,41	657479	3,154 100
Quote di S.r.l.	21	0,000 0,002	1157470	8,552 100	1157491	5,553 100
Finanziamento Soci	0	0 0	1722052	12,72 100	1722052	8,261 100
Certificati di deposito	12312	0,168 3,561	333400	2,463 96,44	345712	1,658 100
Altri Valori Mobiliari (2)	533505	7,296 19,02	2270825	16,78 80,96	2804330	13,45 100
Totale	7310299	100 35,07	13535183	100 64,93	20845482	100 100
Numero Clienti	56403	78,26	15669	21,74	72072	100
Massa Pro-capite	130		864		289	

(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.

TAVOLA 61

FIDUCIARIE APPARTENENTI AD UN GRUPPO ASSICURATIVO
COMPOSIZIONE MASSA AMMINISTRATA AL 30.6.1991
 (valori in milioni di lire)

TIPOLOGIA COMPOSIZIONE	Massa Dinamica	% (1)	Massa Statica	% (1)	Massa Totale	% (1)
Azioni Quotate	98663	<u>16,42</u> 51,5	92926	<u>38,54</u> 48,5	191589	<u>22,76</u> 100
Azioni Non Quotate	954	<u>0,159</u> 100	0	<u>0</u> 0	954	<u>0,113</u> 100
Obbligazioni quotate	22894	<u>3,811</u> 43,44	29813	<u>12,37</u> 56,56	52707	<u>6,261</u> 100
Obbligazioni Non Quotate	10019	<u>1,668</u> 71,74	3946	<u>1,637</u> 28,26	13965	<u>1,659</u> 100
Titoli di Stato	417827	<u>69,55</u> 99,94	271	<u>0,112</u> 0,065	418098	<u>49,67</u> 100
Titoli Esterni	1443	<u>0,24</u> 100	0	<u>0</u> 0	1443	<u>0,171</u> 100
Quote di S.r.l.	0	<u>0</u> 0	0	<u>0</u> 0	0	<u>0</u> 0
Finanziamento Soci	0	<u>0</u> 0	0	<u>0</u> 0	0	<u>0</u> 0
Certificati di deposito	0	<u>0</u> 0	15800	<u>6,554</u> 100	15,800	<u>1,877</u> 100
Altri Valori Mobiliari (2)	48992	<u>8,144</u> 33,22	98334	<u>40,79</u> 66,78	147256	<u>17,49</u> 100
Totale	600722	<u>100</u> 71,36	241090	<u>100</u> 28,64	841812	<u>100</u> 100
Numero Clienti	3635	<u>31,17</u>	8027	<u>68,83</u>	11662	<u>100</u>
Massa Pro-capite	165		30		72	

(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.

TAVOLA 62

FIDUCIARIE APPARTENENTI AD UN GRUPPO INDUSTRIALE
COMPOSIZIONE MASSA AMMINISTRATA AL 30,6,1991
 (valori in milioni di lire)

TIPOLOGIA COMPOSIZIONE	Massa Dinamica	% (1)	Massa Statica	% (1)	Massa Totale	% (1)
Azioni Quotate	29281	<u>6,147</u> 94,45	1721	<u>1,158</u> 5,551	31002	<u>4,96</u> 100
Azioni Non Quotate	0	<u>0</u> 0	4516	<u>3,038</u> 100	4516	<u>0,723</u> 100
Obbligazioni quotate	11900	<u>2,496</u> 97,74	275	<u>0,185</u> 2,259	12175	<u>1,948</u> 100
Obbligazioni Non Quotate	11584	<u>2,432</u> 92,41	951	<u>0,64</u> 7,587	12535	<u>2,006</u> 100
Titoli di Stato	208732	<u>43,82</u> 80,72	49854	<u>33,54</u> 19,28	258586	<u>41,37</u> 100
Titoli Esterni	77628	<u>16,3</u> 87,14	11460	<u>7,71</u> 12,86	89088	<u>14,25</u> 100
Quote di S.r.l.	0	<u>0</u> 0	18700	<u>12,58</u> 100	18700	<u>2,992</u> 100
Finanziamento Soci	0	<u>0</u> 0	0	<u>0</u> 0	0	<u>0</u> 0
Certificati di deposito	271	<u>0,057</u> 1,014	26446	<u>17,79</u> 96,99	26717	<u>4,275</u> 100
Altri Valori Mobiliari (2)	136958	<u>28,75</u> 79,78	34706	<u>23,35</u> 20,22	171664	<u>27,47</u> 100
Totale	476354	<u>100</u> 76,22	148629	<u>100</u> 23,78	624983	<u>100</u> 100
Numero Clienti	1499	<u>59,46</u>	1022	<u>40,54</u>	2521	<u>100</u>
Massa Pro-capite	318		145		248	

(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 UN GRUPPO FINANZIARIO
COMPOSIZIONE MASSA AMMINISTRATA AL 30,6,1991
 (valori in milioni di lire)

TIPOLOGIA COMPOSIZIONE	Massa Dinamica	% (1)	Massa Statica	% (1)	Massa Totale	% (1)
Azioni Quotate	236137	<u>17,93</u> 99,19	1917	<u>0,552</u> 0,805	238054	<u>14,31</u> 100
Azioni Non Quotate	165	<u>0,013</u> 0,734	22,317	<u>6,426</u> 99,27	22482	<u>1,351</u> 100
Obbligazioni quotate	46581	<u>3,538</u> 31,58	100911	<u>29,06</u> 68,42	147492	<u>8,863</u> 100
Obbligazioni Non Quotate	1442	<u>0,11</u> 1,962	72047	<u>20,74</u> 98,04	73489	<u>4,416</u> 100
Titoli di Stato	577752	<u>43,88</u> 94,46	33882	<u>9,756</u> 5,54	611634	<u>36,76</u> 100
Titoli Esterni	45083	<u>3,424</u> 93,41	3180	<u>0,916</u> 6,589	48263	<u>2,9</u> 100
Quote di S.r.l.	0	<u>0</u> 0	10207	<u>2,939</u> 100	10207	<u>0,613</u> 100
Finanziamento Soci	0	<u>0</u> 0	37978	<u>10,94</u> 100	37978	<u>2,282</u> 100
Certificati di deposito	64	<u>0,005</u> 100	0	<u>0</u> 0	64	<u>0,004</u> 100
Altri Valori Mobiliari (2)	409544	<u>31,1</u> 86,33	64862	<u>18,68</u> 13,67	474406	<u>28,51</u> 100
Totale	1316768	<u>100</u> 79,13	347301	<u>100</u> 20,87	1664069	<u>100</u> 100
Numero Clienti	7986	<u>45,2</u>	9681	<u>54,8</u>	17667	<u>100</u>
Massa Pro-capite	165		36		94	

(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.

TAVOLA 64

FIDUCIARIE APPARTENENTI AD ALTRI GRUPPI
 COMPOSIZIONE AMMINISTRATA AL 30,6,1991
 (valori in milioni di lire)

TIPOLOGIA COMPOSIZIONE	Massa Dinamica	% (1)	Massa Statica	% (1)	Massa Totale	% (1)
Azioni Quotate	241939	25,01 88,33	31957	3,394 11,67	273896	14,35 100
Azioni Non Quotate	6796	0,702 4,007	162816	17,29 95,99	169612	8,885 100
Obbligazioni quotate	66257	6,848 89,59	7701	0,818 10,41	73958	3,874 100
Obbligazioni Non Quotate	21182	2,189 48,99	22052	2,342 51,01	43234	2,265 100
Titoli di Stato	474326	49,02 66,53	238623	25,35 33,47	712949	37,35 100
Titoli Esterni	41452	4,284 93,74	2770	0,294 6,264	44222	2,316 100
Quote di S.r.l.	130	0,013 0,112	115444	12,26 99,89	115574	6,054 100
Finanziamento Soci	0	0 0	243153	25,83 100	243153	12,74 100
Certificati di deposito	2807	0,29 54,96	2300	0,244 45,04	5107	0,268 100
Altri Valori Mobiliari(2)	112650	11,64 49,56	114649	12,18 50,44	227299	11,91 100
Totale	967539	100 50,68	941465	100 49,32	1909004	100 100
Numero Clienti	4001	78,28	1110	21,72	5111	100
Massa Pro-capite	242		848		374	

(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.

Per quanto concerne l'operatività delle società di gestione, si è accentuata, nel corso del 1991, la tendenza alla diversificazione dei prodotti offerti attraverso una sempre più marcata specializzazione dei fondi con riguardo alle aree geografiche ovvero ai settori di appartenenza dei titoli oggetto di investimento. Al riguardo, è anche da segnalare la diffusione via via crescente dell'offerta di particolari servizi attraverso i quali viene proposta la sottoscrizione congiunta di quote di più fondi gestiti dalla medesima società di gestione, allo scopo di meglio soddisfare le esigenze dei risparmiatori in relazione all'ottimizzazione del rendimento dell'investimento ovvero alla possibilità di percepire un reddito periodico dallo stesso.

4.2 I PROSPETTI INFORMATIVI RELATIVI ALL'OFFERTA AL PUBBLICO DI QUOTE/AZIONI DI FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO MOBILIARE DI DIRITTO ESTERO

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 e modificato con delibera n. 5892 del 27 dicembre 1991.

Gli indirizzi sopra richiamati non hanno subito modifiche nel corso del successivo quinquennio.

Nella Relazione sul 1988 ⁽¹⁾ è stato fatto riferimento alla normativa valutaria introdotta con d.P.R. 29 settembre 1987, n. 454 e con 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.

Nella Relazione sul 1990 ⁽²⁾ sono state rappresentate le innovazioni apportate alla materia dal decreto 27 aprile 1990 che, all'art. 5, comma 2, 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.

Nella medesima Relazione si è inoltre evidenziato che la procedura autorizzatoria cui era assoggettata l'offerta di quote dei sopra indicati organismi in forza del precedente decreto n. 105 del 1989 risultava peraltro riprodotta nel decreto del 27 aprile 1990 (art. 5, comma 4), rimanendo applicabile alle offerte al pubblico di quote di fondi comuni situati in stati extra-comunitari 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.

Nella richiamata Relazione per il 1990 si è, infine, segnalato che l'art. 22, lett. h), della legge comunitaria per il 1990 (legge 29 dicembre 1990, n. 428), aveva fissato i criteri di delega al Governo per l'emanazione di norme afferenti la procedura autorizzatoria ed il regime dei controlli relativi agli organismi da ultimo indicati.

Nel corso dell'anno 1991 la commissione di studio istituita presso il Ministero del tesoro, di cui si riferisce più ampiamente nel successivo punto 4.3, ha elaborato, in conformità dei criteri di delega sopra richiamati, un apposito schema di disciplina normativa (poi tradottosi nel decreto legislativo 25 gennaio 1992, n. 86).

Tale decreto prevede che l'offerta in Italia di quote/azioni di organismi non «armonizzati» sia soggetta ad autorizzazione del Ministro del tesoro, di concerto con il Ministro del commercio con l'estero, sentite la Banca d'Italia e la Consob. L'art. 1 delinea le condizioni alle quali è subordinato il rilascio di tale autorizzazione. All'art. 2 è dettata la disciplina dei

⁽¹⁾ Vedi Relazione sul 1988, cap. IV, pagg. 111-112.

⁽²⁾ Vedi Relazione sul 1990, cap. V, pagg. 202-203.

controlli, affidati alla Banca d'Italia ed alla Consob (sono, in particolare, richiamati l'art. 11 della legge n. 77 del 1983 e l'art. 1/18 della legge n. 216 del 1974). Negli altri articoli sono contenute disposizioni in tema di revoca dell'autorizzazione ed in materia penale e tributaria.

4.3 LA DIRETTIVA CEE N. 85/611 DEL 20 DICEMBRE 1985

Nella Relazione sul 1988⁽¹⁾ 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.)⁽²⁾. E si è fatto cenno della costituzione, presso il Ministero del tesoro, di una commissione di studio, cui hanno partecipato 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.

Sulla base dei criteri di delega contenuti nell'art. 22 della legge comunitaria per il 1990, la commissione predetta, che ha concluso i propri lavori a fine 1991, ha definito uno schema di disciplina normativa di recepimento delle disposizioni comunitarie concernenti i fondi comuni di investimento (poi tradottosi nel decreto legislativo 25 gennaio 1992, n. 83).

Detta commissione ha inoltre proceduto a predisporre uno schema di provvedimento normativo di attuazione delle previsioni di cui alla lett. a) del citato art. 22 della legge comunitaria per il 1990 concernente l'istituzione e la disciplina delle società di investimento a capitale variabile (s.i.c.a.v.) (poi tradottosi nel decreto legislativo 25 gennaio 1992, n. 84) ed uno schema di provvedimento normativo di attuazione delle previsioni di cui alla lett. h) del medesimo art. 22 relativo alla regolamentazione dell'offerta in Italia di quote di o.i.c.v.m. esteri non «armonizzati», e cioè non rientranti nel campo di applicazione della direttiva in discorso (si veda quanto riferito al precedente punto 4.2).

Il decreto relativo ai fondi comuni apporta alla preesistente disciplina contenuta nella legge 23 marzo 1983, n. 77, oltre ad innovazioni finalizzate al recepimento delle previsioni comunitarie, anche innovazioni volte a contribuire ad un coordinato adattamento del sistema vigente. Si segnalano, tra l'altro, la rielaborazione della normativa afferente i limiti e divieti di investimento, ed il conseguente ampliamento delle possibilità operative dei gestori, la revisione del regime fiscale, l'eliminazione dei limiti soggettivi per l'assunzione di partecipazioni a fondi comuni.

Di particolare interesse sono le previsioni contenute nell'art. 13 del decreto in discorso, con il quale viene introdotto un nuovo articolo della citata legge n. 77 del 1983, l'art. 10 bis.

Tale introduzione si riconnette all'esigenza di dettare disposizioni di attuazione della sezione VIII (artt. 44-48) della direttiva CEE n. 85/611 in materia di commercializzazione in Italia di quote di o.i.c.v.m. situati in altri paesi della Comunità Economica Europea ed assoggettati alla disciplina della direttiva.

Nella formulazione del testo normativo si è tenuto conto delle caratteristiche essenziali del sistema dei controlli sugli o.i.c.v.m. «armonizzati» delineato dalla direttiva.

Tale sistema è imperniato sul principio secondo il quale, per quanto attiene al regime autorizzatorio e alla struttura, agli obblighi di informazione ed al controllo, gli o.i.c.v.m. sono sottoposti alla disciplina dello stato membro in cui essi sono situati. È invece previsto che l'o.i.c.v.m. che intenda commercializzare le proprie quote in uno stato membro diverso da quello in cui è situato è tenuto ad osservare le disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative vigenti in tale stato ed attinenti ad aspetti relativi all'operatività degli o.i.c.v.m. non contemplati dalla direttiva (essenzialmente gli aspetti relativi alla commercializzazione delle quote). In tal caso, l'o.i.c.v.m. deve altresì prendere le misure necessarie affinché i paga-

(1) Vedi Relazione sul 1988, cap. IV, pag. 113.

(2) Gli o.i.c.v.m. previsti dalla direttiva CEE n. 85/611 possono rivestire natura contrattuale (fondi comuni di investimento mobiliare) ovvero natura statutaria (società di investimento).

menti ai partecipanti, il riacquisto o rimborso delle quote e la diffusione delle informazioni siano assicurati nello stato dei partecipanti.

La direttiva prevede, inoltre, che competente ad esercitare il controllo sull'osservanza delle disposizioni della sopra richiamata sezione VIII sia l'Autorità dello stato in cui l'o.i.c.v.m. commercializza le sue quote.

La normativa comunitaria stabilisce, infine, che l'o.i.c.v.m. che intenda commercializzare le proprie quote in uno stato membro diverso da quello in cui è situato è tenuto ad una serie di adempimenti nei confronti delle Autorità dell'altro stato membro (informativa sull'intenzione di collocare e sulle relative modalità di commercializzazione, inoltre di un «attestato» delle Autorità dello stato membro di origine, del regolamento, del prospetto, delle relazioni periodiche del fondo). E che, decorsi due mesi dall'assolvimento di tali obblighi, l'o.i.c.v.m. può iniziare la commercializzazione delle sue quote, a meno che le Autorità dello stato membro in questione non abbiano adottato un motivato provvedimento in senso contrario.

In conformità dei principi sopra richiamati e dei criteri indicati alla lett. f) del richiamato art. 22 della legge comunitaria per il 1990, l'art. 10 *bis*, nell'individuare ai primi otto commi la procedura cui devono sottoporsi gli o.i.c.v.m. di altri paesi della Comunità Economica Europea che intendano commercializzare le proprie quote in Italia, stabilisce che tali organismi devono inviare al Ministro del tesoro la comunicazione, i documenti e le informazioni previste dalla direttiva. E che il Ministro del tesoro medesimo si esprime, assunto il parere della Banca d'Italia e della Consob, la prima, sulle misure adottate dagli o.i.c.v.m. al fine di assicurare in Italia l'esercizio dei diritti patrimoniali dei partecipanti, la seconda, sulle modalità di offerta al pubblico in Italia, sull'assolvimento degli obblighi informativi degli o.i.c.v.m. e sulle misure dagli stessi a tal fine adottate.

In relazione ai compiti attribuiti alla Banca d'Italia e alla Consob, l'art. 10 *bis* definisce poi ai commi 9 e 11 la potestà degli Istituti medesimi di emanare disposizioni di carattere generale. In particolare, la Banca d'Italia emana disposizioni volte ad assicurare l'esercizio dei diritti patrimoniali dei partecipanti in Italia; la Consob emana disposizioni in tema di modalità di diffusione delle informazioni e stabilisce i contenuti e le modalità di redazione di un documento informativo, da rendere pubblico unitamente al prospetto informativo, illustrante le notizie afferenti la commercializzazione in Italia.

L'art. 10 *bis*, ai commi 13 e 14, attribuisce, inoltre, alla Banca d'Italia e alla Consob nei confronti degli o.i.c.v.m. poteri di richiesta di comunicazione di dati e notizie e di trasmissione di atti e documenti nonché, con riguardo alla Consob, poteri di richiesta di pubblicazione di dati e notizie necessari per l'informazione del pubblico.

L'ultimo comma dell'articolo in questione individua, infine, il potere del Ministro del tesoro di sospendere, su proposta della Banca d'Italia o della Consob, in via cautelare in caso di presunta inosservanza delle prescrizioni contenute nell'articolo medesimo, ovvero di sospendere temporaneamente o di vietare in caso di accertata violazione, l'attività di offerta delle quote/azioni degli organismi di cui trattasi.

Il decreto relativo alle s.i.c.a.v. detta un'articolata disciplina degli aspetti strutturali di tale nuova categoria di società per azioni, caratterizzata dalla corrispondenza in ogni momento tra capitale e patrimonio della società e dall'essere tale capitale variabile in relazione al numero di azioni emesse e rimborsate. Sono, inoltre, previste all'art. 3 due categorie di azioni emettibili dalle s.i.c.a.v., differenziantisi sotto il profilo dell'esercizio del diritto di voto. All'art. 5 è disciplinato il meccanismo attraverso il quale vengono individuati i soci di maggioranza delle s.i.c.a.v. ai fini della determinazione del gruppo di appartenenza delle s.i.c.a.v. e dell'applicazione alle stesse dei limiti di investimento in titoli del gruppo stesso.

Per quanto concerne gli aspetti relativi alla politica di investimento e, in via più generale, al funzionamento delle s.i.c.a.v., il decreto in questione si connota per una serie di rinvii alle norme disciplinanti i fondi comuni di investimento.

È, inoltre, prevista l'applicazione anche alle s.i.c.a.v. delle norme della legge n. 1/1991 originariamente emanate con riguardo alle società di gestione di fondi comuni di investimento.

La costituzione di s.i.c.a.v. è soggetta ad autorizzazione del Ministro del tesoro, che provvede sentita la Banca d'Italia. I poteri di vigilanza sono attribuiti alla Banca d'Italia e alla Consob, secondo i medesimi criteri di ripartizione previsti per i fondi comuni.

4.4 I DATI STATISTICI

Relativamente ai fondi di investimento mobiliare di diritto italiano, si segnala che a fine 1991 il numero delle società di gestione operanti con prospetto depositato presso l'archivio Consob risultava pari a 55 (58 a fine 1990) per un numero di fondi gestiti pari a 237 (194 a fine 1990). La diminuzione di tre unità del numero dei soggetti operanti consegue al perfezionamento di quattro operazioni di fusione per incorporazione fra società di gestione appartenenti a medesimi gruppi societari ed alla raggiunta operatività da parte di un nuovo soggetto.

Dei 43 nuovi fondi di investimento, uno va riferito alla nuova società di gestione divenuta operativa nel corso del 1991, mentre i rimanenti conseguono a nuove iniziative delle società di gestione operanti a fine 1990.

A fine 1991 la raccolta lorda ammontava a 21.760 miliardi di lire (15.129 a fine 1990) a fronte di riscatti per 16.449 miliardi di lire (14.280 a fine 1990). La raccolta netta risultava pertanto pari a 5.311 miliardi di lire (849 a fine 1990).

A fine 1991 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⁽¹⁾; 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.

5. L'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione di azioni, obbligazioni, anche convertibili, e titoli rappresentativi di quote di capitale di enti pubblici esercenti l'attività bancaria

Nel corso del 1991 sono state effettuate n. 52 operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio relative ad offerte di azioni, di obbligazioni, anche convertibili, e di buoni di acquisto o di sottoscrizione di titoli (62 l'anno precedente).

Di queste, 26 hanno riguardato aumenti di capitale ed emissione di obbligazioni, anche convertibili, poste in essere da società con titoli quotati in borsa; 7 offerte, di cui 2 proposte da società straniere, sono state finalizzate alla diffusione dei titoli in vista della quotazione degli stessi presso le borse valori; 1 offerta è stata finalizzata alla diffusione dei titoli in vista della negoziazione degli stessi presso il mercato ristretto; 5 operazioni hanno riguardato offerte effettuate da società che hanno fatto ricorso al mercato al fine di finanziare la propria attività; 2 sono state poste in essere dai comitati promotori per la costituzione di banche popolari; 2 operazioni hanno riguardato offerte di titoli rivolte ai dipendenti delle società emittenti e delle società da queste controllate.

Una operazione ha riguardato l'offerta di buoni validi per l'acquisto di azioni di una società con titoli quotati presso il mercato ufficiale.

Infine, nel corso dell'anno sono state effettuate 8 operazioni di offerta di obbligazioni; di queste, 3 hanno avuto ad oggetto obbligazioni ordinarie e 5 hanno riguardato l'offerta di obbligazioni convertibili o con warrant emesse da istituti di credito ed offerte in opzione agli azionisti di società con titoli quotati al mercato ufficiale o negoziati al mercato ristretto, emittenti le azioni di compendio.

⁽¹⁾ 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 corso dell'anno di riferimento non si è registrata alcuna offerta di titoli rappresentativi di quote di capitale di enti pubblici esercenti attività bancaria.

6. L'offerta pubblica di acquisto e di scambio

Nell'anno in esame sono state comunicate, ai sensi dell'art. 1/18 della legge 7 giugno 1974, n. 216, 2 operazioni di offerta pubblica di acquisto.

Le offerte hanno riguardato le azioni ordinarie della Raggio di Sole Mangimi s.p.a. e della Banca d'America e di Italia s.p.a., acquistate rispettivamente dalla La Rocca s.r.l. e dalla DB Finanziaria s.p.a..

Entrambe le operazioni sono state finalizzate al conseguimento, da parte delle società offerenti, del possesso dell'intero capitale delle società oggetto dell'offerta.

CAPITOLO V
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

1.1 LE VARIAZIONI APPORTATE AL D.P.R. 1.3.1975, n. 136 A SEGUITO DEL RECEPIMENTO DI DIRETTIVE COMUNITARIE

Nel corso del 1991 sono state introdotte disposizioni legislative in materia di società per azioni e di controllo contabile le quali hanno conferito maggiore organicità al quadro normativo di riferimento. In particolare si sono conclusi i lavori della Commissione governativa incaricata della predisposizione del decreto legislativo attuativo dell'VIII direttiva comunitaria n. 84/253 del 10 aprile 1984, relativa all'abilitazione delle persone incaricate del controllo di legge dei documenti contabili. A tali lavori la Consob ha potuto contribuire concretamente sulla base della propria esperienza in materia ⁽¹⁾.

L'innovazione principale apportata al sistema normativo dal decreto legislativo n. 27 gennaio 1992, n. 88 è stata l'istituzione, presso il Ministero di grazia e giustizia, di un registro dei revisori contabili, al quale potranno essere iscritte sia persone fisiche che società di revisione.

Peraltro la materia oggetto della direttiva, pur essendo formalmente limitata alla disciplina dell'«abilitazione delle persone incaricate del controllo di legge dei documenti contabili», interessa nell'ordinamento italiano un sistema articolato che prevede, accanto al controllo del collegio sindacale disciplinato dal codice civile, anche il controllo esterno esercitato dalle società di revisione iscritte nell'Albo speciale tenuto dalla Consob ai sensi del d.P.R. 31.3.1975, n. 136. A tali società di revisione il legislatore del 1975 ha attribuito peculiari funzioni in considerazione del particolare interesse pubblicistico che riveste l'istituto della revisione e certificazione per le società quotate in borsa. Successivamente altre norme hanno esteso anche alle società di intermediazione mobiliare e alle altre società che sollecitano il pubblico risparmio l'obbligo della certificazione legale da parte delle stesse società di revisione.

Pertanto con il menzionato decreto legislativo si sono dovute apportare alle disposizioni contenute nel testo del d.P.R. n. 136 del 1975 le modifiche necessarie per adeguare i requisiti professionali e di onorabilità di soci ed amministratori delle società di revisione alle norme comunitarie, salvaguardando — per la specialità dell'Albo — il livello di professionalità richiesto dalla previgente normativa e realizzando altresì, nei limiti della delega e del testo della direttiva, una parziale riforma, che permette alla Consob di disporre di un sistema di controlli più adeguato alla realtà del settore.

In particolare è stato previsto che la valutazione dell'idoneità tecnica della società di revisione, all'atto dell'approvazione dei conferimenti degli incarichi, si estenda a tutti gli elementi concernenti le modalità di esercizio dell'attività di controllo contabile, senza essere pertanto confinata a fattori di carattere strutturale quali l'organizzazione ed il numero di incarichi già assunti. Conseguentemente è stato elevato da dieci a venti giorni il termine assegnato

(1) Vedi Relazione sul 1990, Cap. VI, par. 1.

alla Commissione per le valutazioni necessarie ai fini dell'approvazione o meno degli incarichi di revisione e certificazione dei bilanci. Analogamente è stato previsto che la Consob possa disporre la revoca d'ufficio di incarichi conferiti, non più soltanto per l'insorgere di incompatibilità, ma anche a seguito di fatti che compromettano l'idoneità tecnica della società di revisione incaricata.

La modifica di maggior rilievo concerne l'introduzione di un sistema di sanzioni intermedie rispetto alla cancellazione, che, per quanto non abbiano in linea generale natura pecuniaria, permetteranno di rendere più efficaci gli interventi assunti dalla Consob a seguito dell'espletamento della propria attività di vigilanza.

In particolare è stato previsto che la Commissione, qualora accerti gravi irregolarità, possa intimare alla società di non avvalersi, nell'attività di revisione e certificazione, per un periodo non superiore a due anni, delle persone alle quali siano ascrivibili tali irregolarità; la Commissione potrà inoltre vietare alle società di accettare nuovi incarichi per un periodo non superiore ad un anno. Sanzioni pecuniarie a carico della società sono state previste esclusivamente nel caso di omessa o ritardata comunicazione di fatti sociali di particolare rilevanza, in alternativa alla cancellazione, unica sanzione prevista dal precedente testo normativo anche per tali fattispecie.

Le nuove norme prevedono inoltre l'abolizione dell'esame di idoneità in materia di revisione indetto dalla Consob, in relazione alla previsione di un esame, avente ad oggetto analoghe materie, che dovrà essere indetto dal Ministero di grazia e giustizia, il cui superamento rappresenta uno dei requisiti per l'iscrizione nel registro dei revisori contabili.

L'abolizione della disposizione che vieta ai soci, amministratori e dipendenti delle società di revisione che siano iscritti in albi professionali di svolgere altre attività, consentirà l'ingresso nelle società di revisione anche ai professionisti che non hanno in passato ritenuto opportuno limitare la propria attività alla revisione contabile.

La norma in materia di oggetto sociale delle società di revisione è stata riformulata in maniera più precisa, al fine di chiarire che le sole attività consentite sono quelle relative alla revisione ed alla organizzazione contabile di aziende.

Infine l'entrata in vigore delle norme che introducono il requisito dell'iscrizione nel registro dei revisori contabili per la maggioranza dei soci e degli amministratori delle società di revisione, nonché per i firmatari delle relazioni di certificazione, rimane comunque necessariamente subordinata alla prima pubblicazione del registro da parte del Ministero di grazia e giustizia.

Precedentemente all'emanazione del decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 88, altre modifiche di rilievo al testo del d.P.R. 31.3.1975, n. 136 erano state introdotte dal decreto legislativo 16 gennaio 1991, n. 22 emanato in recepimento della terza e della sesta ⁽¹⁾ direttiva comunitaria, nonché dal decreto legislativo 9 aprile 1991, n. 127, che dà attuazione alla quarta e settima ⁽²⁾ direttiva.

L'art. 2501 *quinquies* del codice civile introdotto dal decreto legislativo n. 22 del 1991 prevede che, nel caso in cui ad un'operazione di fusione o di scissione partecipi una società con titoli quotati in borsa, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio debba essere redatta da una società di revisione. Conseguentemente l'art. 7 del d.P.R. 136 del 1975, così come modificato dal citato decreto legislativo, contempla esclusivamente l'emissione del parere di congruità da parte della società di revisione nel caso di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione.

La nuova disposizione pone peraltro alcuni problemi interpretativi relativamente all'individuazione delle società di revisione abilitate a redigere la relazione. Non è chiaro infatti se debba obbligatoriamente trattarsi di una società di revisione iscritta nell'Albo Consob e se debba trattarsi della stessa società di revisione incaricata della certificazione del bilancio della società quotata oggetto di fusione. Sul piano pratico, peraltro, si è rilevato che in tutti i casi

(1) Vedi III direttiva n. 78/855/CEE del 9 ottobre 1978 relativa alle fusioni delle società per azioni e VI direttiva n. 82/891/CEE del 17 dicembre 1982 relativa alle scissioni delle società per azioni.

(2) Vedi IV direttiva n. 78/660/CEE del 25 luglio 1978 relativa ai conti annuali e società di capitali, e VII direttiva n. 83/349/CEE del 13 giugno 1983 relativa ai conti consolidati delle società di capitali.

di emissione di pareri di congruità di cui trattasi le società di revisione sono state le medesime incaricate della certificazione del bilancio delle rispettive società.

Inoltre, a differenza di quanto precedentemente disposto dall'art. 7 del d.P.R. n. 136 del 1975, risulta elevato da quindici a trenta giorni il periodo di deposito della relazione della società di revisione sulla congruità del rapporto di cambio presso la sede della società oggetto di fusione; inoltre non è più previsto il termine di quarantacinque giorni precedentemente assegnato agli amministratori delle società quotate per la trasmissione alla società di revisione della relazione concernente la proposta di fusione, che dovrà comunque essere consegnata in tempi sufficientemente ampi per permettere al revisore di porre in essere tutti gli accertamenti necessari ai fini del deposito della propria relazione sulla congruità del rapporto di cambio.

Il decreto legislativo n. 127 del 1991 ha introdotto modifiche agli artt. 1, 4 e 5 del d.P.R. n. 136 del 1975. Di particolare rilievo è la modifica dell'art. 4, dal quale è stato eliminato il riferimento all'esatta rilevazione dei fatti di gestione nelle scritture secondo «corretti principi contabili» ai fini del rilascio della certificazione da parte della società di revisione.

1.2. LE COMUNICAZIONI DI CARATTERE GENERALE

La legge n. 416 del 1981 e successive modifiche e integrazioni prevede l'obbligo di sottoporre a revisione e certificazione i bilanci di alcune società editoriali. Tale previsione ha una finalità diversa da quella dell'analogo obbligo imposto dal d.P.R. n. 136 del 1975 alle società quotate.

La normativa concernente le società editoriali, infatti, nel prevedere che la certificazione debba essere effettuata da società di revisione iscritte nell'Albo speciale, vuole assicurare che le società incaricate del controllo contabile abbiano un adeguato livello di competenza e correttezza, senza che da questo scaturisca alcun potere in capo alla Consob sulle società editoriali, per le quali la specifica normativa prevede, per contro, un controllo da parte di altri organi pubblici. L'acquisizione da parte della Commissione della documentazione relativa ai bilanci e alle relazioni di certificazione delle società editoriali non risulta essere richiesta per legge, ma rappresentava solo uno strumento per l'esercizio della vigilanza sulle società iscritte nell'Albo speciale.

Per quanto premesso, la Commissione ha ritenuto che la predetta vigilanza potesse essere più puntualmente espletata promuovendo nei confronti delle istituzioni preposte al controllo di società diverse da quelle con azioni quotate rapporti di collaborazione; ciò in considerazione delle più approfondite conoscenze che tali istituzioni dispongono nei confronti delle società predette.

Conseguentemente la Commissione ha modificato le proprie direttive in materia, non richiedendo più alle società editoriali la trasmissione dei suddetti documenti, nonché alle società di revisione l'invio delle relazioni di certificazione e dei pareri di congruità, emessi relativamente alle medesime società editoriali⁽¹⁾.

Pertanto la Commissione, ai fini di attivare i poteri in tema di vigilanza sulle società di revisione, ai sensi dell'art. 10 del d.P.R. n. 136 del 1975, valuta l'opportunità d'iniziare specifiche istruttorie a seguito di segnalazioni pervenute dalle istituzioni pubbliche preposte al controllo delle società conferenti o in relazione a notizie di pubblico dominio, o comunque acquisite agli atti dalla Commissione.

Con l'occasione⁽²⁾ si è ritenuto non più necessario l'inoltro da parte delle società di revisione degli allegati alle relazioni di certificazione emesse per le società assoggettate alla disciplina di cui all'art. 4, comma 1, punto 1) della legge n. 216 del 1974, essendo la stessa documentazione acquisita dalla Consob ai sensi di detta disposizione.

A seguito di tale comunicazione l'Assirevi ha, tuttavia, rappresentato la necessità di identificare il bilancio sul quale i revisori contabili esprimono il loro parere.

La Commissione, pertanto, nel prendere atto dell'intendimento dell'Assirevi di raccomandare alle proprie associate di trasmettere unitamente alla relazione di certificazione lo

(1) Vedi Comunicazione n. 91/000769 del 13 febbraio 1991, pubblicata nel Bollettino Consob n. 2, febbraio 1991 e Comunicazione n. 91/000770 del 13 febbraio 1991, pubblicata nel Bollettino Consob n. 2, febbraio 1991.

(2) Vedi citata Comunicazione n. 91/000770 del 13 febbraio 1991, pubblicata nel Bollettino Consob n. 2, febbraio 1991.

stato patrimoniale e il conto profitti e perdite timbrati e siglati ai fini dell'identificazione, ha richiesto ⁽¹⁾ alle società di revisione di comunicare eventuali discordanze tra il bilancio certificato e la documentazione depositata nella sede sociale della società revisionata ex art. 5, comma 1, del d.P.R. n. 136 del 1975.

È stato precisato, inoltre, che analoga comunicazione dovrà essere data, per gli adempimenti di competenza, al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale, nonché, qualora le riferite discordanze siano tali da comportare una modifica di quanto espresso nella relazione di certificazione, all'organo assembleare della società cliente.

Nel corso del 1991, inoltre, la Commissione ha modificato ⁽²⁾ le modalità relative al conferimento e all'approvazione degli incarichi di revisione e certificazione per le società che intendono richiedere l'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale o presentare istanza di iscrizione nell'Albo delle società di intermediazione mobiliare.

Tale modifica si è resa necessaria al fine di far coincidere la decorrenza dell'efficacia delle delibere assembleari di conferimento con il momento in cui si verifica l'evento che determina il sorgere del presupposto dell'assoggettamento delle società alle disposizioni contenute nel d.P.R. 31.3.1975, n. 136.

Alla luce delle nuove disposizioni, le società che intendono richiedere la quotazione dei propri titoli presso le borse valori e le società di intermediazione mobiliare, qualora conferiscano l'incarico di revisione e certificazione, ai sensi del d.P.R. 31.3.1975, n. 136, precedentemente al verificarsi del suddetto presupposto, dovranno adottare una delibera condizionata, rispettivamente, all'emanazione del provvedimento di ammissione alla quotazione o del provvedimento di iscrizione nell'Albo SIM.

In entrambi i casi, il verbale assembleare di conferimento dovrà indicare che la condizione dovrà verificarsi entro la data di approvazione del bilancio relativo al primo esercizio del triennio per il quale è stato conferito l'incarico; trascorso tale termine, l'assemblea dovrà approvare nuovamente l'incarico per un nuovo triennio.

Analogamente, l'approvazione dell'incarico da parte della Commissione sarà condizionata al verificarsi del medesimo evento. Nel corso dell'anno in esame, infine, la Commissione ha provveduto a razionalizzare ulteriormente, anche tramite l'utilizzo di supporti magnetici, l'inoltro dei dati e notizie che le società di revisione iscritte nell'Albo speciale devono trasmettere in via periodica alla Consob ⁽³⁾.

Le modalità di predisposizione degli elementi informativi sono state individuate tenendo conto sia delle esigenze della Consob di disporre e di poter elaborare tempestivamente i dati necessari per lo svolgimento della propria attività di vigilanza, sia degli specifici problemi operativi delle società di revisione iscritte nell'Albo speciale, rappresentati dalle associazioni di categoria.

In particolare la Commissione ha disposto che le società di revisione provvedano ad inviare trimestralmente i supporti magnetici contenenti i dati aggiornati relativi al personale professionale utilizzato ed agli impegni assunti, mentre i supporti delle informazioni concernenti i dati a consuntivo delle ore relative agli incarichi di revisione svolti debbono essere inoltrati entro il 15 ottobre di ciascun anno, unitamente agli altri dati e notizie che continueranno ad essere forniti su supporto cartaceo.

1.3 L'APPLICAZIONE ALLE SOCIETÀ ESTERE DEL REGOLAMENTO PER L'AMMISSIONE DI TITOLI ALLA QUOTAZIONE UFFICIALE NELLE BORSE VALORI

Nel corso del 1991 sono stati ammessi a quotazione due titoli di società aventi sede nella repubblica tedesca.

In relazione al requisito della certificazione dei bilanci, l'art. 8, comma 2, del d.P.R. 31.3.75, n. 138, stabilisce che per le società e gli enti di diritto estero la Commissione possa riconoscere «forme equivalenti di certificazione».

⁽¹⁾ Vedi Comunicazione n. 91/001936 del 15 aprile 1991, pubblicata nel Bollettino Consob n. 4, aprile 1991 e Comunicazione n. 91/001937 del 15 aprile 1991, pubblicata nel Bollettino Consob n. 4, aprile 1991.

⁽²⁾ Vedi Comunicazione n. 91/007685 del 27 dicembre 1991 pubblicata nel Bollettino Consob n. 12, dicembre 1991.

⁽³⁾ Vedi Comunicazione 91/001877 dell'11 aprile 1991 pubblicata nel Bollettino Consob n. 4, aprile 1991.

In attuazione di tale norma, l'art. 7, comma 4, del regolamento per l'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale nelle borse valori ⁽¹⁾, recante disposizioni relative agli emittenti di diritto estero, prevede che questi debbano fornire alla Commissione tutti gli elementi di valutazione da essa ritenuti necessari, con particolare riguardo a quelli concernenti il requisito dell'indipendenza del revisore contabile ed i principi di revisione da esso applicati.

Sulla base di quanto disposto dalla suddetta norma, la Commissione ha espresso un giudizio di equivalenza con riferimento alla certificazione dei bilanci delle due società ammesse a quotazione, tenuto anche conto della normativa vigente nella Repubblica Tedesca in materia di controllo legale dei conti.

Un elemento di rilievo ha assunto la circostanza che il paese ove hanno sede le due società emittenti facesse parte della Comunità Europea e che in tale paese fosse già stata recepita l'ottava direttiva in materia di requisiti professionali dei controllori legali dei conti. Pertanto, nell'appendice al prospetto informativo delle due società, sono state indicate le principali disposizioni in materia, al fine di una più puntuale conoscenza da parte del risparmiatore del sistema normativo in tema di controllo legale.

Il giudizio di equivalenza si è basato altresì su attestazioni rilasciate da società di revisione iscritte nell'Albo speciale ai sensi del d.P.R. n. 136 del 1975, corrispondenti in Italia dei rispettivi controllori legali dei conti, dalle quali è risultato che i bilanci delle due società sono assoggettati regolarmente a revisione contabile sulla base della legislazione tedesca. Da tali attestazioni è inoltre risultato che i revisori esteri applicano i principi di revisione vigenti nella Repubblica Tedesca e che le società di revisione italiane non sono venute a conoscenza di deviazioni significative tra tali principi e quelli emanati dalla professione italiana, nonché tra quanto previsto in tema di indipendenza dalla legislazione tedesca e dall'art. 3 del d.P.R. n. 136 del 1975.

1.4 L'INCOMPATIBILITÀ PROFESSIONALE

Nel corso dell'anno la Commissione ha avuto modo di pronunciarsi in ordine alla possibilità per il socio, amministratore o dipendente di società di revisione di essere componente del collegio dei revisori di un ente locale, ai sensi dell'art. 57 della legge 8 giugno 1990, n. 142.

Già in passato la Commissione aveva ritenuto consentita, in considerazione di quanto previsto dall'art. 8, penultimo comma, del d.P.R. n. 136 del 1975, l'attività di amministratore e sindaco di società di capitali, sulla base della circostanza che gli stessi operano come organi della società, e versano con la medesima in un rapporto di immedesimazione; pertanto l'esercizio di tali funzioni non concreta un rapporto professionale in senso proprio.

Conformemente a quanto già stabilito, la Commissione ha quindi ritenuto che al socio, amministratore o dipendente di società di revisione sia consentito di essere componente del collegio dei revisori di un ente locale, ai sensi dell'art. 57 della citata legge n. 142 del 1990, purché la società di revisione di appartenenza non svolga attività professionale presso il medesimo ente locale.

1.5 L'OGGETTO SOCIALE, LE ORGANIZZAZIONI COLLATERALI E L'INDIPENDENZA

Come noto, l'art. 8, comma 2, del d.P.R. 31.3.1975, n. 136, prevede che l'oggetto sociale delle società di revisione iscritte nell'Albo speciale debba essere limitato all'organizzazione e revisione contabile di aziende, con esclusione di qualsiasi altra attività.

La Commissione ha pertanto proseguito, sia in sede ispettiva sia sulla base della documentazione agli atti, la propria attività di vigilanza al fine di garantire il rispetto di tale disposizione.

La Consob ha avuto inoltre modo di esprimersi nel corso dell'anno anche in relazione a fattispecie concrete.

(1) Vedi Bollettino Consob, Edizione speciale 15 giugno 1991.

Un altro aspetto di rilievo che impegnerà la Commissione nel corso del 1992 è rappresentato dalla circostanza che le società di revisione possono prestare ai propri clienti servizi diversi dalla revisione e certificazione dei bilanci, sempre nel rispetto della limitazione dell'oggetto sociale imposta dall'art. 8 del d.P.R. n. 136 del 1975. Si tratta di servizi di organizzazione contabile o di revisione non necessariamente finalizzati all'emissione di un rapporto finale di certificazione del bilancio. Considerato che il comma 1 dell'art. 3 del citato decreto individua come possibile motivo di incompatibilità l'esistenza di rapporti contrattuali tra società conferente e società di revisione, la Commissione intende vigilare affinché la contemporanea prestazione di servizi professionali nei confronti dello stesso cliente non presenti elementi di criticità sotto il profilo dell'indipendenza.

Si rende pertanto necessario che i corrispettivi pattuiti per i servizi diversi dalla revisione e certificazione non siano prevalenti rispetto a quelli richiesti per quest'ultima attività; in ogni caso, al fine di realizzare una completa trasparenza, le società conferenti dovranno fornire adeguata informativa all'assemblea dei soci in ordine alla prestazione dei predetti servizi nonché ai relativi corrispettivi diversi dalla revisione.

Connesso al tema dell'oggetto sociale è quello delle organizzazioni collaterali delle società di revisione iscritte nell'Albo speciale.

La circostanza che tale fenomeno si sia sviluppato a seguito dell'emanazione del d.P.R. n. 136 del 1975, in virtù della limitazione dell'oggetto sociale imposta dall'art. 8, e che pertanto nessuna norma specifica in merito allo stesso sia rinvenibile in tale decreto, non può e non deve far trascurare che la realtà del mercato delle società di revisione è rappresentata non solo dalle entità operanti in Italia, ma anche da tutti quegli organismi che, facendo capo alla medesima organizzazione internazionale, svolgono un'attività rilevante e parallela a quella delle società di revisione iscritte nell'Albo speciale.

L'attività di revisione e certificazione copre infatti un segmento di un settore molto più ampio, rappresentato dall'offerta di numerosi servizi professionali all'impresa, che ha fatto registrare, negli altri paesi, un crescente sviluppo di organizzazioni internazionali, articolate in modo da offrire una gamma di prestazioni molto più ampie.

Nella realtà italiana, regolamentata dalla normativa contenuta nel decreto del 1975 che ha introdotto l'obbligo di certificazione legale, l'obiettivo di fornire ai clienti consulenze professionali ed altri servizi non consentiti dalla limitazione dell'oggetto sociale verrebbe perseguito, secondo frequenti denunce, operando in via indiretta, attraverso altri soggetti collegati di fatto alle società di revisione e facenti parte della medesima organizzazione internazionale. Pur essendo soggetti giuridicamente distinti dalle società di revisione e non sottoposti pertanto a vigilanza diretta da parte della Consob, permane l'interesse di quest'ultima al fine di individuare forme di vigilanza che garantiscano il fondamentale requisito dell'indipendenza nei confronti della società il cui bilancio è oggetto di certificazione.

In tale ottica, già nel 1987 la Consob raccomandò ⁽¹⁾ alle società assoggettate al d.P.R. n. 136 del 1975 di non avvalersi della consulenza di organismi, società, studi associati o singoli professionisti che intrattengono rapporti di fatto a carattere continuativo, mediante la prestazione di consulenze e collaborazioni, con le società di revisione alle quali sia stato conferito l'incarico di certificazione; ciò al fine di evitare che, contrariamente a quanto previsto dai principi di revisione, la società incaricata della certificazione dei bilanci abbia altri interessi finanziari nella società conferente, ancorché in via indiretta, che potrebbero comprometterne l'indipendenza nell'esercizio delle proprie funzioni.

Considerato che costituiscono causa di incompatibilità, ai sensi dell'art. 3, comma 1, punto 4), le ipotesi di prestazioni contemporanee di servizi da parte di società di revisione e di una propria organizzazione collaterale per le quali un medesimo soggetto assuma la veste di socio, amministratore, sindaco o direttore generale, negli altri casi la Commissione potrà valutare se siano necessari specifici ulteriori accertamenti.

A tal fine, nel corso del 1991, è stata avviata un'indagine volta a verificare il rispetto della raccomandazione emanata nel 1987. Ulteriori iniziative saranno assunte nel corso del 1992 al

⁽¹⁾ Vedi Comunicazione n. 87/01002 del 23 gennaio 1987 pubblicata nel Bollettino Consob n. 1, gennaio 1987.

fine di agevolare la conoscenza dei rapporti in essere tra le società conferenti e le società di revisione e le organizzazioni collaterali di queste ultime, in un'ottica di maggiore trasparenza tra tutti i soggetti che intervengono direttamente o indirettamente nei rapporti stessi.

1.6 LA DETERMINAZIONE DEI CORRISPETTIVI PER LA REVISIONE E CERTIFICAZIONE DEI BILANCI - DELIBERA DELL'AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO

In data 26 agosto 1991, l'Autorità garante della concorrenza e del mercato, con propria delibera, ha dichiarato vietata e nulla ad ogni effetto l'autoregolamentazione dei corrispettivi per la revisione e certificazione dei bilanci adottata dall'Assirevi, rientrando la medesima nella previsione dell'art. 2, lett. a), della legge 10 ottobre 1990, n. 287.

La disciplina di autoregolamentazione era stata emanata nell'intento di evitare, tramite la determinazione di corrispettivi non adeguati sia in termini di tariffe orarie che di numero di ore necessarie per l'espletamento degli incarichi di certificazione, una dequalificazione dei lavori affidati alle società di revisione.

Il venir meno dell'autoregolamentazione, pertanto, pone l'esigenza di una più approfondita attività di vigilanza da parte della Consob al fine di verificare che i comportamenti delle società di revisione iscritte nell'Albo speciale siano tali da non compromettere la qualità e la professionalità necessarie per garantire un adeguato *standard* qualitativo della certificazione dei bilanci.

Com'è noto l'art. 2, comma 5, del d.P.R. n. 136 del 1975 attribuisce alla Consob il compito di determinare i criteri generali in base ai quali devono essere conferiti gli incarichi ai sensi del medesimo art. 2, comma 1.

La Consob ha fissato tali criteri con propria delibera n. 805 del 9.12.1980⁽¹⁾ che contiene i riferimenti necessari per le società di revisione ai fini della predisposizione delle proprie proposte di servizi professionali.

La Commissione pertanto sta attentamente considerando l'opportunità di intervenire nuovamente in materia, tramite richieste da indirizzare sia alle società di revisione che alle società conferenti, atte a consentire alla Commissione medesima di disporre, anche in via preventiva, di strumenti idonei per l'espletamento dell'attività di vigilanza.

Com'è noto, le fasi attraverso le quali si svolge il lavoro di revisione, delle quali occorre tenere conto al fine della predisposizione di un adeguato preventivo, sono quelle concernenti la pianificazione della revisione, lo studio e la valutazione del sistema di controllo interno del potenziale cliente, l'effettuazione di verifiche fisiche presso la società conferente ed il lavoro finale in vista dell'emissione della relazione di certificazione. Nell'ambito del processo di revisione, inoltre, principio fondamentale è la supervisione, svolta a vari livelli, sul lavoro di ciascuna categoria professionale che interviene nell'attività di certificazione.

La Commissione intende assumere pertanto maggiori informazioni in relazione a quanto sopra, al fine di individuare gli elementi di valutazione ritenuti necessari per considerare adeguato il preventivo relativo all'espletamento dei singoli incarichi; di rilievo appaiono al riguardo gli eventuali scostamenti — e le conseguenti motivazioni — rispetto all'impegno richiesto per l'espletamento dell'incarico precedente da parte dello stesso o di altri revisori, che dovranno essere indicati nelle singole proposte.

È inoltre indispensabile che venga individuato un adeguato *team* professionale che risulti equilibrato rispetto a ciascuna qualifica e formato da personale scelto sulla base di criteri di professionalità, anche in relazione al tipo di incarico da svolgere. Le ore di revisione da impiegare devono correttamente essere ripartite in termini percentuali tra ciascuna categoria, specialmente al fine di assicurare un adeguato controllo di qualità e la necessaria attività di supervisione.

La Commissione inoltre ribadisce la validità della richiesta già formulata alle società⁽²⁾ di acquisire una pluralità di proposte in quanto il raffronto tra le stesse rappresenta un ulteriore strumento di valutazione della congruità dei preventivi.

(1) Pubblicata in Consob, Raccolta Delibere, anno 1980.

(2) Vedi Comunicazione n. 87/02996 del 27 febbraio 1987 pubblicata nel Bollettino Consob n. 2, febbraio 1987.

L'acquisizione di una pluralità di proposte dovrà intendersi indispensabile in caso di primo conferimento di incarichi legali o qualora la società conferente non intenda rinnovare l'incarico alla medesima società di revisione.

Qualora circostanze obiettive inducano le società conferenti ad una scelta obbligata della società di revisione per esigenze di gruppo ovvero si avvalgano della facoltà prevista dall'art. 2, comma 4, del d.P.R. 136 del 1975 di rinnovare per due volte l'incarico alla medesima società di revisione, sarà sufficiente che nel corso delle assemblee le società informino gli azionisti di tale circostanza.

Ulteriori elementi di valutazione a disposizione della Commissione, inoltre, sono rappresentati dalla serie di dati storici forniti periodicamente dalle società di revisione, nonché dalle informazioni concernenti le variazioni strutturali delle società conferenti che possono giustificare mutamenti dell'impegno delle rispettive società di revisione. Una particolare attenzione pertanto sarà posta dalla Commissione in relazione agli scostamenti segnalati ed alle motivazioni addotte al riguardo dalle società.

2. Gli incarichi di revisione e certificazione

Nel corso dell'anno è proseguita, da parte della Commissione, l'attività di approvazione degli incarichi di revisione e certificazione conferiti da società con azioni quotate in borsa, da società editoriali, da società assoggettate alle disposizioni del d.P.R. n. 136 del 1975 in applicazione dell'art. 1/18 *quater* della legge n. 216 del 1974, da 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⁽¹⁾ e da società che hanno manifestato l'intendimento di richiedere l'ammissione in borsa dei propri titoli azionari.

In sede di modifica del regolamento per l'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale nelle borse valori, la Consob ha stabilito come requisito per le società o enti richiedenti l'ammissione a quotazione di obbligazioni anche convertibili in azioni o con buoni di acquisto o di sottoscrizione di azioni, la certificazione del bilancio da parte di una società di revisione iscritta nell'Albo speciale di cui all'art. 8 del d.P.R. n. 136 del 1975.

Il conferimento di tale incarico, pur se non soggetto all'approvazione della Commissione, ai sensi dell'art. 6 del citato regolamento, deve risultare dalla copia autentica del verbale della riunione dell'organo conferente.

Atteso che l'art. 10 della legge 2 gennaio 1991, n. 1 in materia di società di intermediazione mobiliare prevede l'obbligo di certificazione dei bilanci ai sensi del d.P.R. n. 136 del 1975, la Commissione ha approvato, già nel corso dell'anno 1991, rinnovi di incarichi di società, già assoggettate a tale obbligo ai sensi dell'art. 1/18 *quater* della legge n. 216 del 1974, che si sono trasformate in SIM; analogamente sono stati approvati incarichi per società di intermediazione mobiliare di nuova costituzione che hanno provveduto a conferire l'incarico di revisione e certificazione, ancor prima della data dell'inizio della loro operatività.

La Commissione ha ritenuto applicabile il predetto art. 10 anche nei confronti delle società fiduciarie iscritte nella sezione speciale dell'Albo delle SIM.

3. La designazione di società di revisione ai sensi della legge n. 649 del 1983.

Come per l'anno precedente, anche nel 1991, oltre ai normali rinnovi degli incarichi per le operazioni già in atto, la Commissione ha provveduto, a seguito di istanza dei soggetti interessati, a tre nuove designazioni di società di revisione ai fini della relazione di stima *ex lege* 5 novembre 1983, n. 649.

Tali designazioni sono correlate al collocamento in Italia di quote rappresentative di fondi comuni di diritto lussemburghese di società d'investimento a capitale fisso.

(1) Vedi Delibera n. 1739 del 10 luglio 1985, pubblicata sul Bollettino Consob n. 4-5, luglio-ottobre 1985.

Per le tre operazioni, la Commissione ha provveduto a designare le società di revisione richieste dalle società istanti, peraltro corrispondenti italiane dei revisori esteri delle società di investimento.

In relazione alla designazione di società di revisione ai sensi della richiamata legge n. 649 del 1983, nel corso dell'anno, per quattro società si è posto il problema dell'applicabilità dell'art. 2, comma 4, del d.P.R. 31 marzo 1975, n. 136 il quale stabilisce che «l'incarico ha la durata di tre esercizi, può essere rinnovato per non più di due volte e può essere nuovamente conferito alla stessa società solo dopo il decorso di cinque esercizi».

La Commissione ha interpretato la norma come non applicabile alle designazioni effettuate dalla Consob ai sensi della legge n. 649 del 1983, in quanto tale articolo si riferisce esclusivamente al conferimento degli incarichi ai sensi del d.P.R. n. 136 del 1975, mentre non risulta applicabile agli incarichi volontari e di qualsiasi altra tipologia.

Inoltre, la Commissione ha tenuto conto, in sede di interpretazione, della circostanza che, in base alla legislazione estera, non sono previsti limiti temporali per il conferimento di incarichi alla medesima società di revisione.

4. L'esame di idoneità ex art. 13 del d.P.R. n. 136/1975

Negli ultimi mesi del 1991 è stata espletata, secondo le modalità ed i criteri già seguiti negli anni precedenti, la sessione annuale dell'esame di idoneità previsto dall'art. 13 del d.P.R. n. 136 del 1975 ⁽¹⁾.

Il numero delle domande di partecipazione è risultato pari a 109, di cui 5 non sono state accolte in quanto 3 sono state inoltrate in ritardo rispetto al termine ultimo di presentazione della domanda e 2 sono risultate carenti sotto il profilo documentale; dei 104 candidati ammessi a sostenere le due prove scritte, 11 sono risultati ammessi ed hanno superato la prova orale.

La prescritta delibera di idoneità è stata adottata nel mese di gennaio 1992 ⁽²⁾. Con la pubblicazione del decreto legislativo relativo all'attuazione dell'VIII direttiva comunitaria, che, tra l'altro, ha abrogato l'art. 13 del d.P.R. n. 136 del 1975, è venuto a cessare per la Consob l'obbligo di indire annualmente l'esame di idoneità.

5. L'Albo speciale delle società di revisione

Nel corso dell'anno in esame, si è conclusa l'istruttoria concernente l'istanza di iscrizione nell'Albo speciale presentata da tre società di revisione.

Ai fini della definizione delle suddette istruttorie, di cui due relative ad istanze presentate nel 1989 ⁽³⁾ ed una nel 1991, la Commissione ha ritenuto necessario procedere ad accertamenti direttamente presso la sede delle società interessate, ai fini della valutazione dei requisiti di organizzazione, idoneità tecnica ed indipendenza di cui all'art. 9 del d.P.R. n. 136 del 1975.

A seguito di tali accertamenti, sono state respinte due domande per l'iscrizione nell'Albo speciale, in quanto le società sono state ritenute in difetto dei requisiti relativi all'organizzazione ed all'idoneità tecnica ⁽⁴⁾. L'istruttoria si è peraltro conclusa positivamente per la AXIS s.a.s. di Franco Marchini & C., con sede in Reggio Emilia, che è stata iscritta nell'Albo speciale nel mese di gennaio 1992 ⁽⁵⁾.

(1) Vedi Delibera n. 5108 del 3 gennaio 1991, pubblicata sul Bollettino Consob n. 1, gennaio 1991 e Gazzetta Ufficiale n. 5, 4 Serie Speciale, del 18 gennaio 1991.

(2) Vedi Delibera n. 5920 del 14.1.1992, pubblicata sul Bollettino Consob n. 1, gennaio 1992.

(3) Vedi Relazione sul 1989, cap. V, par. 5 e Relazione sul 1990, cap. VI, par. 5.

(4) Vedi Delibera n. 5307 del 15 maggio 1991, pubblicata sul Bollettino Consob n. 5, maggio 1991 e Delibera n. 5523 del 29 ottobre 1991, pubblicata sul Bollettino Consob n. 10, ottobre 1991.

(5) Vedi Delibera n. 5917 del 14 gennaio 1992, pubblicata sul Bollettino Consob n. 1, gennaio 1992.

Al 31 dicembre 1991, risultavano iscritte nell'Albo speciale n. 21 società di revisione.

In relazione a variazioni intervenute nella struttura societaria di alcune società di revisione, la Consob, ai sensi dell'art. 8, comma 3, lett. c), del d.P.R. n. 136 del 1975, ha provveduto, sulla base di criteri precedentemente già adottati, al riconoscimento dell'equipollenza dell'iscrizione in Albi professionali esteri per alcuni soci accomandatari delle medesime società di revisione.

Contestualmente, in relazione ad esplicite richieste formulate dalle società di revisione interessate, la Commissione ha accertato e riconosciuto per i suddetti soci il possesso dei necessari requisiti ai fini della sottoscrizione delle relazioni di certificazione, emesse ai sensi dell'art. 4 del citato d.P.R. n. 136 del 1975.

Si rileva in proposito che, a seguito dell'entrata in vigore del decreto di attuazione dell'VIII direttiva comunitaria, non è più prevista una valutazione da parte della Commissione in merito all'equipollenza dell'iscrizione in Albi professionali esteri.

Si segnala in particolare che coloro i quali, alla data di entrata in vigore del decreto di attuazione dell'VIII direttiva, hanno ottenuto dalla Consob il riconoscimento dell'equipollenza già previsto dall'art. 8, comma 3, lett. c), del d.P.R. n. 136 del 1975 possono essere iscritti nella fase di prima formazione del registro dei revisori contabili che sarà istituito presso il Ministero di grazia e giustizia, purché presentino domanda entro centottanta giorni dalla suddetta data.

6. La vigilanza sull'attività delle società di revisione iscritte nell'Albo speciale

Come negli anni precedenti, anche nel 1991 le società di revisione iscritte nell'Albo speciale, di cui all'art. 8 del d.P.R. 31.3.1975, n. 136, hanno provveduto a trasmettere alla Consob, sulla base di quanto dalla stessa richiesto, una serie articolata di dati e documenti concernenti il carico di lavoro assunto da ciascuna di esse anche in relazione alla natura degli incarichi espletati.

Poiché tale serie di dati nel 1991 è stata inoltrata dalle società di revisione su supporto magnetico è emersa la necessità, trattandosi di una fase d'avvio, di prevedere alcuni correttivi che permettano una più facile consultazione ed elaborazione dei dati in questione.

Dall'esame dei bilanci al 31.12.1990 è emerso che quasi tutte le società hanno chiuso in utile, per un totale complessivo di circa 33,8 miliardi, con un incremento del 15,4% rispetto ai 29,3 miliardi di utili conseguiti nel 1989.

Il fatturato complessivo del settore per il 1990 è stato pari a 426 miliardi, con un incremento di 104 miliardi (+32,3% rispetto all'anno precedente), contro i 322 miliardi fatturati dalle società di revisione nel 1990. Tale valore può essere così rappresentato (importi espressi in miliardi), tenendo conto che le società sono, come per gli altri anni, divise in tre gruppi in relazione al numero di ore prestate nel periodo 1.7.1990/30.6.1991 ⁽¹⁾.

SOCIETÀ DI REVISIONE	FATTURATO 1989-1990	%	FATTURATO 1990-1991	%
I GRUPPO	294,4	91,3	388,4	91,2
II GRUPPO	23,3	7,1	31,1	7,3
III GRUPPO	5,2	1,6	6,5	1,5
<i>TOTALE</i>	322,9	100	426	100

(1) I GRUPPO - Società a matrice internazionale - per un totale di n. 6 società - II GRUPPO - Società con più di n. 25.000 ore - per un totale prestate di n. 7 società - III GRUPPO - Società con meno di n. 25.000 ore - per un totale prestate di n. 8 società.

Relativamente all'attività espletata dalla Commissione nell'ambito dei propri poteri di vigilanza, si segnala che nel corso dell'anno la Commissione è dovuta intervenire nuovamente, nonostante l'emanazione di apposite comunicazioni al riguardo, affinché alcune proposte di servizi professionali redatte dalle società di revisione venissero integrate⁽¹⁾; analoghi interventi sono stati effettuati per richiedere alle società conferenti un'integrazione delle delibere assembleari o dell'informativa resa agli azionisti⁽²⁾, specie per ciò che concerne la variabilità del corrispettivo in relazione all'indice ISTAT o in presenza di circostanze eccezionali od imprevedibili, nonché il costo della certificazione delle società controllate.

La Commissione ha provveduto, altresì, a richiedere alle società conferenti l'incarico, allo scadere del terzo triennio di certificazione legale, informazioni relativamente alla composizione del gruppo al quale appartengono, nonché agli incarichi di revisione delle società facenti parte del medesimo⁽³⁾.

È proseguita inoltre nel 1991 l'attività di vigilanza posta in essere, al fine di verificare l'idoneità tecnica, l'organizzazione e l'indipendenza delle società di revisione nonché le modalità di svolgimento degli incarichi di revisione e certificazione, mediante incontri con i legali rappresentanti di alcune società iscritte nell'Albo speciale ovvero richieste di carte di lavoro; ciò anche al fine di acquisire tutti gli elementi informativi necessari per procedere ad eventuali impugnative dei bilanci certificati. Analogamente sono state effettuate istruttorie in relazione alla certificazione di bilanci di società fiduciarie e commissionarie di borsa.

Mentre alcune di tali istruttorie sono tuttora in corso, altre hanno avuto quale esito l'emanazione di lettere di richiamo nei confronti delle società di revisione.

Anche nel 1991 le società destinatarie di richiami da parte della Commissione sono state invitate ad un maggiore rispetto delle disposizioni di cui al d.P.R. 31.3.1975, n. 136.

In particolare si è reso necessario intervenire a seguito del mancato rispetto dell'art. 4, ultimo comma, del citato decreto, il quale prevede che, qualora le società di revisione ritengano di non rilasciare la certificazione, debbano esporne i motivi nella propria relazione ed informare immediatamente la Commissione; ulteriori interventi sono stati effettuati per l'inosservanza del termine previsto dal comma 1 dell'art. 5 del medesimo decreto, relativamente al deposito della relazione di certificazione, anche quando la stessa contenga una dichiarazione di impossibilità ad esprimere un giudizio sul bilancio, nonché per richiamare al rispetto dell'art. 8 in ordine alla limitazione dell'oggetto sociale delle società di revisione iscritte nell'Albo speciale.

Inoltre, nei casi di maggiore gravità, laddove si è ritenuto censurabile il comportamento delle società di revisione in ordine, tra l'altro, alle procedure di revisione adottate che hanno influenzato il rapporto finale di certificazione, si è proceduto a richiamare le società interessate ad un corretto svolgimento delle funzioni di controllo contabile e di certificazione dei bilanci nel pieno rispetto dei principi di revisione statuiti dalla professione. Le stesse società di revisione sono state, altresì, invitate ad assumere iniziative idonee a rimuovere le carenze rilevate, anche tramite il miglioramento delle procedure di «controllo di qualità». La Commissione, tuttavia, si è riservata di valutare l'efficacia di tali iniziative, anche al fine di attivare ulteriormente i poteri di vigilanza di cui all'art. 10 del d.P.R. 136 del 1975.

Le lettere di richiamo, salva la facoltà di cancellazione dall'Albo, hanno costituito, fino a tutto il 1991, l'unico strumento di cui poteva avvalersi la Commissione nel caso in cui riscontrasse carenze nell'operato delle società iscritte nell'Albo. Nel corso del 1992, tuttavia, la Commissione potrà disporre di un sistema sanzionatorio più articolato previsto dal decreto di attuazione dell'VIII direttiva CEE n. 84/253 del 10 aprile 1984.

Una novità di rilievo, che ha caratterizzato nel corso dell'anno l'attività di vigilanza della Commissione, è rappresentata dall'espletamento di verifiche ispettive nei confronti di società di revisione di minori dimensioni iscritte nell'Albo speciale, per verificarne, in particolare, i requisiti di idoneità tecnica ed indipendenza, richiesti dall'art. 9 del d.P.R. 136 del 1975 ai fini dell'iscrizione e della permanenza nell'Albo stesso.

(1) Vedi comunicazione n. 88/24291 del 14 luglio 1988 pubblicata sul Bollettino Consob n. 7, luglio 1988.

(2) Vedi comunicazione n. 89/003742 del 24 luglio 1989, pubblicata sul Bollettino Consob n. 7, luglio 1989.

(3) Vedi comunicazione n. 89/002925 del 13 luglio 1989, pubblicata sul Bollettino Consob n. 6, giugno 1989.

Gli accertamenti ispettivi si sono resi soprattutto necessari in relazione alla circostanza che tali società non svolgono incarichi di revisione e certificazione per società con azioni quotate in borsa; la loro attività, infatti, è prevalentemente espletata a titolo volontario o per incarichi legali imposti da norme che non prevedono l'assoggettamento delle società al controllo della Consob ai sensi della legge n. 216 del 1974. Dall'esame della documentazione agli atti della Commissione è emerso, altresì, che l'attività di alcune società di minori dimensioni viene svolta nei confronti di un limitato numero di clienti.

Inoltre, in considerazione della circostanza che in alcuni casi le società di revisione non hanno comunicato di aver effettuato lavori di organizzazione contabile, si è reso necessario accertare la veridicità e completezza dei dati comunicati alla Commissione, nonché la compatibilità dei lavori svolti, diversi dalla revisione e certificazione dei bilanci, con quanto previsto dall'art. 8, comma 2, punto 1), del d.P.R. 31.3.1975, n. 136.

Lo strumento più idoneo, in tali casi, è risultata la verifica ispettiva, in quanto rappresenta un mezzo di accertamento di carattere generale della qualità dei lavori svolti.

Dall'analisi delle risultanze delle verifiche ispettive eseguite sulle società di revisione di minori dimensioni è emersa una tipologia di carenze ed omissioni che possono essere così riassunte:

- a) carenze formali e procedurali di diversa entità;
- b) organizzazione e quindi idoneità tecnica non adeguate;
- c) situazioni di mancanza di indipendenza e di incompatibilità;
- d) mancata comunicazione dei dati relativi al prestito di personale ed all'esistenza di organizzazioni collaterali;
- e) svolgimento di attività non ricomprese nell'ambito normativo in tema di oggetto sociale.

Per quanto concerne i provvedimenti adottati dalla Commissione al termine degli accertamenti ispettivi, in tutti i casi è stata inoltrata una nota di richiamo, con la quale è stato richiesto alle società oggetto di verifica, a seconda di quanto rilevato, di eliminare le carenze emerse dall'esame delle carte di lavoro e dagli accertamenti svolti, di comunicare le iniziative assunte per il miglioramento delle procedure di revisione e di controllo di qualità del lavoro, ovvero di garantire il pieno rispetto dei principi di revisione statuiti dalla professione.

Per quattro società di revisione la Commissione, accertato il venir meno di uno o più dei requisiti previsti dall'art. 9 del d.P.R. 31.3.1975, n. 136, ha fissato un congruo termine, ai sensi dell'art. 11, comma 2, punto b), del medesimo decreto, entro il quale tali società dovranno provvedere a ricostituire i requisiti mancanti ai fini della permanenza nell'Albo speciale, fornendo alle stesse anche alcune indicazioni minime ritenute indispensabili dalla Commissione.

CAPITOLO VI

L'ATTIVITÀ ISPETTIVA

Come noto, la tipologia dei destinatari degli interventi ispettivi della Commissione è assai varia (dagli intermediari in titoli quotati alle società ed enti con titoli quotati; dalle società che sollecitano il pubblico risparmio alle società di revisione), così come varie e diverse sono le finalità assegnate dalla legge a detti stessi interventi (dalla regolarità delle operazioni di intermediazione o negoziazione all'esattezza e completezza dei dati e delle notizie comunicati o pubblicati, all'idoneità tecnica e al modo in cui è esercitato il controllo contabile).

L'approvazione, nel corso del 1991, della cd. legge sulle SIM nonché della cd. legge sull'*insider trading* hanno peraltro ulteriormente ampliato sia il novero dei soggetti nei cui confronti la Commissione può espletare l'attività ispettiva sia le finalità dell'attività ispettiva stessa.

Con la prima legge alla Commissione è stato conferito il potere di disporre ispezioni «periodiche e straordinarie» nei confronti dei soggetti autorizzati allo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare, così come individuate all'art. 1, comma 1, della legge stessa. Ispezioni volte ad accertare, per un verso, il rispetto da parte dei soggetti autorizzati degli obblighi di informazione e correttezza posti dalla legge e dai regolamenti attuativi; per altro verso, la regolarità delle negoziazioni poste in essere.

La seconda legge, poi, ha dotato la Commissione di un generale potere di indagine, ivi compreso quello di procedere ad accertamenti ispettivi, nei confronti di tutti coloro che risultino implicati in operazioni per le quali vi sia il sospetto della violazione delle disposizioni in materia di *insider trading* ovvero di manipolazione dei corsi dei titoli.

Da tutto ciò discende naturalmente la necessità di procedere al potenziamento nonché alla sistemazione dell'assetto organizzativo della funzione ispettiva (anche in relazione al coordinamento tra Autorità di controllo nell'ambito della vigilanza sugli intermediari prefigurato dalla legge sulle SIM), problematica che, d'altro canto, è sempre stata al centro dell'attenzione della Commissione.

Quanto sopra considerato, va sottolineato comunque il significativo ruolo svolto dagli accertamenti disposti nel corso del 1991 (61 in totale) nei confronti dei soggetti che, stanti le norme vigenti, risultavano sottoposti alla potestà ispettiva della Commissione.

Come già rilevato in precedenti Relazioni annuali, l'attività ispettiva ha il compito di rendere più efficace ed incisiva la vigilanza esercitata dalla Commissione sul mercato mobiliare, fungendo da necessario ed insostituibile complemento degli altri e diversi strumenti in cui si articola la funzione di vigilanza della Commissione, e cioè il controllo cartolare e l'audizione diretta dei soggetti controllati.

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 1991 l'effettuazione di accertamenti ispettivi nei confronti di 2 società fiduciarie e di 3 società autorizzate alla vendita a domicilio di prodotti finanziari.

Gli accertamenti svolti nei confronti di due società autorizzate alla vendita a domicilio di prodotti finanziari hanno avuto ad oggetto la verifica del rispetto delle norme di legge e rego-

lamentari in materia. All'esito degli accertamenti di cui sopra, la Commissione ha disposto nei confronti di una delle suddette società la sospensione temporanea dell'autorizzazione.

Nei confronti di altra società autorizzata alla vendita a domicilio di prodotti finanziari e di una società fiduciaria, appartenenti al medesimo gruppo, le verifiche hanno avuto lo scopo di accertare l'eventuale offerta al pubblico di prodotti finanziari per i quali non fossero stati adempiuti gli obblighi di comunicazione previa alla Consob e redazione di apposito prospetto informativo prescritti dall'art.1/18 della legge 7 giugno 1974, n. 216. Nei confronti della società autorizzata alla vendita a domicilio la verifica ha riguardato altresì la natura dei rapporti esistenti con un altro intermediario e la corrispondenza tra i prodotti finanziari distribuiti con quelli menzionati nelle comunicazioni periodiche alla Consob, mentre nei confronti della società fiduciaria ha riguardato anche le concrete modalità di svolgimento del servizio di gestione di patrimoni offerto.

Nei confronti di una società fiduciaria, infine, la verifica disposta è stata volta ad accertare la conformità delle modalità di svolgimento del servizio di gestione di patrimoni con quelle descritte nel correlativo prospetto informativo depositato presso l'Archivio Consob.

2. L'attività ispettiva nei confronti degli intermediari in titoli quotati

Nel corso del 1991 la Commissione, in esplicazione del generale potere di controllo, conferito dalla legge, sull'operato degli intermediari in titoli quotati, ha disposto 50 accertamenti ispettivi, nei confronti rispettivamente di 18 agenti di cambio (per uno dei quali sono stati disposti due diversi e successivi accertamenti), 23 società commissionarie di borsa (per due delle quali sono state disposte due diverse e successive verifiche) e 7 istituti di credito.

In quattordici casi, le ispezioni nei confronti di agenti di cambio (operanti nelle borse valori di Roma, Genova, Milano e Venezia) 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; la regolarità delle operazioni di riporto e di compravendita poste in essere in un arco di tempo specificato; 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; il rispetto delle norme di cui all'art. 10, comma 1, del r.d.l. 30 giugno 1932, n. 815, in tema di divieti posti agli agenti di cambio. Nei confronti di cinque agenti di cambio le ispezioni hanno altresì avuto ad oggetto il rispetto delle disposizioni di cui alla delibera n. 274 del 5 ottobre 1977 nonché, nei confronti di un solo agente di cambio, delle norme di cui all'art. 1 del r.d.l. 7 marzo 1925, n. 222.

All'esito delle suddette verifiche, in un caso la Commissione ha comunicato al Ministro per il tesoro e al competente Consiglio dell'Ordine, ai sensi dell'art. 13 del d.P.R. n. 138 del 31 marzo 1975, le irregolarità riscontrate; in due casi, la Commissione ha deliberato nei confronti degli agenti di cambio, che successivamente sono stati dichiarati falliti, l'esclusione dalla borsa; in un altro caso ancora, ha provveduto ad inoltrare rapporto all'Autorità Giudiziaria per presunta violazione dell'art. 485 del codice penale. In un caso, poi, la Commissione ha disposto il ritiro immediato nei confronti dell'agente di cambio delle tessere di ingresso in borsa, inoltrando altresì rapporto all'Autorità Giudiziaria per presunta violazione dell'art. 646 del codice penale.

Nei confronti di uno dei suddetti agenti di cambio, infine, è stato dato corso ad un supplemento di indagine al fine di verificare la riduzione della consistenza dei riporti finanziari conclusi con una determinata società e dei riporti di borsa conclusi con altri agenti di cambio.

Due ispezioni sono state inoltre disposte nei confronti di altrettanti agenti di cambio, operanti rispettivamente nelle borse valori di Milano e di Torino, al fine di accertare i volumi ed i modi di finanziamento delle operazioni di borsa poste in essere in un arco di tempo determinato. A seguito degli accertamenti ispettivi, la Commissione ha comunicato al Ministro per il tesoro e al competente Consiglio dell'Ordine, ai sensi dell'art. 13 del citato d.P.R. n. 138, le irregolarità riscontrate a carico di uno dei suddetti agenti.

Nei confronti di un altro agente di cambio di Milano, infine, l'indagine ispettiva è stata volta ad accertare l'organizzazione generale, amministrativa e contabile, la tenuta dei registri

e delle scritture obbligatorie, l'osservanza delle disposizioni di cui alla delibera n. 929, la gestione dei rapporti con i committenti, nonché la regolarità della liquidazione dei saldi mensili da parte dei committenti stessi.

Nei confronti di una commissionaria di borsa di Roma sono state disposte due successive ispezioni. La prima ha riguardato esclusivamente la situazione patrimoniale e finanziaria ad una data determinata. La seconda ha avuto il fine di verificare la consistenza e la movimentazione dell'attivo patrimoniale nel corso dell'anno di riferimento, la conformità alle scritture contabili delle comunicazioni inoltrate alla Consob nonché il possesso dei requisiti di patrimonio netto e situazione finanziaria prescritti dal regolamento Consob per l'ammissione di società commissionarie negli antirecinti alle grida delle borse valori. A seguito degli accertamenti svolti la Commissione ha provveduto, da un lato, ad inoltrare rapporto all'Autorità Giudiziaria nei confronti della commissionaria per presunta violazione dell'art. 2621 del codice civile, dall'altro lato, a disporre la revoca, su richiesta della commissionaria stessa, dell'ammissione negli antirecinti alle grida.

Riguardo ad una commissionaria di Milano una verifica ispettiva è stata disposta al fine di accertare i termini e le modalità di esecuzione di una specifica operazione.

Nei confronti di una commissionaria di Venezia gli accertamenti hanno invece riguardato le modalità di svolgimento dell'attività caratteristica, nonché il controvalore delle operazioni di riporto poste in essere in un arco di tempo determinato.

Relativamente ad una commissionaria di Torino, gli accertamenti hanno avuto ad oggetto il rispetto delle disposizioni di cui alla delibera n. 929, relativamente alle operazioni di borsa poste in essere in un determinato arco temporale.

Nei confronti di una commissionaria di Milano, la verifica ha avuto lo scopo di accertare il possesso dei requisiti di patrimonio netto e situazione finanziaria prescritti dal regolamento Consob; i volumi delle transazioni effettuate successivamente all'intervenuta fusione con una società del gruppo di appartenenza; i rapporti operativi e finanziari intrattenuti in un arco di tempo determinato con società del medesimo gruppo; l'assetto organizzativo ed amministrativo-contabile.

Nei confronti di una commissionaria di Milano sono state disposte due successive verifiche ispettive. La prima al fine di accertare la situazione patrimoniale e finanziaria della società, l'origine e l'effettiva consistenza delle principali poste di patrimonio, nonché i volumi ed i modi di finanziamento delle operazioni di borsa poste in essere in un arco di tempo determinato. La seconda al fine di accertare l'idoneità della struttura contabile della società a consentire la tempestiva rilevazione delle operazioni di borsa concluse, nonché il rispetto delle disposizioni di cui alla delibera n. 929. A seguito delle suindicate ispezioni la Commissione ha disposto l'inoltro di rapporto all'Autorità Giudiziaria nei confronti della commissionaria per presunta violazione degli artt. 2446, 2624 e 2632 del codice civile.

Relativamente ad altra commissionaria di Milano la verifica, connessa con una precedente ispezione, è stata volta ad accertare la situazione patrimoniale e la situazione finanziaria a determinate date, i volumi ed i modi di finanziamento delle operazioni di borsa effettuate in uno specificato arco di tempo, nonché la struttura amministrativo-contabile e l'assetto organizzativo con particolare riguardo alle modalità di rilevazione extra-contabile delle partite da liquidare. All'esito della verifica in questione la Commissione, per un verso, ha disposto l'inoltro di rapporto all'Autorità Giudiziaria nei confronti della commissionaria per presunta violazione dell'art. 485 del codice penale; per altro verso, ha deliberato la revoca dell'ammissione della commissionaria stessa negli antirecinti alle grida della borsa valori di Milano.

Un'ispezione di carattere generale è stata disposta nei confronti di una commissionaria di Roma. Tale ispezione ha infatti avuto lo scopo di accertare l'assetto proprietario, la situazione patrimoniale e finanziaria, le modalità di svolgimento dell'attività caratteristica, la tipologia della clientela, i rapporti operativi e finanziari con le società del gruppo di appartenenza, la natura e il quantitativo dei titoli detenuti in deposito, l'assolvimento degli obblighi di cui alle delibere n. 274 e n. 929. All'esito degli accertamenti svolti, la Commissione ha deliberato la revoca dell'ammissione della commissionaria negli antirecinti alle grida della borsa valori di Roma.

Nei riguardi di una commissionaria di Milano la verifica ispettiva ha avuto lo scopo di accertare la situazione patrimoniale e finanziaria, le modalità di estinzione dei crediti vantati nei confronti di precedente amministratore, nonché l'origine e la consistenza dei crediti e delle partecipazioni iscritte nel bilancio ad una specifica data.

Relativamente ad un'altra commissionaria di Milano l'ispezione è stata invece di carattere generale, avendo avuto ad oggetto l'accertamento della situazione patrimoniale e finanziaria, l'assetto organizzativo e le modalità operative, la tenuta dei registri e delle scritture obbligatorie, la regolarità delle operazioni di riporto poste in essere, nonché l'assolvimento degli obblighi di cui alle delibere n. 274 e n. 929.

Anche nei confronti di una ulteriore commissionaria di Milano gli accertamenti ispettivi sono stati di carattere generale. Detti accertamenti hanno infatti riguardato l'assetto proprietario, la situazione patrimoniale e finanziaria, la gestione dei rapporti con i committenti e con le controparti di borsa con particolare riferimento ad uno specifico agente di cambio, la regolarità delle operazioni di riporto poste in essere in un arco di tempo determinato, l'assolvimento degli obblighi di cui alla delibera n. 274, e, infine, l'entità, la regolarità ed i modi di finanziamento delle operazioni di intermediazione poste in essere in un arco di tempo determinato.

Una commissionaria di borsa di Roma è stata ispezionata al fine di accertare le modalità di svolgimento dell'attività caratteristica in uno specificato arco di tempo, le modalità di finanziamento delle operazioni poste in essere, la tipologia ed i volumi di dette operazioni, con particolare riguardo alle operazioni di riporto, la tipologia della clientela.

Nei confronti di altra commissionaria di Roma la verifica ispettiva disposta ha avuto lo scopo di accertare la natura e le modalità di svolgimento dei rapporti intrattenuti con una determinata società, i volumi ed i modi di finanziamento delle operazioni di borsa poste in essere in un arco di tempo determinato, l'esattezza dei dati e delle notizie forniti alla Commissione ai sensi del regolamento Consob.

Una commissionaria di Milano è stata oggetto di indagini ispettive al fine di accertare l'assetto proprietario, la struttura amministrativa, organizzativa e contabile, la situazione patrimoniale e finanziaria, i volumi ed i modi di finanziamento delle operazioni di borsa poste in essere in un arco di tempo determinato, la tipologia della clientela, le modalità di svolgimento dell'attività caratteristica, la natura delle controparti, i controvalori delle operazioni aventi ad oggetto i titoli azionari del portafoglio di proprietà e i rapporti operativi e finanziari intrattenuti con le società facenti parte di un determinato gruppo.

Relativamente ad altra commissionaria di Milano le indagini ispettive sono state volte ad accertare la situazione finanziaria e patrimoniale, l'origine e la natura dei crediti finanziari vantati dalla società verso la clientela, le modalità di finanziamento e le relative controparti a fronte dei riporti passivi conclusi con la clientela, l'osservanza delle disposizioni di cui alla delibera n. 929, nonché l'eventuale incidenza sulla situazione patrimoniale e finanziaria della società di una specifica vicenda societaria. All'esito degli accertamenti eseguiti, la Commissione ha provveduto ad inoltrare rapporto all'Autorità Giudiziaria nei confronti della commissionaria per presunta violazione dell'art. 646 del codice penale.

Nei confronti di una commissionaria di Milano la verifica disposta ha avuto ad oggetto l'accertamento della situazione patrimoniale e finanziaria, i volumi di titoli intermediati in conto proprio ed in conto terzi in un arco di tempo determinato, le modalità di finanziamento delle operazioni effettuate con le società del gruppo di appartenenza nonché l'osservanza delle disposizioni di cui alla delibera n. 929.

Gli accertamenti disposti nei confronti di una commissionaria di Milano hanno avuto lo scopo di verificare la struttura organizzativa e contabile, i volumi dei titoli intermediati in conto proprio ed in conto terzi in un determinato arco di tempo, la situazione patrimoniale, con particolare riguardo alla consistenza dei mezzi propri, nonché l'origine ed il fondamento di una richiesta di risarcimento avanzata da alcuni clienti.

Nei confronti di una commissionaria di Genova l'ispezione ha riguardato l'adeguatezza dell'assetto organizzativo ed amministrativo-contabile avuto riguardo agli obblighi di comunicazione periodica alla Commissione prescritti dal regolamento Consob; l'esattezza dei dati e delle notizie forniti alla Commissione ai sensi del suddetto regolamento; i volumi ed i modi

di finanziamento delle operazioni su titoli quotati e non quotati poste in essere in un arco di tempo specificato; il possesso dei requisiti, in un determinato arco di tempo, di un corretto rapporto tra patrimonio netto e quota a rischio dell'attivo, nonché tra attività liquide e passività correnti.

Riguardo ad altra commissionaria di Milano le indagini ispettive hanno avuto lo scopo di accertare la situazione patrimoniale della società, l'eventuale utilizzo di fondi di pertinenza della clientela, i rapporti eventualmente intrattenuti con una società finanziaria ed i volumi dei titoli intermediati nel secondo semestre dell'anno di riferimento.

Una ulteriore commissionaria di Milano è stata invece oggetto di verifica ispettiva al fine di accertare la situazione patrimoniale e finanziaria, i modi di finanziamento e la regolarità delle operazioni in titoli poste in essere in un arco di tempo determinato, le modalità di regolamento dei rapporti finanziari con una specifica società, i modi di finanziamento delle operazioni in titoli poste in essere dalla clientela, nonché i modi di regolamento e/o gestione della liquidità di pertinenza della clientela stessa.

Nei confronti poi di una commissionaria di Roma è stata disposta una verifica ispettiva al fine di accertare l'effettiva consistenza dell'attivo patrimoniale a determinate date; l'esattezza dei dati e delle notizie forniti alla Commissione ai sensi del regolamento Consob; i volumi ed i modi di finanziamento delle operazioni su titoli quotati e non quotati poste in essere in un determinato arco di tempo; il possesso di un corretto rapporto tra patrimonio netto e quota a rischio dell'attivo, nonché tra attività liquide e passività correnti.

Nei confronti di quattro banche sono state disposte altrettante verifiche ispettive al fine di accertare, da un lato, l'operatività svolta dalle stesse, in un arco di tempo determinato, su un titolo quotato, con specifico riferimento all'attività effettuata per conto proprio ed alla eventuale concentrazione delle posizioni in capo a singoli committenti, dall'altro lato le operazioni di finanziamento garantite dal titolo in questione eventualmente poste in essere, con particolare riguardo all'identità dei soggetti finanziati.

Nei confronti di una banca la verifica ispettiva è stata disposta al fine di accertare le finalità delle operazioni di riporto cd. passivo poste in essere dalla stessa con due agenti di cambio, nonché le modalità di utilizzazione dei titoli presi a riporto dai suddetti agenti di cambio. All'esito della verifica, la Commissione ha disposto, per un verso, di comunicare alla Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 18 del d.P.R. 31 marzo 1975, n. 138, le irregolarità riscontrate a carico della suddetta azienda di credito, per altro verso, di effettuare una ispezione presso un'altra banca al fine di riscontrare i movimenti in lire e titoli relativi ad operazioni di negoziazione o trasferimento effettuate dalla banca stessa su disposizione di determinati soggetti.

Relativamente ad altra banca invece è stata disposta una verifica ispettiva al fine di riscontrare i singoli movimenti ed i volumi dei titoli con individuazione delle relative controparti transitati presso la stessa su disposizione di determinati soggetti.

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 1991, 7 accertamenti ispettivi.

Nei confronti di sei società le verifiche hanno avuto carattere generale, essendo finalizzate ad accertare l'idoneità tecnica e l'indipendenza delle medesime società, nonché le modalità con le quali esse esercitano il controllo contabile; la corrispondenza dei dati e delle notizie forniti alla Consob ai sensi dell'art. 10, comma 2, lett. a), del d.P.R. n. 136/1975, con la documentazione esistente presso le società; nonché l'eventuale espletamento di attività non comprese nell'oggetto sociale ai sensi dell'art. 8, comma 2, punto 1), del medesimo decreto.

In un caso, invece, l'ispezione ha avuto un oggetto specifico, essendo volta ad accertare le modalità di svolgimento del controllo contabile sul bilancio al 31.12.1990 di una società di assicurazione, con particolare riguardo all'esistenza dei titoli in portafoglio al 31.12.1990 e alla voce «conti d'ordine».

A seguito degli accertamenti svolti, in due casi la Commissione ha inoltrate alle società di revisione interessate note di richiamo al corretto svolgimento dell'attività di controllo con-

tabile, fissando altresì, nei confronti di una sola delle suddette società, un termine entro il quale ricostituire il requisito di indipendenza venuto a mancare.

In un altro caso, la Commissione, oltre ad inviare alla società di revisione una nota di richiamo al corretto svolgimento dell'attività di controllo contabile, ha disposto l'immediata sospensione dello svolgimento delle attività esulanti dall'oggetto sociale nonché la rimozione delle situazioni di mancanza di indipendenza e ha altresì fissato un termine entro il quale ricostituire il requisito di idoneità tecnica venuto a mancare.

Nei restanti casi, stante la complessità e la vastità delle problematiche risultanti dalle correlative verifiche, sono tuttora in corso da parte degli Uffici della Commissione le conseguenti e connesse attività istruttorie.

CAPITOLO VII

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 271 rapporti inerenti:

a) in tre casi, ad ipotesi di violazione dell'art. 1/3, ultimo comma, della legge n. 216 del 1974 (inottemperanza a richieste o prescrizioni della Commissione) da parte di due società con titoli quotati ed una società autorizzata dalla Consob alla vendita a domicilio di prodotti finanziari;

b) in 42 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 8 enti/società con titoli quotati, di 23 società finanziarie di cui all'art. 1/19 della citata legge, di 8 società sollecitanti il pubblico risparmio ai sensi degli artt. 1/18 e ss. della stessa legge e di 3 società autorizzate dalla Consob alla vendita a domicilio di prodotti finanziari;

c) in 14 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 due società con titoli quotati, di una società con titoli sospesi, di 2 società non quotate, di 2 società estere, di 2 istituti di credito e di 4 persone fisiche;

d) in 198 casi, ad ipotesi di violazione dell'art. 1/17; comma 6, della legge n. 216 del 1974 (falsa, omessa o ritardata comunicazione di compensi percepiti) da parte di altrettanti amministratori o sindaci di società quotate;

e) in 8 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 un caso realizzata anche mediante vendita a domicilio di prodotti finanziari in carenza di relativa autorizzazione — e omessa pubblicazione di prospetto informativo);

f) in 2 casi, ad ipotesi di violazione dell'art. 14 della legge 2 gennaio 1991, n. 1 (esercizio abusivo di intermediazione mobiliare);

g) in 2 casi, ad ipotesi di violazione degli artt. 2630, 2624 e 2632 del c.c. da parte di una commissionaria di borsa e di una persona fisica;

h) in un caso, ad ipotesi di violazione dell'art. 2621 c.c. (falso in comunicazioni sociali) e dell'art. 485 c.p. (falso in scrittura privata) da parte di una commissionaria di borsa;

i) in un caso, ad ipotesi di violazione degli artt. 640 (truffa) e 646 (appropriazione indebita) del c.p..

2. Il contenzioso

Con ricorso al TAR della Lombardia notificato in data 20 giugno 1991, il dr. Massimo Gionso ha chiesto l'annullamento e la sospensione della delibera n. 5296 dell'8 maggio 1991 con la quale la Consob, a seguito di una segnalazione della Deputazione di borsa di Milano di operazioni fittizie dallo stesso effettuate ai danni di un agente di cambio, aveva disposto in via cautelare il ritiro della tessera di ingresso in borsa rilasciata al ricorrente. Il TAR della

Lombardia con ordinanza n. 675/1991 del 26 luglio 1991 ha accolto la domanda incidentale di sospensione del provvedimento impugnato.

Con atto notificato in data 25 giugno 1991, la CO.FI.M. - Compagnia Finanziaria Mobiliare s.p.a. ha proposto ricorso al TAR del Piemonte chiedendo l'annullamento, previa sospensione dell'esecuzione, della delibera n. 5341 dell'11 giugno 1991 con la quale la Consob aveva invitato la Camera di commercio di Torino a ritirare le tessere di ingresso in borsa rilasciate ai rappresentanti ed al personale della società CO.FI.M. s.p.a.. La delibera veniva adottata in forza del comma 3 dell'art. 13 del regolamento per l'ammissione di società commissionarie negli antirecinti alle grida delle borse valori (delibera Consob n. 3267 del 23 febbraio 1988) che prevede tale provvedimento — per ragioni di necessità e di urgenza — in tutti i casi di gravi irregolarità o anomalie delle operazioni effettuate da una commissionaria o comunque quando lo richieda la tutela del pubblico risparmio.

Il TAR del Piemonte con ordinanza n. 339/1991 del 17 luglio 1991 ha respinto l'istanza di sospensione, ritenendo che il provvedimento impugnato fosse una misura cautelare con efficacia non superiore ai 60 giorni e che pertanto non sussistessero quei danni gravi ed irreparabili richiesti per l'adozione del provvedimento.

Con successivo ricorso al TAR del Piemonte notificato il 28 settembre 1991, la CO.FI.M. s.p.a. ha chiesto l'annullamento, previa sospensione dell'esecuzione, della delibera n. 5447 del 7 agosto 1991 con la quale la Consob, constatate diverse irregolarità e anomalie nella situazione finanziaria e patrimoniale della società, aveva provveduto a sospenderla dall'ammissione negli antirecinti alle grida della borsa valori di Torino ai sensi dell'art. 13, comma 1, lett. a), c), e) ed f) e comma 4 del citato regolamento. Con ordinanza n. 476/1991 del 23 ottobre 1991 il TAR del Piemonte ha accolto la domanda incidentale di sospensione.

In seguito, avendo la CO.FI.M. s.p.a. rimosso le circostanze che ne avevano determinato la sospensione dall'ammissione agli antirecinti alle grida, la Consob con delibera n. 5527 del 29 ottobre 1991 ha revocato il provvedimento. È pertanto cessata la materia del contendere.

Con atto notificato il 3 luglio 1991 la Cofinter s.p.a. ha presentato ricorso al TAR della Lombardia per chiedere l'annullamento, previa sospensione dell'esecuzione, della delibera n. 5342 dell'11 giugno 1991 con la quale la Consob, ai sensi dell'art. 13 del regolamento per l'ammissione delle società commissionarie negli antirecinti alle grida delle borse valori, aveva invitato la Camera di commercio di Milano a ritirare le tessere di ingresso in borsa rilasciate ai rappresentanti e al personale della stessa società. Con ordinanza n. 685/1991 del 26 luglio 1991 il TAR della Lombardia ha accolto la domanda incidentale di sospensione.

Con successiva delibera n. 5448 del 7 agosto 1991 la Consob, constatate irregolarità nella situazione patrimoniale e finanziaria della Cofinter s.p.a., ne ha disposto la sospensione dall'ammissione agli antirecinti alle grida della borsa valori di Milano. Avverso tale delibera la Cofinter s.p.a., con atto notificato in data 20 settembre 1991, ha presentato ricorso al TAR della Lombardia chiedendone l'annullamento, previa sospensione dell'esecuzione. Il TAR della Lombardia, con ordinanza n. 902/1991 del 2 ottobre 1991, ha accolto la domanda incidentale di sospensione della delibera.

La materia del contendere è peraltro cessata a seguito della delibera n. 5528 del 29 ottobre 1991 con la quale la Consob ha revocato il provvedimento di sospensione della Cofinter s.p.a., avendo la società rimosso le circostanze che lo avevano determinato.

Con atto notificato l'8 ottobre 1991 il Presidente dell'Associazione dei piccoli azionisti della Bastogi ha citato in giudizio la Consob chiedendo al Tribunale di ordinare alla stessa Consob «di disporre l'acquisizione degli accordi scambiati tra gli azionisti di controllo della Bastogi, acciocché possa esserne valutata l'effettiva portata, la congruità con gli interessi sociali e la validità economica nell'ambito di una autosufficienza finanziaria che sia garanzia di risanamento e di sviluppo dell'attività di impresa».

Con ricorso al TAR del Lazio notificato in data 14 novembre 1991 la Dominion Servizi Finanziari s.p.a. ha chiesto l'annullamento, previa sospensione, della delibera n. 5468 del 5 settembre 1991 con la quale la Commissione aveva sospeso per un periodo di 120 giorni l'autorizzazione a svolgere attività di sollecitazione del pubblico risparmio al di fuori della propria sede legale. Il ricorrente ha peraltro rinunciato alla discussione dell'istanza di sospensione della citata delibera chiedendo il rinvio all'esame del merito.

In data 15 novembre 1991 il sig. Giorgio Mendella ha notificato alla Consob un ricorso al TAR del Lazio per l'annullamento, previa sospensione dell'esecuzione, della delibera n. 5423 con la quale era stata vietata, ai sensi dell'art. 1/18, comma 4, della legge n. 216/1974, l'esecuzione dell'operazione «Iniziativa» concernente l'offerta, tramite la diffusione di documenti promozionali, della possibilità di sottoscrivere contratti di adesione ad un'associazione in partecipazione con la prospettiva di realizzare un provento finanziario, ritenuta dalla Consob qualificabile come sollecitazione del pubblico risparmio ai sensi delle disposizioni di cui agli artt. 1/18 e seguenti legge n. 216/1974. Il TAR del Lazio ha respinto l'istanza di sospensione proposta dal ricorrente.

Nel corso del 1991, infine, la Consob ha deliberato di impugnare, ai sensi dell'art. 6 del d.P.R. n. 136/1975, il bilancio d'esercizio di sei società con azioni quotate in borsa. Di tale iniziativa si è già data notizia nel capitolo III, par. 2.2, della presente Relazione

3. L'attività di esame delle segnalazioni e dei reclami provenienti dai privati

Come rappresentato in precedenti Relazioni, pur in mancanza di specifiche indicazioni legislative e di obblighi procedurali, la particolare attenzione riservata alla posizione del contraente economicamente più debole ha indotto la Commissione ad attivare, già da qualche anno, una funzione apposita di raccolta, esame e valutazione delle richieste, esposti e doglianze varie provenienti, in misura crescente, da privati cittadini.

Tale funzione ha il compito di fornire tendenzialmente riscontro, sussistendone i presupposti, ad ogni singola richiesta o segnalazione.

Ne consegue un'attività che non si limita alla verifica, nei fatti così rappresentati all'Istituto, dell'esistenza di un *fumus* di reato ai fini dell'assolvimento dell'obbligo dell'inoltro di denuncia alla competente Autorità Giudiziaria, ove ne ricorrano le condizioni, ma che ha sviluppato nel tempo una particolare sensibilità per il tema della tutela dell'interesse, anche individuale, dei risparmiatori.

L'attività svolta in materia dagli Uffici della Commissione non è comunque comparabile a quella dell'apposita Sezione dell'ISVAP prevista dalla stessa legge istitutiva dell'ente di vigilanza del settore assicurativo, con la configurazione di compiti ed attribuzioni ben definiti a livello di normazione primaria. Riguardo alle doglianze presentate dagli interessati nei confronti degli enti e delle imprese soggetti al controllo di quell'Istituto, funzione precipua della Sezione Reclami è, infatti, di svolgere ogni attività utile ad agevolare la sollecita ed esatta esecuzione dei contratti da parte di enti ed imprese. La predetta Sezione — come è risultato dai contatti intercorsi a scopo informativo per conoscerne le modalità di funzionamento — è pertanto costituita in unità organizzativa complessa, attrezzata a gestire, con il supporto di procedure informatizzate, rilevantissimi flussi di reclami, quali nella pratica si registrano in materia assicurativa.

Risulta così evidente che, se il legislatore avesse inteso imporre obblighi specifici alla Consob in materia, avrebbe effettuato una scelta analoga a quella operata, in sede di elaborazione della disciplina dei reclami, con la legge istitutiva dell'ISVAP. In tale ottica si colloca, peraltro, un progetto di legge di iniziativa parlamentare che non ha avuto seguito (atto Camera n. 5248/90 a firma on.le Bellocchio e altri).

Relativamente all'attività svolta nell'anno di riferimento, può essere ricordato che nel 1991 sono pervenuti alla Consob 600 esposti (495 nel 1990) — comprendendo nel novero le comunicazioni e richieste varie di privati e di organismi associativi di risparmiatori — a fronte dei quali sono state inviate 230 risposte o richieste istruttorie, finalizzate ad una più compiuta valutazione dei fatti e all'acquisizione di elementi conoscitivi (170 nel 1990).

In 250 casi peraltro (220 nel 1990) si è provveduto all'archiviazione degli atti, non essendosi ravvisata l'esigenza di procedere, dopo l'esame effettuato, ad ulteriori accertamenti.

Il confronto con i corrispondenti dati del 1990 evidenzia un consistente incremento dell'attività, che si commisura in un aumento del numero degli esposti del 21%, delle risposte inviate e delle richieste istruttorie formulate del 35%, come pure, infine, delle archiviazioni disposte pari al 14%.

È interessante notare che in due fattispecie, a seguito delle segnalazioni pervenute, sono stati avviati accertamenti che hanno consentito di individuare situazioni in atto di abusiva sollecitazione del pubblico risparmio, con conseguente adozione dei provvedimenti amministrativi di sospensione e di divieto delle correlative operazioni.

Almeno il 10% degli esposti perviene in forma anonima, in quanto manca di sottoscrizione ovvero reca elementi di identificazione del mittente palesemente artefatti. La prassi che viene seguita consiste nel dar comunque corso alle verifiche e agli accertamenti ritenuti opportuni, laddove siano stati rappresentati notizie ed elementi di riferimento precisi e circostanziati, ovvero all'archiviazione quando si rilevi che gli esposti anonimi contengono affermazioni assolutamente generiche oppure manifestamente infondate.

In generale si può constatare che la tipologia della corrispondenza che perviene alla Consob è quanto mai varia ed articolata.

Comunque dal tenore delle segnalazioni e delle richieste, più di una volta si trae il convincimento che le conoscenze finanziarie degli investitori siano alquanto approssimative e carenti. Capita così di riscontrare che siano state lamentate deficienze del sistema o irregolarità di comportamento in realtà inesistenti.

Si rilevano, peraltro, anche situazioni in cui attraverso l'esposto si cerca di sollecitare, ovviamente senza esito, l'intervento dell'Istituto su vicende oggetto di controversia giudiziaria in corso, per influenzarne in qualche misura il relativo *iter*.

I casi tipici e più frequentemente ricorrenti di doglianze — cui si aggiungono richieste varie di informazioni e chiarimenti — non si discostano da quelli già segnalati nella Relazione sul 1990 e concernono precipuamente presunte irregolarità connesse: a) alle procedure di sottoscrizione o rimborso di quote di fondi comuni di investimento mobiliare, essenzialmente per questioni di data di regolamento delle operazioni e di valuta; b) all'operatività degli intermediari (spesso tali doglianze sono originate da risultati negativi, o comunque inferiori alle aspettative, di gestioni patrimoniali); c) al comportamento di promotori di servizi finanziari (si noti che al verificarsi di fatti appropriativi di somme di clienti, che pur si registrano, seguono spesso controversie con le reti di vendita e gli assicuratori in tema di risarcibilità del danno per concorso del comportamento incauto del danneggiato, per aver questi effettuato versamenti con modalità vietate e cioè in contanti o con assegni a sé intestati e girati o comunque non emessi con vincolo d'intrasferibilità); d) al comportamento di società emittenti titoli quotati nei mercati regolamentati (vengono per lo più lamentate presunte violazioni della *par condicio* degli azionisti o del loro diritto all'informazione nella sede assembleare su fatti aziendali rilevanti).

Spesso la difficoltà di colloquio con i risparmiatori è da imputare all'errata attribuzione alla Consob di un ruolo analogo a quello del giudice, che ha il potere di stabilire il torto e la ragione nell'ambito di rapporti contrattuali oggetto di controversia, ovvero del consulente, che ha la funzione di consigliare l'oculata amministrazione del risparmio del pubblico.

Così se alcuni esposti non hanno seguito, è perché la Consob non può emettere sentenze o dare pareri, ma può solo agire nei limiti dei poteri propri di un organo amministrativo.

Si soggiunge che in qualche caso la difficoltà di un intervento appropriato, pur in presenza della segnalazione di comportamenti degli intermediari che suscitavano perplessità, si ricollegava alla mancanza di regole comportamentali certe e definite. Sotto questo profilo si può osservare, tuttavia, che i regolamenti di attuazione della legge 2 gennaio 1991, n. 1, hanno puntualizzato con precisione i doveri degli intermediari nei confronti della clientela. Pertanto la segnalazione alla Consob di eventuali violazioni assumerà particolare rilievo per l'azione di vigilanza sul loro comportamento.

In tale prospettiva, gli obblighi di registrazione e conservazione dei reclami della clientela, di fornire loro risposta, come pure di trasmettere le relative evidenze alla Consob con cadenza annuale, imposti agli intermediari autorizzati col regolamento disciplinante l'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare, potranno parimenti costituire valido supporto ai fini dell'attivazione dei poteri di vigilanza.

4. L'attività di ricerca giuridica ed economica

Nel 1991 l'attività di ricerca svolta dall'Area studi giuridici ed economici è stata volta ad approfondire la conoscenza di alcuni aspetti economici, istituzionali e regolamentari del mercato mobiliare italiano e internazionale.

Funzionale all'attività di ricerca è stata la costituzione e la messa in opera di alcune banche dati che, costruite sulla base di informazioni originali della Consob, forniscono un supporto documentale e quantitativo all'analisi dei diversi fenomeni del mercato mobiliare studiati.

Una prima banca dati comprende le informazioni presentate nei prospetti informativi depositati presso la Consob dal 1982 ad oggi in occasione di operazioni di emissione o vendita di valori mobiliari che configurano una sollecitazione del pubblico risparmio. Tali operazioni sono sottoposte all'obbligo della presentazione di un documento informativo strutturato secondo uno schema imposto dalla Consob in base all'art. 18 della legge 216/1974, ovvero all'art. 23 del regolamento adottato dalla Consob stessa il 14 novembre 1991 per dare attuazione agli artt. 6 e 7 della legge sull'*insider trading*. L'organizzazione in forma strutturata dei dati e delle informazioni di collocamento di titoli sul mercato consente uno studio organico delle modalità e delle forme di collocamento, da un lato, e dell'evoluzione delle tipologie di valori mobiliari utilizzati, dall'altro.

Una seconda banca dati, relativa al mercato di borsa, è stata avviata nel 1991 ed è ancora in corso di realizzazione. Tale banca dati comprende, per un periodo che va dal 1982 ad oggi, l'evoluzione storica giornaliera degli elementi identificativi dei titoli azionari, i dati giornalieri degli scambi presso la borsa di Milano e l'andamento giornaliero degli indici di borsa italiani ed esteri.

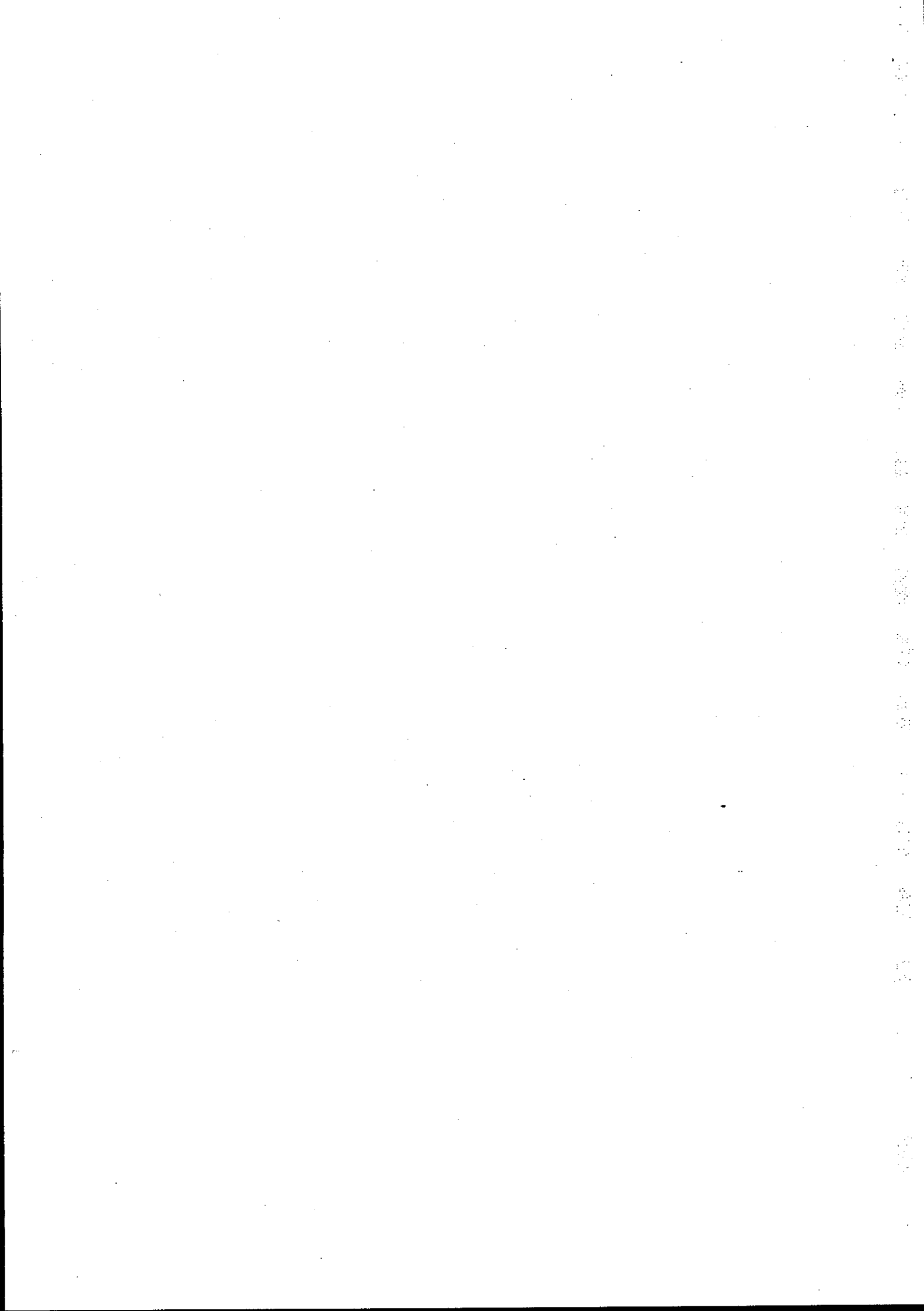
Delle attività di ricerca condotte dall'Ufficio studi economici nel corso del 1991, due sono state pubblicate sui «Quaderni di Finanza», la collana scientifica della Consob, che pubblica studi riguardanti aspetti teorici, empirici e istituzionali dei mercati mobiliari.

La prima ricerca, pubblicata come Quaderno di Finanza n. 2, contiene uno studio su «Interdipendenza e integrazione delle principali borse internazionali negli anni '80». Scopo dello studio è di verificare l'ipotesi della crescente internazionalizzazione del mercato borsistico di Milano durante gli anni '80. Sulla base dell'applicazione di metodologie di indagine statistica ed economica vengono analizzati gli elementi di influenza dei fattori internazionali nella determinazione dei prezzi sul mercato di Milano.

La seconda ricerca, pubblicata come Quaderno di Finanza n. 4, è dedicata allo studio di «Realtà e prospettive del mercato ristretto». L'analisi delle caratteristiche istituzionali e operative del mercato ristretto, e in particolare del processo di formazione dei prezzi, fornisce la base di partenza per l'elaborazione di alcune proposte volte a far assumere al mercato ristretto il ruolo di mercato del capitale di rischio per le imprese medio-piccole.

Tra i Quaderni di Finanza è stata pubblicata inoltre, come numero 3, la raccolta completa degli atti parlamentari relativi alla legge 2 gennaio 1991, n. 1, sulla «Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari».

Altri studi sono stati condotti nel corso dell'anno su diversi aspetti riguardanti la regolamentazione e la struttura dei mercati mobiliari. In particolare, in tema di trattamento fiscale delle attività finanziarie, sono stati effettuati studi volti a fornire confronti internazionali e stime sulla realtà italiana relativi alla tassazione dei guadagni di capitale e alle agevolazioni fiscali all'investimento azionario. In tema di mercato della proprietà azionaria, è stato condotto uno studio empirico sulle acquisizioni di pacchetti rilevanti di azioni trattate nei mercati regolamentati nel periodo che va dal luglio 1988 al giugno 1991. In tema di analisi del mercato di borsa, è stato realizzato uno studio volto a determinare un portafoglio di azioni in grado di replicare l'andamento dell'indice MIB.



CAPITOLO VIII

L'ATTIVITÀ INTERNAZIONALE

Nel corso del 1991 l'attività internazionale della Commissione è proseguita nelle direzioni già tracciate negli anni precedenti.

La Consob ha fornito il proprio apporto tecnico in fase di elaborazione delle direttive comunitarie in materia di valori mobiliari e di diritto societario, nonché nella procedura di recepimento delle direttive stesse nella normativa interna.

Inoltre, ha partecipato all'attività dell'*International Organization of Securities Commissions-IOSCO*, che raccoglie gli organismi di controllo dei mercati di valori mobiliari di 48 paesi.

Nell'ambito della cooperazione internazionale, la Consob ha preso parte all'incontro del Gruppo di Wilton Park, che si riunisce annualmente sotto l'egida del *Department of Trade and Industry* inglese.

Infine, la Consob ha contribuito attivamente ai lavori dei comitati e dei gruppi di lavoro dell'OCSE, dedicati ad argomenti attinenti ai valori mobiliari.

1. La cooperazione nell'ambito della Comunità Economica Europea

1.1 I VALORI MOBILIARI E GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

1.1.1 *Proposta modificata di direttiva sui servizi d'investimento in valori mobiliari*

Nel corso del 1991 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 diffusamente trattato nelle Relazioni annuali per il 1989 e per il 1990.

Nel corso del secondo semestre del 1991 la presidenza olandese ha presentato una proposta di compromesso, discussa *a latere* della riunione dell'Ecofin del 16 dicembre 1991, che non si discosta in modo rilevante da un testo analogo presentato dal Lussemburgo nel semestre precedente.

La proposta olandese non è stata accolta dai paesi membri, attese le diverse esigenze che si pongono per i paesi con mercati ad asta e paesi con mercati operanti tramite *market makers*.

Gli aspetti che danno luogo alle maggiori controversie riguardano la concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati, i tempi, i contenuti della *disclosure* relativa alle

transazioni effettuate nei mercati regolamentati e a quelle fuori borsa; l'accesso diretto delle banche in borsa; l'inclusione degli intermediari persone fisiche nel campo di applicazione della direttiva.

Sotto la presidenza olandese (secondo semestre del 1991) è stata formulata una proposta di compromesso, sulla quale non è stato possibile ottenere il sostegno di una maggioranza qualificata.

Si riportano, in sintesi, i punti principali del compromesso olandese.

a) *Concentrazione delle transazioni*

La proposta di direttiva dovrebbe contenere disposizioni generali tali da consentire agli stati membri di imporre l'obbligo di concentrazione e nel contempo la possibilità concreta per gli investitori di sottrarsi. Sulle modalità di esercizio di tale facoltà, e cioè la previsione di un'autorizzazione espressa dell'investitore, gli stati membri dovrebbero considerare in modo differenziato la gamma degli investitori, consentendo agli investitori istituzionali e professionali di operare più liberamente.

b) *Nozione di mercato regolamentato*

La definizione di mercato regolamentato costituisce l'aspetto cruciale della proposta, in quanto la concentrazione delle transazioni in mercati a basso livello di regolamentazione svuoterebbe, di fatto, la facoltà per gli stati membri di imporre che le transazioni avvengano in mercati regolamentati.

Nella definizione di mercato regolamentato, si fa rinvio alla disciplina della direttiva 79/279 (condizioni di ammissione a quotazione). Il riferimento, tuttavia, opera in quanto applicabile poiché nei mercati regolamentati della Comunità esistono altre modalità di ammissione alla negoziazione (ad esempio, mercato ristretto, mercato di *futures* e *options*).

Ciascuno stato membro dovrà redigere la lista dei mercati regolamentati e, pertanto, l'indicazione dei mercati con le caratteristiche per rientrare tra quelli definiti regolamentati è lasciata alla valutazione di detti stati. Ne consegue che più ampia è la nozione di mercato regolamentato e maggiore è il margine per gli stati membri di includere mercati che non richiedono precise condizioni di ammissione alla negoziazione dei titoli in essi trattati.

c) *Comunicazione delle transazioni e trasparenza*

Per finalità di vigilanza, in materia di *insider trading*, si richiede la conservazione dei dati da parte degli intermediari e la dichiarazione tempestiva delle transazioni effettuate alle Autorità competenti, sia che le negoziazioni avvengano in borsa che fuori borsa; per le obbligazioni tale obbligo è attenuato, in quanto la dichiarazione potrebbe avvenire sotto forma di dati aggregati.

In materia di trasparenza del mercato è prevista soltanto una disposizione di carattere generale, così riassumibile: gli stati membri assumono le necessarie misure per assicurare agli investitori un accesso agevole e rapido alle informazioni utili, in modo da permettere loro di valutare in qualsiasi momento i termini della transazione che intendono effettuare e di verificare successivamente le condizioni di esecuzione.

La determinazione degli aspetti operativi sarebbe lasciata agli stati membri, con notevoli diversità di disciplina da mercato a mercato.

d) *Accesso diretto degli istituti di credito alle borse valori*

Gli stati membri che non consentono alle banche l'accesso diretto in borsa possono continuare ad applicare tale divieto soltanto fino ad una data da stabilire.

A tale data, la Commissione CEE redigerebbe un rapporto per valutare la possibilità di concedere una proroga.

1.1.2 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 avente ad oggetto la disciplina dei requisiti patrimoniali delle imprese d'investimento e degli enti creditizi è stata presentata dalla Commissione CEE al Consiglio il 30 aprile 1990 ed è tuttora all'esame del gruppo di lavoro Problemi economici del Consiglio stesso.

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.

Essa stabilisce, tra l'altro, l'entità del 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 diversi tipi di rischio.

I principali rischi considerati sono: a) rischio di posizione; b) rischio di contropartita/liquidazione; c) rischio di cambio.

Il rischio di posizione è il rischio al quale è esposto l'intermediario quando svolge l'attività in conto proprio. È il rischio di perdita di valore del portafoglio titoli dell'intermediario generata da una flessione dei prezzi dei titoli posseduti.

Il rischio di contropartita è il rischio di inadempimento della contropartita agli obblighi di liquidazione o di consegna titoli. Tale inadempimento può riferirsi anche alla clientela dell'intermediario per le operazioni eseguite in conto terzi.

Il rischio di cambio è il rischio di perdita di valore dell'attivo dell'intermediario investito in impieghi in valuta estera per effetto della variazione delle divise.

I maggiori problemi sono sorti, 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 testo della proposta di direttiva presentato al Consiglio il 30 aprile 1990 prevedeva due metodi alternativi di calcolo del rischio da applicare agli enti creditizi a discrezione delle Autorità competenti dei paesi membri.

L'opzione consisteva nell'applicare i metodi prudenziali per la copertura dei rischi esposti nella direttiva al portafoglio di negoziazione delle banche oppure nell'applicare soltanto il metodo prudenziale del *ratio* di solvibilità previsto dalla direttiva 89/647/CEE relativa al coefficiente di solvibilità degli enti creditizi.

Questa impostazione della Commissione sul trattamento dei rischi per gli enti creditizi non ha trovato il favore delle delegazioni dei paesi membri.

La Commissione ha così presentato nel febbraio 1991 un *no paper* che modifica radicalmente il calcolo della copertura del rischio di posizione da applicare sia agli intermediari non bancari che agli enti creditizi costituendosi così i presupposti per l'abbandono dell'opzione per le banche.

Il metodo di calcolo, noto con il nome *building block approach*, proposto dalla Commissione, si ispira ai lavori attualmente in corso nell'ambito del Comitato di Basilea. Su tale sistema si è registrata una convergenza per i rischi relativi ai titoli obbligazionari tra i membri del Comitato tecnico IOSCO, a Ginevra nel gennaio 1992.

Secondo questo metodo il rischio di posizione può essere scomposto in due componenti:

- rischio generale (o di mercato);
- rischio specifico (legato al particolare valore mobiliare).

Nel caso dei titoli a reddito fisso il rischio generale è rappresentato dal rischio di tasso di interesse. Si pone, quindi, un requisito prudenziale a copertura della variazione dei prezzi dei titoli a seguito di una modifica del tasso di interesse. Il rischio specifico invece si riferisce alla variazione del prezzo del titolo collegata alla situazione finanziaria dell'emittente (rischio di credito) ovvero alla perdita di liquidità dell'emissione derivante, ad esempio, dallo scarso flottante del titolo sul mercato.

Nel caso dei titoli azionari, il rischio generale è collegato all'andamento del mercato nel suo complesso (una buona rappresentazione potrebbe essere l'andamento degli indici di borsa), mentre il rischio specifico si qualifica negli stessi aspetti evidenziati per i titoli e reddito

fisso: rischio di credito e di liquidità, ma quest'ultimo fattore assume una netta predominanza sull'altro.

Altro problema, strettamente legato al precedente, è la definizione di fondi propri. Tuttavia, la determinazione delle componenti dei fondi propri non può assumere veste definitiva finché non si sarà raggiunto l'accordo in materia di metodologia per il calcolo dei requisiti patrimoniali.

1.1.3 Proposta di direttiva del Consiglio CEE relativa alla libertà di gestione e di investimento dei fondi detenuti da enti di previdenza

In data 21 ottobre 1991 la Commissione CEE ha presentato al Consiglio la proposta di direttiva relativa alla libertà di gestione e di investimento dei fondi detenuti da enti di previdenza. La proposta in esame disciplina gli enti di previdenza (enti o fondi), così definiti all'art. 2, par. 1, lett. a), che erogano prestazioni pensionistiche a beneficio di una collettività di persone individuate in base ad un rapporto di lavoro, professionale o simile (art. 2 cit.), escludendo espressamente dal campo di applicazione i regimi di sicurezza sociale di base, previsti dal regolamento CEE 1408/71.

Pertanto, gli enti di previdenza che erogano prestazioni complementari o che sostituiscono integralmente o parzialmente quelle prestate dalla sicurezza sociale sono assoggettati alle disposizioni della proposta di direttiva (art. 2, par. 1, lett. b).

Con la proposta succitata la Commissione CEE si prefiggeva lo scopo di assicurare nel mercato interno tre libertà fondamentali, così riassumibili:

- prestazione transfrontaliera del servizio di gestione;
- investimento transfrontaliero (in attività situate in altri stati membri);
- affiliazione transfrontaliera agli enti di previdenza (possibilità di aderire ad un ente di previdenza costituito in un altro stato membro, senza essere assoggettati a discriminazioni legali o fiscali e, soprattutto, senza necessità per l'ente di ulteriore autorizzazione alla prestazione dei servizi in altri stati membri).

Alla luce del dibattito svoltosi nel gruppo di esperti nazionali, la Commissione CEE, al fine di evitare ritardi nell'adozione della proposta, ha disciplinato soltanto il servizio di gestione e l'investimento transfrontaliero degli enti di previdenza, tralasciando l'affiliazione ad enti operanti in altri stati membri.

Tuttavia nel 7° *considerando* della proposta di direttiva la Commissione auspica che la normativa comunitaria venga ampliata, in prosieguo, per consentire ai lavoratori l'affiliazione transfrontaliera a enti di previdenza di altri stati membri, che erogano prestazioni previdenziali integrative.

La proposta di direttiva opera un rinvio agli altri corpi normativi comunitari. Detta tecnica normativa di rinvio, utilizzata dalla Commissione CEE, consente, allo stato, la gestione su base transfrontaliera degli enti di previdenza alle imprese di intermediazione mobiliare in base alla normativa comunitaria in essere o *in fieri*.

Una tecnica di rinvio viene utilizzata anche per la scelta del soggetto depositario di tutte o parte le risorse del fondo pensione. Detto soggetto può prestare il servizio di custodia in qualunque paese membro della Comunità purché sia stabilito e debitamente autorizzato ai sensi della direttiva 89/646/CEE o della proposta di direttiva sui servizi d'investimento ovvero qualificato depositario dalla direttiva sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (o.i.c.v.m.) (85/611/CEE).

La proposta di direttiva enuclea principi prudenziali di carattere generale:

- investimento delle attività in maniera adeguata alla natura e alla durata delle passività corrispondenti ed al loro livello di copertura, tenendo conto dei requisiti di sicurezza, qualità, liquidità e redditività del portafoglio del fondo pensione;
- diversificazione delle attività al fine di evitare forti concentrazioni dei rischi;
- limitazione degli investimenti nell'impresa promotrice ad un livello prudenziale.

Nell'ambito di detti principi, gli stati membri potranno prevedere norme più particolarizzate in relazione agli investimenti delle attività dei fondi pensione stabiliti sul loro territo-

rio, purché compatibili con la libera circolazione dei capitali e prestazione dei servizi nella Comunità (5° *considerando*).

La proposta di direttiva, peraltro, vieta agli stati membri di applicare ai fondi pensione ulteriori restrizioni alla libertà d'investimento, mediante la determinazione di una quota minima obbligatoria di investimenti in determinate categorie di attività o imponendo criteri di localizzazione degli *assets* che potrebbero limitare la possibilità di investire in altri stati membri.

Fatti salvi i principi prudenziali sopra esposti, il contenuto dell'armonizzazione è minimale: la proposta di direttiva non disciplina i sistemi di vigilanza dei diversi stati membri. Tale omissione è connessa con il fatto che la proposta di direttiva non obbliga gli stati membri, come accennato, a liberalizzare l'affiliazione a fondi pensione situati nei diversi paesi della Comunità.

La presidenza portoghese considera l'approvazione della proposta di direttiva un obiettivo prioritario e, comunque, in caso di mancata definizione del testo entro il mese di giugno p.v., l'*iter* verrà, presumibilmente, concluso sotto la presidenza del Regno Unito nel secondo semestre del corrente anno.

1.2 LE SOCIETÀ

1.2.1 *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, riformulata alla luce 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 17.1.1990.

Nel corso del 1991 si sono svolte ulteriori riunioni, indette dalla presidenza lussemburghese, del gruppo di lavoro Problemi economici (stabilimento e servizi) del consiglio CEE, incaricato di esaminare la proposta di direttiva in oggetto.

Il dibattito si è svolto, principalmente, sull'art. 4 che regola l'obbligo di lanciare l'offerta e sull'art. 8 che attiene, invece, alla limitazione dei poteri del consiglio di amministrazione, nonché sull'art. 6 *bis* che tratta delle funzioni dell'Autorità di vigilanza.

L'art. 4 costituisce il cardine della proposta di direttiva ed il testo della presidenza lussemburghese è stato redatto alla luce delle conclusioni a cui il gruppo di lavoro era pervenuto nel corso del 1989 e 1990. Esso è così articolato:

1) È previsto un obbligo di lanciare un'OPA, per chiunque venga a detenere una percentuale di titoli forniti di diritto di voto (con esclusione quindi, dei titoli con diritto di voto potenziale, come le obbligazioni convertibili o i warrant) che non può essere fissata a più di 1/3 dei diritti di voto esistenti. L'offerta deve essere lanciata su un quantitativo di titoli che conferiscano all'acquirente il possesso di almeno il 50% del totale dei diritti di voto.

L'obbligo di effettuare un'OPA si determina solo dopo il superamento della soglia. Tuttavia, è in discussione se agli stati membri sia consentito prevedere un sistema alternativo, che prenda in considerazione l'intenzione di superare la soglia mediante un determinato acquisto. La coesistenza dei due sistemi fondati su logiche diverse pone, tuttavia, problemi di rilievo nella previsione nel testo comunitario.

Dal testo della proposta di direttiva, presentata il 14 settembre 1990, sembrerebbe dover si dedurre che l'acquirente non è obbligato a lanciare un'offerta se supera con un unico acquisto la percentuale del 50% sopraindicata: la disciplina comunitaria consentirebbe, quindi, la libera trasferibilità dei pacchetti di controllo senza obbligo di OPA.

Nell'ipotesi in cui gli stati membri adottino una regolamentazione più rigorosa, prevedendo una percentuale di titoli da acquistare superiore al 50% (come ad esempio 2/3 o la totalità dei titoli) su cui l'offerente dovrebbe lanciare l'OPA la parità di trattamento verrebbe assicurata anche nell'ipotesi in cui con un unico acquisto si raggiunga il 50% dei diritti di voto.

2) Nel computo dei titoli forniti di diritto di voto sono compresi, analogamente a quanto già previsto all'art. 7 della direttiva 88/627/CEE sulle comunicazioni relative alle informazioni da pubblicare al momento dell'acquisto e cessione di partecipazioni importanti in società quotate, anche i titoli detenuti da società controllate, da persone che agiscono di concerto con l'acquirente, da mandatari senza rappresentanza, e quelli dati in garanzia all'acquirente stesso.

3) Poiché l'obbligo di OPA si determina al superamento della soglia di 1/3 dei titoli forniti di diritto di voto, è necessario prevedere un controllo sulla congruità del prezzo offerto e sull'insussistenza di condizioni. Atteso che l'acquirente non ha alcun interesse al buon esito dell'OPA, in quanto l'acquisto della quantità di titoli da lui desiderato è già avvenuto, la verifica di tale congruità è lasciata agli stati membri che saranno, pertanto, liberi di disciplinare la materia stabilendo, all'occorrenza, parametri in via generale od affidandone la valutazione alla discrezionalità dell'Autorità di vigilanza.

4) Nella proposta della presidenza lussemburghese sono previste le deroghe che gli stati membri potranno prevedere nella normativa nazionale, così riassumibili:

- qualora il superamento della soglia sia il risultato di un'offerta lanciata dall'acquirente, rivolta alla totalità dei detentori dei titoli e mirante all'acquisto di almeno il 50% dei diritti di voto della società;
- qualora la società bersaglio sia già controllata dall'acquirente ai sensi dell'art. 8 della direttiva 88/627/CEE (partecipazioni importanti);
- qualora la società bersaglio sia controllata da un azionista o da più azionisti sempre ai sensi dell'art. 8 citato.

In aggiunta alle deroghe previste dalla direttiva, è emerso un ampio consenso nel gruppo di esperti nazionali al fine di introdurre una norma di chiusura che attribuisca alle Autorità di vigilanza la facoltà di concedere ulteriori deroghe in casi specifici, mediante decisioni debitamente motivate e sulla base dei principi indicati nella proposta di direttiva.

I principi che debbono presiedere all'esercizio delle funzioni di vigilanza sono contenuti nell'art. 6 bis. Detti principi sono fondamentalmente riconducibili a quello della parità di trattamento degli azionisti e prevedono, tra l'altro, per la durata dell'offerta un sufficiente periodo di tempo per consentire agli azionisti di assumere decisioni con cognizione di causa; l'obbligo per l'organo di amministrazione di agire nell'interesse degli azionisti, senza ostacolare l'esito dell'offerta; il divieto di creare mercati fittizi sui titoli della società bersaglio, della società offerente e di qualsiasi altra società interessata all'OPA; l'obbligo di non ostacolare la società bersaglio oltre ad un ragionevole lasso di tempo, per effetto del lancio di un'offerta pubblica.

Peraltro, il rispetto di tali principi da parte di tutti i soggetti interessati all'OPA permetterebbe all'Autorità competente di qualsiasi stato membro di vigilare sul comportamento delle parti in corso d'OPA e, in particolare, sul rispetto del principio di non creare mercati paralleli sui titoli interessati dall'OPA.

In tale ipotesi, la cooperazione fra le Autorità di vigilanza degli stati membri permetterebbe di rilevare tempestivamente ogni comportamento contrario al corretto svolgimento dell'operazione.

Infine, gli organi di amministrazione della società bersaglio possono adottare misure difensive per scoraggiare la presa del controllo da parte dell'offerente nelle cosiddette OPA ostili.

Il criterio scelto dalla Commissione nelle fattispecie di aumento di capitale, modifiche dell'attivo o del passivo, acquisto di azioni proprie, consiste nel divieto di compiere tali operazioni senza l'autorizzazione dell'assemblea generale che deve essere accordata in pendenza di OPA. In tal modo si consente agli azionisti di decidere liberamente e con cognizione di causa (conoscenza delle condizioni dell'offerta) se aderire all'OPA.

In merito all'acquisto di azioni proprie, il divieto di effettuare acquisti senza autorizzazione in corso d'OPA mira ad evitare che l'organo di amministrazione riesca a sottrarre alla portata di un offerente ostile una quota del capitale sottoscritto e ad escludere l'esercizio dei relativi diritti di voto, ostacolando così il successo dell'OPA. La disposizione potrebbe essere

facilmente elusa da parte delle società bersaglio, qualora l'acquisto delle azioni proprie avvenga da parte delle sue controllate.

La proposta di direttiva non riveste carattere prioritario per la presidenza portoghese, in carica nel primo semestre del 1992.

1.2.2 *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 1991 sono proseguiti presso il Consiglio CEE i lavori del gruppo incaricato di esaminare la proposta modificata di V direttiva concernente la struttura delle società per azioni nonché i poteri e gli obblighi dei suoi organi.

Il 20 novembre 1991 la Commissione ha presentato la terza modifica della proposta di V direttiva che introduce ulteriori cambiamenti al testo del 20 dicembre 1990 e di cui si è trattato nella Relazione annuale del 1990.

In estrema sintesi, le modifiche sono volte a rafforzare la posizione degli azionisti quanto all'esercizio del loro diritto di voto, limitando la possibilità di emettere azioni senza diritto di voto o con diritto di voto limitato. In effetti, tali azioni devono, da un lato, essere accompagnate da vantaggi patrimoniali speciali e, dall'altro, possono essere emesse nella misura massima del 50% del capitale sociale sottoscritto.

Peraltro, ai titolari delle azioni aventi le caratteristiche sopraindicate verrà attribuito il diritto di voto dal momento e per tutto il periodo in cui non beneficiano dei vantaggi particolari. L'azionista non viene così privato del suo diritto di voto senza contropartita, neanche per un breve periodo.

1.2.3 *Proposta modificata di regolamento relativa allo statuto della società europea (SE)*

Il 16 maggio 1991 la Commissione ha presentato al Consiglio la proposta modificata di regolamento sullo statuto della SE.

Dei contenuti della proposta si è diffusamente parlato nel corso delle Relazioni annuali per il 1989 e 1990 alle quali si rinvia.

Le modifiche che la Commissione ha apportato alla proposta tengono conto degli emendamenti adottati dal Parlamento europeo il 24 gennaio 1991, del parere del Comitato economico e sociale espresso il 28 marzo 1990 e del dibattito svoltosi nell'ambito del gruppo di lavoro convocato presso il Consiglio CEE.

Le principali modifiche possono essere così sintetizzate.

a) *Costituzione della società europea*

È stata estesa la possibilità alle s.r.l. di utilizzare lo statuto della società europea costituendosi in società *holding*. Il presupposto per costituire una società europea è che l'operazione abbia carattere transnazionale: due imprese situate nello stesso stato membro possono costituire una società europea *holding* se hanno una controllata o una filiale in uno stato membro diverso da quello dove hanno la loro sede sociale.

b) *Disciplina della società europea*

La società europea sarà disciplinata, in primo luogo, dal regolamento e, nei casi da questo espressamente previsti, dallo statuto o dall'atto costitutivo della società.

Laddove manchi un'espressa disposizione del regolamento, si applicano i principi di autonomia contrattuale, fatta salva l'osservanza delle norme di legge che disciplinano la società per azioni nello stato in cui la società europea ha la propria sede sociale.

A tutte le norme applicabili alla SE, in virtù del regolamento e della legge che disciplina la società per azioni nello stato in cui essa ha sede, si aggiungono le norme di diritto comunitario e di diritto nazionale, ivi comprese le norme delle convenzioni internazionali che si applicano alle materie non disciplinate dal regolamento (ad esempio il diritto del lavoro, il diritto fallimentare, ecc.).

c) Società europea holding

Inizialmente, la creazione di una società europea *holding* veniva assimilata ad una fusione, con obbligo di trasferire tutte le azioni delle società fondatrici alla società europea in cambio delle azioni della società europea *holding*.

Allo scopo di tutelare gli azionisti di minoranza non interessati a partecipare alla fusione, la Commissione si è orientata verso un sistema facoltativo, nel senso che gli azionisti non sono più soggetti all'obbligo di trasferire le loro azioni alla società *holding*.

Tuttavia, a richiesta del Parlamento europeo e del Comitato economico e sociale, la costituzione di una società europea *holding* può aver luogo a condizione che il 51% delle azioni munite di diritto di voto o delle quote di ciascuna delle società fondatrici vengano conferite alla società europea *holding*. L'attività di quest'ultima non sarà quindi limitata alla gestione di partecipazioni azionarie, ma potrà comprendere anche attività industriali e commerciali.

1.2.4 Proposta modificata di direttiva che completa lo statuto della SE relativamente al ruolo dei lavoratori

Il 6 aprile 1991 la Commissione ha presentato al Consiglio la proposta modificata di direttiva che completa lo statuto della SE relativamente al ruolo dei lavoratori.

Le modifiche apportate al testo della proposta tengono conto degli emendamenti formulati dal Parlamento europeo e dal Comitato economico e sociale.

La proposta di direttiva, che rappresenta un'integrazione del regolamento relativo allo statuto della SE, disciplina la posizione dei lavoratori dipendenti nell'ambito della SE.

Lo statuto della società europea prevede tre tipi di partecipazione dei lavoratori:

- 1) partecipazione alla costituzione dell'organo di vigilanza;
- 2) partecipazione tramite un organo rappresentativo del personale, distinto dagli organi sociali;
- 3) partecipazione instaurata in base ad un accordo tra le parti.

L'organo di direzione o di amministrazione ed i rappresentanti dei lavoratori della SE dovranno scegliere di comune accordo una delle tre opzioni indicate. In mancanza di tale accordo, la scelta sarà effettuata dall'organo di direzione.

Le modifiche alla iniziale proposta di direttiva attengono, tra l'altro, alla scelta del modello di partecipazione da parte dell'assemblea che costituisce il presupposto per la costituzione di una SE.

In caso di trasferimento della sede sociale in un altro stato membro, al fine di evitare che i lavoratori possano essere privati del modello di partecipazione, quest'ultimo può essere modificato soltanto mediante la procedura prevista per la scelta iniziale dello stesso.

Anche i termini di partecipazione dei lavoratori all'organo di vigilanza o all'organo di amministrazione sono stati precisati. I lavoratori partecipano all'organo di vigilanza o di amministrazione secondo due modalità diverse:

- mediante nomina da parte dei lavoratori stessi della SE o dei loro rappresentanti;
- per cooptazione da parte dell'organo medesimo.

È consentita, tuttavia, la scelta di modelli di partecipazione diversi da quelli previsti dalla proposta di direttiva mediante accordo stipulato tra l'organo di direzione o di amministrazione della SE e i rappresentanti dei lavoratori.

Esso dovrà, comunque, garantire i diritti d'informazione e di consultazione previsti dai tipi di partecipazione disciplinati espressamente dalla proposta di direttiva.

1.3 LA VIGILANZA SUI MERCATI FINANZIARI - DIRETTIVA 91/308/CEE RELATIVA ALLA PREVENZIONE DELL'USO DEL SISTEMA FINANZIARIO A SCOPO DI RICICLAGGIO DEI PROVENTI DI ATTIVITÀ ILLECITE

La direttiva, approvata dal Consiglio dei Ministri CEE l'11 giugno 1991, ha lo scopo di impedire l'uso del sistema finanziario per fini di riciclaggio di capitali. Essa 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.

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 direttiva 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 a 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 da 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.

2. L'attività nell'ambito della IOSCO

XVI Conferenza annuale

La XVI Conferenza annuale della *International Organization of Securities Commissions-IOSCO* si è svolta dal 23 al 26 settembre 1991 a Washington D.C., organizzata dalla *Securities and Exchange Commission-SEC* in collaborazione con il segretariato della IOSCO.

Alla Conferenza hanno partecipato Autorità di controllo dei mercati di valori di 48 paesi, in qualità di membri (3 in più dell'anno precedente), mentre 6 paesi erano rappresentati come osservatori.

Complessivamente, tra membri ordinari, membri associati (associazioni che raccolgono organi di controllo con giurisdizione locale nell'ambito di un paese già rappresentato a livello nazionale nella IOSCO, e qualsiasi altro organismo raccomandato dal Comitato esecutivo con esclusione delle SRO's) e membri affiliati (organizzazioni internazionali ed organismi raccomandati dal Comitato esecutivo) si sono raggiunte le 91 unità, segno evidente dell'interesse crescente per la IOSCO in ambito internazionale.

I lavori comprendevano sessioni plenarie, gruppi di lavoro aperti alla partecipazione di tutti i delegati e riunioni riservate ai membri dei Comitati dei Presidenti, esecutivo, tecnico, di sviluppo e regionali.

I temi esaminati dai gruppi di lavoro vertevano sui seguenti argomenti:

- prospettive delle offerte multinazionali di valori mobiliari;
- organismi di investimento collettivo;
- mercato secondario dei valori mobiliari;
- protezione degli investitori in relazione a frodi intentate su base transnazionale aventi ad oggetto valori mobiliari;
- connessione tra vigilanza dei mercati di valori mobiliari e vigilanza bancaria;
- automazione e sistemi elettronici di negoziazione;
- mercati di valori mobiliari negli anni '90.

Fra i gruppi di lavoro particolare interesse hanno suscitato quelli dedicati all'esame delle offerte multinazionali e della negoziazione automatizzata dei valori mobiliari.

1) Nell'ambito del gruppo di lavoro relativo alle offerte multinazionali sono stati discussi gli aspetti problematici, riconducibili alla diversità delle normative e dei sistemi di regolamentazione, che costituiscono, talora, un elemento di attrito e di ostacolo al lancio di offerte su base multinazionale.

La discussione nel gruppo di lavoro ha mostrato che la diversità dei sistemi di regolamentazione comporta problemi così sintetizzabili:

- l'informazione contenuta nel prospetto deve essere la medesima in tutti i mercati per non creare distorsioni o falsi mercati che si determinano allorché un mercato di sponga di maggiori informazioni rispetto ad un altro;
- è necessario il coordinamento dei tempi di apertura dell'offerta nei diversi paesi, specie quando le modalità di determinazione del prezzo dei valori mobiliari offerti divergano da un paese all'altro.

2) Il quadro tracciato dal gruppo di lavoro sull'automazione ed i sistemi elettronici di negoziazione è così riassumibile:

- l'avvento della tecnologia ha eliminato la necessità della presenza fisica nelle piazze di negoziazione, con la conseguenza che le norme che limitano l'accesso a determinate figure di negoziatori potrebbero essere ridotte o persino eliminate.

La tecnologia, permettendo agli investitori di superare i meccanismi di mercato negoziando fra loro senza intermediari, consentirà il formarsi di un nuovo mercato che pone problemi per quanto attiene alla vigilanza sulle frodi, manipolazioni, sugli obblighi di trasparenza che potrà determinare la frammentazione dei mercati stessi;

- la trasparenza nei mercati di valori, cioè l'estensione di un'informazione (sulle quotazioni, sui prezzi e sui volumi delle negoziazioni) diffusa fra il pubblico dopo ogni evento rilevante (ad esempio, l'ammissione a quotazione), è strettamente connessa con l'efficienza e con il buon andamento dei mercati e deve trovare la sua giustificazione su fondamenti di regolarità e efficienza dei mercati, non sulla semplice competitività.

La trasparenza, permettendo agli investitori di osservare i prezzi correnti di mercato e di valutare al meglio la qualità dell'esecuzione degli ordini da parte dei loro intermediari e di determinare l'ammontare dei margini dei *dealers* sulle transazioni effettuate, aumenta l'integrità del mercato e la fiducia degli investitori.

Nei mercati dei prodotti derivati, sia la trasparenza dei mercati dei titoli sottostanti i prodotti derivati che quella dei mercati dei prodotti derivati stessi sono fattori critici di efficienza dei prezzi.

Qualora ci siano più mercati o più *market makers*, la trasparenza promuove la concorrenza fra mercati e *market makers*. Tuttavia, se vi è trasparenza su base globale la frammentazione risulta attenuata. Infatti, la trasparenza consente ai *market centers* di calcolare l'offerta e la domanda complessiva, anche se tutti gli ordini non affluiscono da un solo mercato.

I benefici di una completa trasparenza devono essere, però, confrontati con i costi aggiuntivi a carico degli intermediari che potrebbero provocare un aumento delle commissioni. I meccanismi tradizionali di trasparenza poggiano sulle comunicazioni che devono essere effettuate dagli intermediari, principalmente *brokers*, *dealers* e banche. Man mano che cresce il

livello delle negoziazioni non intermedie tra investitori istituzionali, aumenta il problema di una diminuzione dell'efficacia di questi tradizionali sistemi di trasparenza.

I lavori della Conferenza sono proseguiti in seno ai singoli Comitati.

Il Comitato dei Presidenti

Il Comitato ha approvato l'ammissione di nuovi membri ordinari: *Amman Financial Market* della Giordania, *Capital Markets Authority* del Kenya, il *Commissariat aux bourses* del Lussemburgo, la *Stock Exchange Commission* di Mauritius.

In qualità di membri associati ed affiliati sono stati ammessi, rispettivamente, *Guernsey Financial Services Commission* e il *Mercado Abierto Electronico* dell'Argentina, *Tokyo Stock Exchange*, *Japan Securities Dealers Association*, *Oslo Stock Exchange*, *National Futures Association of the United States of America*, *Chicago Board Options Exchange*, *Options Clearing Corporation*.

La modifica della composizione del Comitato esecutivo è stato uno dei temi più discussi.

È stata approvata una delibera che aumenta di 5 unità i membri del Comitato esecutivo.

Il Comitato dei Presidenti ha, altresì, eletto in qualità di membri del Comitato esecutivo i seguenti paesi: Cina-Taipei, Francia, Germania, Giappone, Nigeria, Polonia, Turchia, Regno Unito, Stati Uniti.

I nuovi membri eletti rimarranno in carica per un solo anno e scadranno congiuntamente a quelli, tra cui l'Italia, che termineranno il loro mandato nel 1992.

I principi che debbono presiedere alla conclusione di accordi di cooperazione per facilitare la vigilanza sui comportamenti illeciti nei mercati di valori, presentati al Comitato tecnico di Parigi nel luglio scorso, sono stati approvati dal Comitato dei Presidenti. Tali principi sono volti a promuovere la già intensa collaborazione che esiste tra i membri della IOSCO in materia di scambio di informazioni e di assistenza reciproca nell'ambito dell'*enforcement*.

Comitato tecnico

Il lavoro del Comitato tecnico IOSCO, durante la Conferenza annuale, è stato dedicato all'esame dei requisiti di capitale degli intermediari attivi sui mercati internazionali. È stato approvato, sull'argomento, un *memorandum* da inviare al Comitato di Basilea sulla supervisione bancaria, al fine di pervenire ad un accordo con le Autorità di vigilanza del settore del credito.

Il Comitato tecnico attualmente opera mediante quattro gruppi di lavoro dedicati ai seguenti argomenti:

- offerte multinazionali, presieduto dalla *Securities and Exchange Commission* statunitense;
- regolamentazione del mercato secondario, presieduto dal *Securities Bureau* giapponese;
- scambio di informazioni e *enforcement*, presieduto dalla *Commission des opérations de bourse*;
- disciplina degli intermediari, presieduto dal *Securities and Investments Board*.

È prevista, inoltre, l'istituzione di un gruppo di lavoro dedicato all'*investment management*.

* * *

A margine della Conferenza il presidente della SEC ed il vicepresidente della Commissione CEE, Sir Leon Brittan, hanno emesso un comunicato congiunto nel quale le parti dichiarano di voler cooperare per facilitare lo scambio di informazioni tra la SEC e le Autorità di vigilanza dei paesi CEE allo scopo di agevolare l'*enforcement* e garantire la solidità finanziaria dei partecipanti al mercato. Il comunicato contiene anche un impegno alla consultazione reciproca su base continuativa.

L'intervento della Commissione CEE si affianca agli accordi bilaterali, in essere o *in fieri*, conclusi dalle Autorità di vigilanza degli stati membri con la SEC.

3. La partecipazione all'attività dell'OCSE

Anche nel corso del 1991 la Consob ha preso parte ai lavori di alcuni Comitati costituiti in seno all'OCSE, la cui attività è dedicata, tra l'altro, allo studio dei problemi connessi con l'organizzazione, il funzionamento e la sorveglianza dei mercati di valori mobiliari.

In particolare, la Consob ha partecipato alle riunioni del Comitato mercati finanziari (CMF), 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 1991, 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.

In tale ambito, è stata esaminata la legge italiana n. 1 del 1991 sull'attività d'intermediazione mobiliare e sull'organizzazione dei mercati, che riserva la prestazione di servizi relativi ai mercati di valori alle società d'intermediazione mobiliare costituite nella forma di società per azioni (o in accomandita per azioni), alle banche e ad altri intermediari autorizzati. L'esame della legge in questione s'inquadra nell'ambito delle finalità dell'organizzazione che si prefigge, tra l'altro, la liberalizzazione e l'apertura dei mercati finanziari.

Riguardo ai lavori del Comitato per l'investimento e le imprese multinazionali, la Consob ha partecipato alle riunioni dell'apposito gruppo - istituito in seno al Comitato stesso - avente ad oggetto i principi contabili e, in particolare, le proposte dell'*International Accounting Standard Committee-IASC*.

4. Gli accordi di cooperazione

Il Gruppo di Wilton Park

Anche nel corso del 1991 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 della IOSCO, 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 lo sviluppo nell'utilizzo della tecnologia nella negoziazione di valori mobiliari ponga problemi in ordine alla vigilanza dei cd. *screen based trading systems*.

L'interrelazione della proposta di direttiva CEE sui servizi d'investimento e degli accordi bilaterali fra paesi CEE e paesi terzi in materia di scambio di informazioni ha interessato parte dei lavori del Gruppo. Particolare attenzione è stata dedicata agli accordi di cooperazione tra Autorità di controllo relativi alla repressione degli illeciti su mercati finanziari.

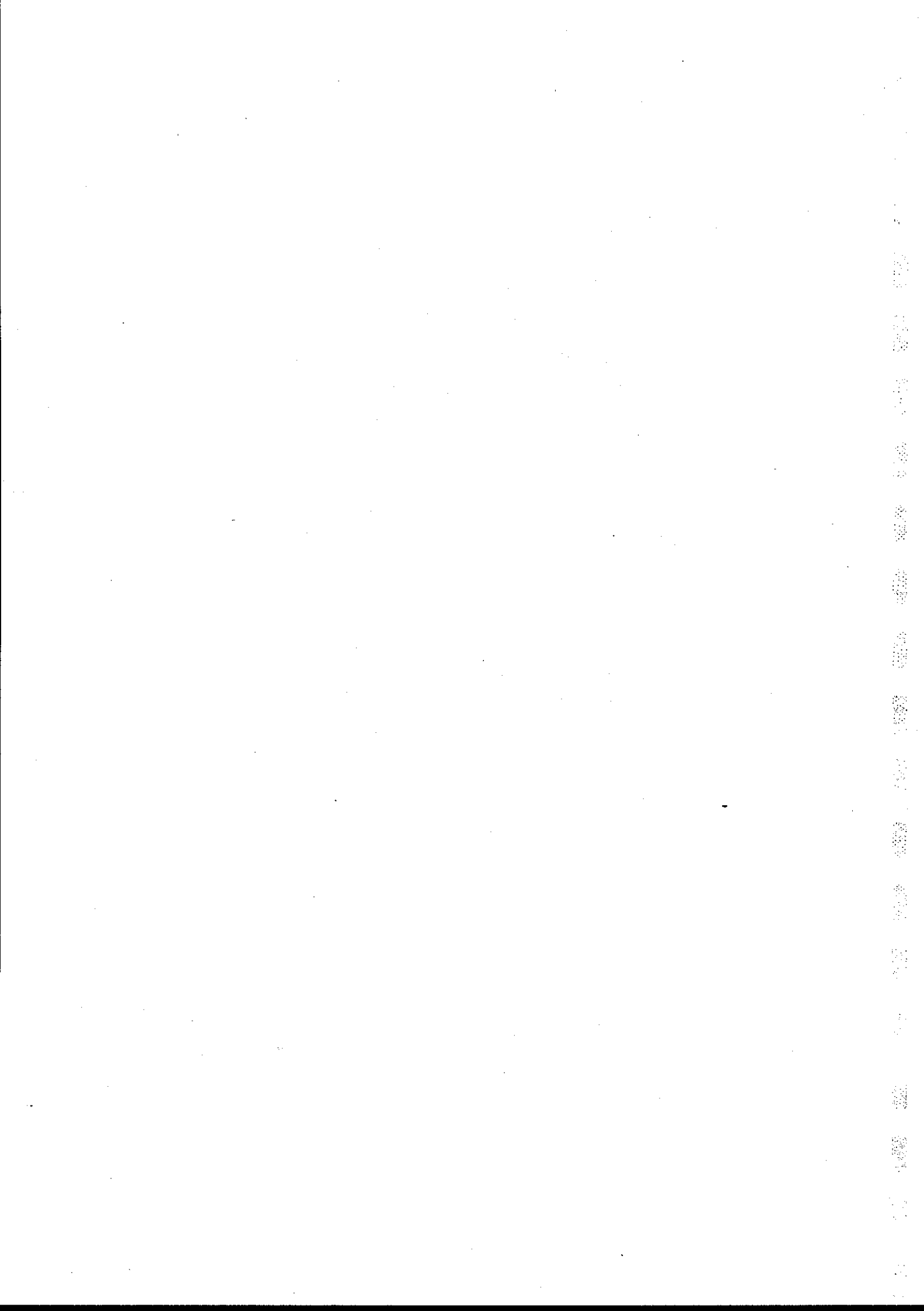
La disciplina e la vigilanza delle conglomerate finanziarie che comprendono banche, assicurazioni e società d'intermediazione mobiliare hanno fatto oggetto di esame, specie con riferimento alla vigilanza prudenziale delle conglomerate stesse. I problemi che sorgono sono connessi alla differenziazione su base funzionale, alla dislocazione geografica delle Autorità di controllo ed alla eterogeneità dei diversi modelli di vigilanza (*lead regulator, college of regulators*) adottati nei vari ordinamenti. L'analisi, che si prefigge di addivenire ad una migliore regolamentazione e cooperazione fra Autorità di controllo, ha impegnato ed impegna tut-

tora i membri del Gruppo di Wilton Park, in vista della prossima riunione annuale fissata per il 20-22 maggio 1992.

Il General Agreement on Tariffs and Trade-GATT

Nell'ambito dell'*Uruguay Round*, la Consob ha partecipato, con le amministrazioni competenti, ai lavori relativi alla proposta di annesso finanziario all'Accordo di liberalizzazione dei servizi.

Tale annesso si prefigge di estendere la clausola della nazione più favorita, l'applicazione del trattamento nazionale alle società ed ai cittadini dei paesi aderenti al GATT e di liberalizzare le offerte transfrontaliere dei servizi di consulenza e di diffusione dei dati.



CAPITOLO IX

LE STRUTTURE E L'AMMINISTRAZIONE DELLA CONSOB

1. L'informativa afferente il personale

L'evoluzione del mercato mobiliare nazionale, l'estendersi del fenomeno dell'innovazione finanziaria ed i conseguenti interventi legislativi riguardanti la materia dei valori mobiliari hanno nel corso del tempo accresciuto i compiti di controllo della Consob.

Tali nuove attribuzioni hanno evidenziato la già segnalata inadeguatezza dell'organico, imponendo una immediata e sostanziale ristrutturazione nell'assetto organizzativo dell'Istituto ed il relativo incremento delle risorse, per assicurare lo svolgimento degli ulteriori compiti di vigilanza e di controllo.

Con diversi provvedimenti legislativi (legge 1° agosto 1986, n. 430, e legge 23 giugno 1988, n. 230) si era già fatto parzialmente fronte alle predette carenze, aumentando il numero della dotazione organica del personale di ruolo prima di quindici unità e successivamente di sessantacinque unità, nonché con la possibilità di stipulare ulteriori venticinque contratti a tempo determinato oltre ai cinquanta previsti dalla normativa precedente.

L'entrata in vigore della legge 2 gennaio 1991, n. 1, concernente «Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari» e della legge 17 maggio 1991, n. 157, recante «Norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari e alla Commissione nazionale per le società e la borsa», cui si è di recente aggiunta la «Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli», hanno attribuito nuove e rilevanti competenze ampliando la sfera dei compiti istituzionali già attribuiti a questa Commissione:

Con la legge 2 gennaio 1991, n. 1, è stata infatti attribuita formalmente alla Consob la vigilanza circa gli aspetti di trasparenza e di correttezza di comportamento dei vari soggetti che svolgono attività di intermediazione mobiliare: SIM, banche, società fiduciarie, società commissionarie. Le esperienze ricavate dalle modalità di svolgimento di analoghe attività di controllo all'estero e, nel nostro paese, da istituzioni similari, forniscono chiara evidenza della necessità di un sostanziale incremento delle risorse umane assegnate alla Commissione.

La sovraindicata vigilanza sui soggetti che svolgono attività di intermediazione mobiliare non ha rappresentato, peraltro, l'unica attribuzione di nuovi compiti: infatti le citate leggi emanate nel 1991 hanno attribuito nuove competenze in materia di organizzazione, di disciplina e di controllo del funzionamento dei mercati di valori mobiliari, nonché in materia di verifica delle violazioni delle norme disciplinanti l'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari.

In previsione delle nuove attribuzioni e competenze cui si è fatto cenno, è stata necessaria una ulteriore richiesta di adeguamento della struttura dell'organico della Consob. Necessità che, rappresentata fin dal luglio 1990 e recepita dal legislatore, ha portato ad un aumento dell'attuale dotazione dell'organico di centottantacinque unità, di cui centotrentacinque a ruolo e cinquanta con contratto subordinato a tempo determinato.

Il predetto ampliamento di organico, indispensabile a realizzare i previsti adempimenti e le connesse attività di supporto, comporterà la revisione dell'attuale struttura organizzativa.

* * *

Alla data del 31 dicembre 1991 il personale in servizio presso la Commissione ammontava a duecentoquarantatré unità di cui:

- centosettantuno dipendenti inquadrati in ruolo (su un organico complessivo stabilito per legge in duecentoquindici unità) così suddivisi per carriere: ottantotto appartenenti alla carriera direttiva, sessantasette alla carriera operativa e sedici alla carriera dei servizi generali;
- 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;
- settantadue dipendenti assunti con contratti di lavoro subordinato a tempo determinato stipulati ai sensi dell'art. 2 della citata legge n. 281 del 1985, come modificato dalla legge 23 giugno 1988, n. 230.

In relazione alla struttura organizzativa realizzata nel corso dell'anno 1990 il personale risultava così assegnato:

- Uffici coordinati nell'ambito dell'Area Borsa:
 - Ufficio coordinamento e controllo degli intermediari: trenta unità, di cui dieci con l'incarico di commissario di borsa
 - Ufficio quotazioni: sette unità
 - Ufficio tecniche operative: tre unità
 - Ufficio analisi del mercato: cinque unità
 - Ufficio andamento titoli: quattro unità
- Uffici coordinati nell'ambito dell'Area Società:
 - Ufficio coordinamento e problemi di carattere generale: quattordici unità
 - Ufficio informazione societaria: diciotto unità
 - Ufficio sollecitazione del pubblico risparmio: dodici unità
 - Ufficio società di revisione: sette unità
- Uffici coordinati nell'ambito dell'Area Studi Giuridici ed Economici:
 - Ufficio coordinamento: cinque unità
 - Ufficio consulenza legale e studi giuridici: otto unità
 - Ufficio studi economici: cinque unità
 - Ufficio materie comunitarie e relazioni internazionali: tre unità
- Uffici di supporto:
 - affari generali: dieci unità
 - segretariato generale della Commissione: ventisette unità
 - amministrativo: trenta unità
 - elaborazione dati: venti unità
 - rapporti con la stampa: due unità
 - gestione del personale: quattordici unità
- Sede secondaria operativa di Milano: diciannove unità

* * *

Nel corso dell'anno 1991 sono stati espletati i seguenti concorsi pubblici per titoli ed esami:

- due posti di condirettore in prova nella carriera direttiva superiore; è stato immesso nelle funzioni il primo dei candidati risultati vincitori;
- dieci posti di funzionario di 2° in prova nella carriera direttiva;

- due posti di funzionario di 2° in prova nella carriera direttiva - profilo professionale di commissario di borsa; è stato immesso nelle funzioni l'unico candidato risultato vincitore;
- un posto di assistente in prova, con mansioni di sistemista, nella carriera operativa; è stato immesso nelle funzioni il candidato risultato vincitore;
- tre posti di vice assistente in prova nella carriera operativa; sono stati immessi nelle funzioni i tre candidati risultati vincitori e un candidato idoneo;
- un posto di vice assistente in prova, con mansioni di centralinista telefonico, nella carriera operativa, riservato ai non vedenti; è stato immesso nelle funzioni il candidato risultato vincitore.

Sono stati inoltre banditi i seguenti concorsi pubblici, per titoli ed esami, il cui espletamento alla data del 31 dicembre non era ancora ultimato:

- un posto di assistente in prova, con mansioni di programmatore, nella carriera operativa;
- tre posti di vice assistente in prova nella carriera operativa.

Sono stati poi espletati i seguenti concorsi interni:

- tre posti di funzionario di 1° nella carriera direttiva; sono stati immessi nelle funzioni i tre candidati risultati vincitori;
- un posto di vice assistente in prova nella carriera operativa, riservato ai dipendenti della carriera dei servizi generali.

* * *

Nel corso dell'anno sono stati, altresì, stipulati quattordici contratti di lavoro subordinato a tempo determinato e sono cessati dal servizio:

- tre dipendenti per collocamento a riposo d'ufficio
- otto dipendenti, quattro dei quali di ruolo, per dimissioni volontarie
- due dipendenti per scadenza del contratto
- quattordici dipendenti per passaggio nel ruolo del personale.

* * *

Nel corso dell'anno 1991 l'attività di formazione ha visto la partecipazione di centoventi dipendenti rispettivamente a novantasette corsi di aggiornamento in materie attinenti all'attività istituzionale della Consob e a novantasei corsi di formazione in materia informatica.

2. La gestione finanziaria

La gestione finanziaria dell'esercizio 1991, svolta sulla base del bilancio di previsione approvato dalla Commissione il 18 dicembre 1990, 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 1991 è stato pubblicato nel Bollettino della Consob.

Le entrate correnti sono ammontate a L. 63,05 miliardi di cui L. 42 miliardi provengono dallo stanziamento sul capitolo 4505 dello stato di previsione della spesa del Ministero del tesoro, L. 15,65 derivano dall'avanzo di amministrazione dell'esercizio 1990 trasferito tra le entrate dell'esercizio 1991 ai sensi dell'art. 10 del già citato Regolamento di amministrazione e contabilità della Consob e L. 5,40 miliardi costituiscono i versamenti effettuati dai soggetti che hanno richiesto l'iscrizione nell'Albo dei promotori di servizi finanziari.

A fronte di tali entrate sono stati eseguiti pagamenti in conto competenza ed assunti impegni da soddisfare per complessive L. 45,9 miliardi.

Gli oneri finanziari globali sostenuti nel corso dell'anno 1991, compresa la gestione dei residui passivi, sono ammontati a L. 42 miliardi così ripartiti:

- L. 30,7 miliardi, pari al 72,9%, per spese per il personale e per i componenti la Commissione;
- L. 8,3 miliardi, pari al 19,9%, per spese di gestione;
- L. 3,0 miliardi, pari al 7,2%, per l'acquisto di beni patrimoniali.

Di tale ultimo importo il 44,6%, pari al 3,2% degli oneri finanziari globali, riguarda l'acquisizione di macchinari relativi al sistema informativo.

L'economia realizzata dalla gestione in conto competenza e da quella in conto residui, pari a L. 18,3 miliardi, sarà trasferita all'esercizio 1992 ai sensi della suindicata disposizione regolamentare, per far fronte all'insufficiente stanziamento previsto nell'apposito capitolo del bilancio dello stato.

Come indicato nella relazione illustrativa del bilancio di previsione per l'esercizio 1992, pubblicato nel bollettino della Consob del mese di dicembre 1991, gli stanziamenti previsti dalla legge finanziaria per il 1992, per gli esercizi 1993 e 1994 (L. 40 miliardi per ciascun anno) risultano largamente insufficienti rispetto alle inderogabili esigenze di spesa valutate in non meno di L. 63 miliardi per gli esercizi di cui sopra come a suo tempo fatto presente al Ministero del tesoro.

Lo stanziamento di L. 20 e 30 miliardi previsto dalla legge 6 febbraio 1992, n. 66 per i suindicati esercizi 1993 e 1994, a fronte di un incremento dell'organico della Consob (ivi compreso il personale a contratto) di complessive 185 unità da effettuarsi entro il 1994, deve infatti, al fine di poter consentire alla Consob di svolgere adeguatamente la propria attività, ritenersi aggiuntivo e non sostitutivo degli ordinari stanziamenti richiesti anteriormente all'approvazione della suindicata legge 66/1992.

3. Il sistema informativo

Nel corso del 1991 lo sviluppo del sistema informativo, in termini di realizzazione di nuove procedure informatiche, è stato sensibilmente influenzato sia dalle note disposizioni legislative che hanno regolamentato le SIM sia dall'avvio del sistema telematico di borsa.

Poiché i regolamenti relativi agli intermediari mobiliari hanno previsto la raccolta e l'invio alla Consob di dati inerenti alle attività svolte, qualitativamente diversificati e quantitativamente numerosi, sono state avviate le necessarie iniziative tese alla realizzazione di sistemi automatici per la ricezione e l'elaborazione dei dati stessi.

In particolare, per facilitare l'adempimento agli obblighi di legge, sono state definite le specifiche tecniche ed approntate procedure per permettere la digitazione dei dati su *personal computer*; l'attività è stata svolta di concerto con la Banca d'Italia, allo scopo di non differenziare, per quanto possibile, le modalità di comportamento degli intermediari nel fornire i dati ai due distinti organismi di vigilanza.

Sono state inoltre avviate le realizzazioni di procedure inerenti ai promotori finanziari da iscrivere al relativo Albo di nuova costituzione.

Ad un rilevante sforzo di analisi e sviluppo di programmi si è associata la messa a punto di una serie di strumenti tecnici avanzati finalizzati al monitoraggio del mercato di borsa, con particolare riferimento alla borsa telematica avviata durante l'autunno.

Tali strumenti, che derivano da approfondita analisi e realizzazioni prototipali promosse a suo tempo dalla Commissione, impiegano anche sistemi cosiddetti «esperti», i quali forniscono agli uffici segnalazioni immediate al verificarsi di fenomeni rilevanti, sia sul fronte delle contrattazioni di borsa sia su quello delle notizie riguardanti il mercato, grazie alla disponibilità di dati che pervengono in tempo reale attraverso collegamenti telematici.

L'insieme delle procedure utilizzate dagli uffici che controllano il mercato di borsa consente la disponibilità di un'ampia base informativa e permette di far fronte agli impegni istituzionali pur con un limitato numero di risorse.

L'intero progetto *software* prosegue la propria evoluzione con la realizzazione di nuove funzioni, parallelamente al rapido modernizzarsi dei mercati mobiliari ed alla crescita delle esigenze di controllo.

Nel 1991 la Commissione ha altresì stabilito di dare inizio ad una fase di analisi, tuttora in corso, delle caratteristiche funzionali della cosiddetta «automazione d'ufficio», approvando la proposta di rinnovare l'intero ambiente operativo con l'adozione di interfacce grafiche avanzate che consentono minor tecnicismo nell'operare e migliore comprensibilità dei sistemi.

Tale tipologia di strumenti, terminato lo stadio delle sperimentazioni prototipali, è stata adottata per il progetto di controllo della borsa, ed ha posto in luce rilevanti vantaggi in termini di facilità d'uso, sintesi grafica, chiarezza espositiva e contemporaneità di operazioni.

Gli sviluppi innovativi sono stati resi possibili dalla architettura del sistema informatico della Consob, che è contraddistinta dalla distribuzione delle applicazioni e dei dati su più elaboratori nel pieno rispetto degli *standards* dei cosiddetti «sistemi aperti», adottati dalla CEE ed indicati dalla Presidenza del consiglio dei ministri, Dipartimento della funzione pubblica, come punto di riferimento per l'intera pubblica amministrazione.

Evoluzione dell'hardware

Sul fronte delle apparecchiature costituenti l'*hardware* centrale non vi sono state nuove acquisizioni di rilievo nel corso del 1991. La sostituzione dei primi minielaboratori acquistati con nuovi modelli ha permesso una maggiore interoperabilità tra l'elaboratore centrale e i minielaboratori stessi.

La configurazione attuale ha consentito di ottenere un elevato utilizzo delle risorse in termini di rapporto costi/prestazioni e un margine operativo più ampio ai fini della continuità di funzionamento; non è stato pertanto necessario procedere al potenziamento dell'elaboratore centrale, ipotizzato invece nel corso dell'anno 1990.

È stata acquistata un'unità con cartucce magnetiche a caricamento automatico che ha consentito di ridurre i tempi di intervento dell'operatore e di concentrare nelle ore notturne le fasi di salvataggio degli archivi.

Per potenziare le stazioni di lavoro locali sono state acquistate nuove stampanti a tecnologia laser; inoltre, ogni stazione è stata connessa alla rete utilizzando cablaggi in grado di adattarsi meglio alla topologia dei locali superando i limiti fisici del cablaggio originario.

Software di sistema e gestionale

È proseguito l'utilizzo del sistema operativo UNIX e, per la tenuta degli archivi dati, del *database* relazionale; si è provveduto a tenere allineate, seguendone le naturali evoluzioni, le versioni nei vari ambienti operativi.

Il maggior livello di integrazione tra l'elaboratore centrale e i minielaboratori ha consentito la condivisione trasparente delle risorse, distribuite nel modo più opportuno all'interno della rete. Al momento attuale l'elaboratore centrale ed i minielaboratori possono pertanto essere visti come un'unica risorsa. Da un punto di vista gestionale questa configurazione garantisce un maggiore interscambio tra le macchine sia per quanto concerne le normali elaborazioni sia per le fasi di salvataggio e di ripristino a seguito di un guasto. Per ottimizzare la gestione dei sistemi distribuiti e rendere trasparenti tutte le fasi operative, sono stati predisposti programmi di controllo e sono stati stabiliti nuovi *standards* organizzativi.

La crescita, rispetto all'anno precedente, della base dati (incremento del 15%), dell'utilizzo di applicazioni (+20%) e del numero degli utenti mediamente in rete locale (+37%) ha indotto a concentrare energie sugli aspetti dell'ottimizzazione e del controllo delle prestazioni. Il lavoro di studio e di analisi ha portato alla realizzazione di programmi che, ponendo in luce il consumo di ogni singola risorsa di sistema da parte delle applicazioni, permettono di ottimizzare la distribuzione dei processi elaborativi.

La crescita del numero di utenti del sistema informativo, unitamente alla necessità di ricorrere a risorse esterne, hanno indotto a rafforzare gli *standards* gestionali, ad aumentare i livelli di sicurezza e di riservatezza (relativamente agli accessi agli ambienti operativi, alle

procedure e ai dati) e ad attivare programmi di controllo che segnalano eventuali situazioni di degrado. In questi settori sono state ampliate le procedure automatiche già esistenti e ne sono state progettate di nuove utilizzando anche tecniche di intelligenza artificiale.

L'uso di stazioni di lavoro di alta potenza, introdotte l'anno precedente, in sinergia con la necessità di controlli contemporanei, ha portato ad esplorare nuove tecniche di progettazione *software* in grado di fornire da un lato strumenti di alta produttività e dall'altro procedure più versatili e vicine al modo naturale di lavorare dell'utente.

Sono state sperimentate le prime architetture *client-server* per associare ad ogni macchina una funzione specifica *server* e sfruttare in modalità collaborative tutte le risorse esistenti. La sperimentazione ha riguardato i settori della base dati e, più incisivamente, degli ambienti grafici avanzati; attualmente queste modalità operative vengono impiegate per alcune applicazioni che utilizzano la base dati con interfaccia grafica.

Software locale e problematiche di supporto all'utenza

L'ampliamento del parco macchine destinato agli utenti e le esigenze di elaborazioni locali di ausilio al lavoro del singolo dipendente hanno indotto a definire prassi organizzative ed operative nell'installazione dei *personal computers*. A tal proposito si è stabilita una dotazione *standard* per ogni stazione locale composta da strumenti di automazione d'ufficio quali: creazione documenti, archiviazione documenti, ricerche semantiche sui documenti, ricerche su collezioni pubbliche di documenti, agenda, gestione delle biblioteche della Consob e *software* per il collegamento in rete locale. Come dotazione aggiuntiva sono disponibili all'utente specifici prodotti programma: una base dati (identica a quella presente negli ambienti centrali), un foglio elettronico ed un prodotto di grafica; tutti questi prodotti sono tra loro integrati e possono operare in sinergia. Sono stati sperimentati programmi per videoscrittura di nuova generazione in grado di fornire: forme *standard* per tipologie di documenti, un'integrazione con *files* esterni e un'interfaccia grafica. Quest'ultima favorisce l'utilizzo ottimale dei prodotti informatici poiché evidenzia attraverso menù tutte le possibilità del prodotto specifico e l'utente deve scegliere e selezionare piuttosto che ricordare e scrivere come avviene, invece, con le interfacce di tipo tradizionale.

È stato istituito un servizio di assistenza agli utenti con lo scopo di raccogliere tutti i malfunzionamenti o le problematiche che si presentano localmente durante l'utilizzo del sistema informatico. Il servizio, raggiungibile attraverso un numero telefonico, si avvale di un registro elettronico nel quale vengono registrate le richieste di assistenza; gli addetti al servizio hanno cura di attivare le competenze più idonee a risolvere i problemi e di annotarne l'avvenuta risoluzione, in maniera sia di lasciare in evidenza i problemi irrisolti, sia di costituire un archivio storico dei malfunzionamenti utilizzabile per esami successivi ed interventi correttivi.

Durante il corso dell'anno, a seguito dei lavori di bonifica dello stabile di via Isonzo e dei conseguenti spostamenti di personale, si è provveduto ad installare diverse tratte di rete locale nello stabile di via Belisario, utilizzato come provvisoria sede decentrata per gli uffici ivi trasferiti; ciò ha consentito, sia pure in una situazione di leggero degrado delle prestazioni, la continuità di accesso al sistema informativo istituzionale.

Software applicativo

Il 1991 è stato, sotto il profilo della progettazione e dello sviluppo applicativo, l'anno della graduale introduzione di nuove tecnologie.

Sono state infatti adottate in via sperimentale tecniche di progettazione orientate alla definizione degli attributi, delle interdipendenze gerarchiche, degli automatismi caratteristici delle classi di «oggetti» presenti nel contesto aziendale (metodologia cosiddetta *object oriented*), ampliando l'orizzonte tradizionalmente limitato alla definizione degli aspetti procedurali relativi alle specifiche problematiche di informatizzazione.

Nello stesso periodo sono state introdotte anche tecnologie innovative di «intelligenza artificiale», finalizzate alla creazione di «sistemi esperti» in grado di controllare le variazioni nel tempo di alcune entità significative e di fornire rapidamente un adeguato supporto decisionale all'operatore umano.

Le nuove tecnologie hanno trovato impiego principalmente nella realizzazione del progetto per il «controllo del mercato di borsa» (sia alle grida che ad asta continua).

La maggior parte delle funzionalità previste nel progetto per il «controllo del mercato di borsa» sono state realizzate ed hanno già una dimensione operativa. L'analisi dei risultati prodotti fornisce fin d'ora indicazioni positive sulle tecnologie e sulle metodologie adottate.

Un altro fronte innovativo e di grande importanza per la realtà operativa della Consob è stato aperto nel corso del 1991 dalla definizione dei requisiti funzionali ed architetture di un sistema per la automazione di ufficio basato sull'utilizzo di queste nuove tecnologie, opportunamente combinate tra di loro, in modo da generare la massima sinergia funzionale ed il massimo grado di libertà architetture.

Tale attività ha successivamente trovato il naturale prosieguo in uno studio dettagliato finalizzato alla realizzazione del sistema stesso.

Sul fronte degli strumenti di ausilio alla progettazione è stato avviato un progetto per la «generazione automatica di documentazione della base dati». Questo progetto, che si è concretizzato al momento esclusivamente nell'aspetto prototipale e che necessita ancora di ulteriori approfondimenti, si è rivelato finora adeguato per il conseguimento degli obiettivi prefissati.

Durante il periodo in esame, sul fronte della standardizzazione dei rapporti interni ed esterni, sono state codificate e consolidate alcune delle modalità di collaborazione ed interscambio attualmente in atto tra il personale dell'Ufficio elaborazione dati ed il personale tecnico delle società consulenti.

Le procedure elettroniche

All'inizio del 1991 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 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;
- 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.

Nel corso del 1991, oltre ad ampliamenti per alcune delle citate procedure, hanno avuto inizio le attività per lo sviluppo o sono state rese operative le seguenti:

- a) - revisione e potenziamento della procedura per la gestione automatizzata delle pratiche degli uffici della Consob e per l'archiviazione definitiva dei fascicoli;
 - sviluppo di nuovi strumenti gestionali per l'Ufficio elaborazione dati;
 - gestione ed interrogazione, con tecniche di ricerca semantica, delle collezioni pubbliche di documenti prodotti da uffici della Consob (in particolare, ordini di servizio);
 - procedura per l'acquisizione dei dati di *auditing* sulle procedure informatiche sviluppate (tale procedura, ancorché disponibile nel corso dell'anno, non è stata ancora utilizzata per motivi contingenti);
 - revisione delle procedure automatizzate per la gestione delle abilitazioni degli utenti dei sistemi informativi;
 - centralizzazione ed automazione delle informazioni di sintesi sui prospetti informativi depositati in Consob dalle società che sollecitano il pubblico risparmio;
 - classificazione dei prospetti informativi di cui sopra finalizzata all'elaborazione di statistiche da parte dell'Area studi giuridici ed economici;
 - gestione delle informazioni contabili relative ai versamenti dei promotori di servizi finanziari iscritti all'Albo della Consob;
 - procedura per la distribuzione ed il controllo di *software* su *personal computer*;
 - prototipo per la creazione ed il mantenimento della documentazione della base dati istituzionale della Consob con l'ausilio di strumenti elettronici;
- b) - procedura per l'acquisizione da supporto magnetico, il controllo ed 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;

- revisione e standardizzazione della procedura per la gestione delle informazioni relative alle operazioni di anticipazione su titoli quotati;
- istituzione dell'Albo elettronico dei promotori di servizi finanziari;
- istituzione dell'Albo elettronico delle società di intermediazione mobiliare;
- gestione delle informazioni relative ai dipendenti non direttivi degli agenti di cambio;
- acquisizione delle informazioni relative alle cosiddette «vendite allo scoperto»;
- realizzazione della procedura per l'acquisizione e per la produzione di elaborati statistici relativi alle domande di iscrizione all'Albo delle società di intermediazione mobiliare;
- revisione della procedura per l'acquisizione delle informazioni inviate semestralmente alla Consob dalle società che effettuano il collocamento «porta a porta» di prodotti e servizi finanziari (cosiddette «reti di vendita»);
- potenziamento della procedura per la gestione delle informazioni relative ai possessi azionari in società quotate secondo il nuovo modello (art. 5 della legge 216/1974);
- storicizzazione della nuova Anagrafe Titoli;
- progetto di revisione architetture della Anagrafe dei soggetti controllati e delle funzionalità basate sulla stessa;
- procedura per la ricezione, il controllo e l'acquisizione dei dati patrimoniali inviati periodicamente dalle SIM (società di intermediazione mobiliare) agli enti di controllo preposti (Consob e Banca d'Italia) secondo quanto stabilito dalla legge 1/1991 e successivi provvedimenti attuativi (disposizioni contenute nel bollettino della Consob, edizione speciale n. 3/91).

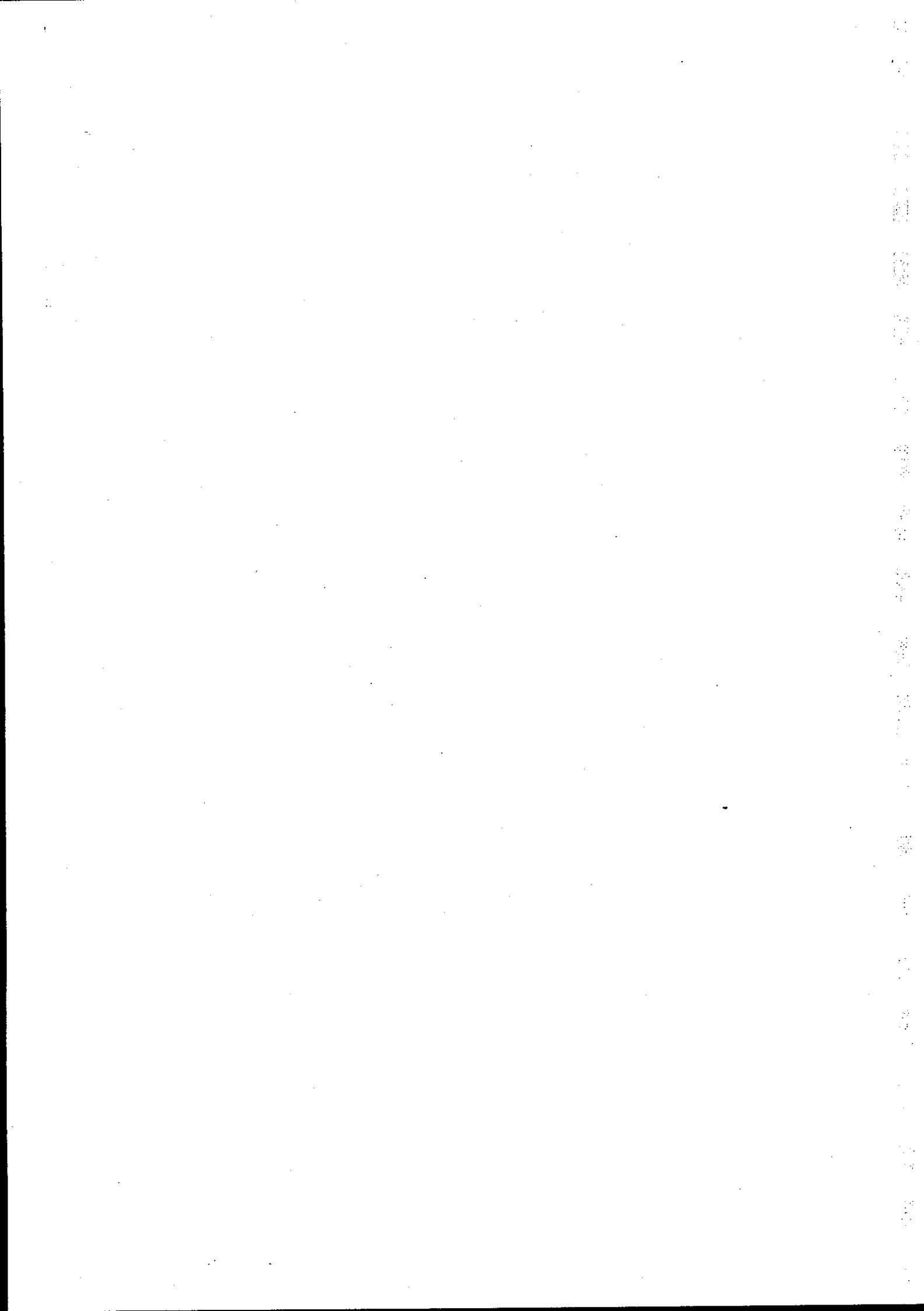
DATI RELATIVI ALLA PRODUZIONE DEL SOFTWARE APPLICATIVO
(Progetti iniziati o completati nel 1991)

Aree ed uffici utenti	N. Progetti
Area borsa	8
Area società	4
Area studi giuridici ed economici	2
Altri	10
<i>Totale</i>	24

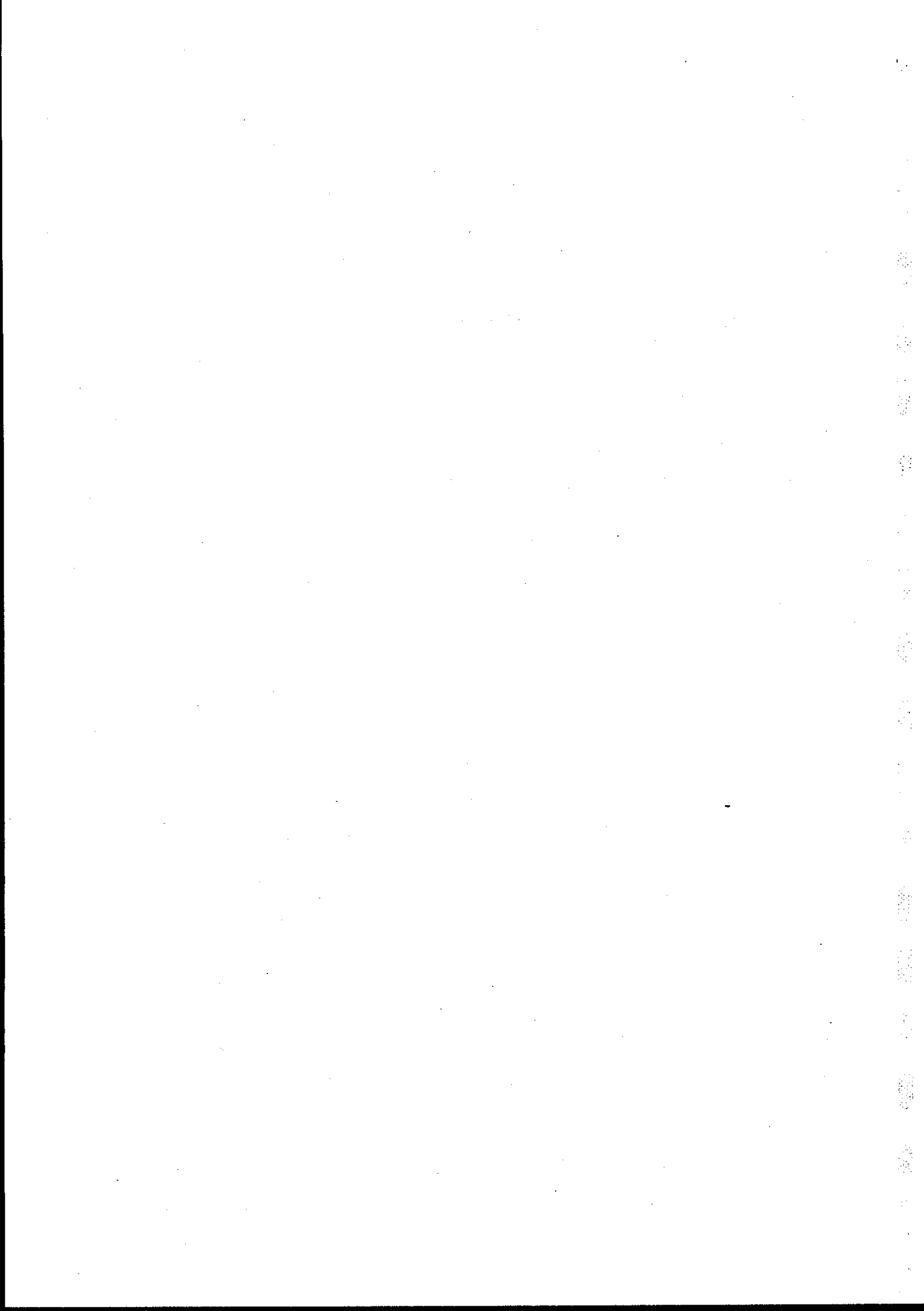
(Programmi realizzati ed aggiornati nel 1991)

Settori sviluppo	Programmi Realizzati	Ore Sviluppo	Programmi Aggiornati	Ore Variazione
Ufficio elaborazione dati	534	2099	122	466
Società consulenti	340	3155		
<i>Totale</i>	874	5254	122	466

N. B. I programmi in attività al 31.12.1991 sono 3500. I dati relativi agli aggiornamenti di programmi si riferiscono al periodo luglio-dicembre 1991.



D-APPENDICE



APPENDICE

Le borse internazionali

- a1 Andamento delle borse internazionali.
- a2 Capitalizzazione delle borse internazionali.
- a3 Scambi presso le borse internazionali.

Il mercato azionario italiano

- a4 Borsa valori di Milano: principali indicatori.
- a5 Scambi azionari complessivi presso le borse italiane.
- a6 Borsa valori di Milano: scambi azionari.
- a7 Borsa valori di Milano: indici azionari.
- a8 Borsa valori di Milano: indice MIB storico.
- a9 Titoli azionari quotati sul listino ufficiale.
- a10 Borsa valori di Milano - Listino ufficiale: scambi di warrant.
- a11 Borsa valori di Milano - Listino ufficiale: scambi di diritti.
- a12 Azioni di risparmio con *performance* migliore delle rispettive azioni ordinarie.
- a13 Borsa valori di Milano: composizione del listino ufficiale secondo la frequenza di contrattazione.
- a14 Borsa valori di Milano: composizione del listino ufficiale per classi di controvalore scambiato.
- a15 Borsa valori di Milano: contratti a premio.
- a16 Borsa valori di Milano: riporti su titoli azionari quotati.
- a17 Borsa valori di Milano: titoli azionari quotati costituiti in garanzia.
- a18 Borsa valori di Milano: riporti e titoli azionari in garanzia (dettaglio del 1991).

Il mercato ristretto

- a19 Mercati ristretti - Scambi azionari.
- a20 Mercati ristretti - Scambi azionari (dettaglio mensile).
- a21 Mercato ristretto di Milano: principali indicatori.
- a22 Mercato ristretto di Milano: scambi azionari.
- a23 Titoli negoziati nei mercati ristretti: dati riassuntivi 1991.
- a24 Titoli negoziati nei mercati ristretti - Scambi nel 1991.

Gli intermediari mobiliari

- a25 Società di Intermediazione Mobiliare abilitate.

Gli investitori istituzionali

- a26 Fondi comuni di investimento italiani: evoluzione di numero e patrimonio netto.
- a27 Fondi comuni di investimento italiani: evoluzione delle sottoscrizioni.
- a28 Fondi comuni di investimento italiani: acquisti netti di azioni e titoli di stato.
- a29 Investitori istituzionali - Portafoglio azioni italiane.
- a30 Portafoglio titoli degli investitori istituzionali.

Le società quotate e la sollecitazione del pubblico risparmio

- a31 Operazioni sul capitale deliberate nel 1991 da società con azioni quotate in borsa (elenco generale).
- a32 Operazioni sul capitale deliberate nel 1991 da società con azioni quotate in borsa (dati riassuntivi).
- a33 Emissioni di obbligazioni deliberate nel 1991.
- a34 Emissioni di azioni di risparmio deliberate nel 1991 da società quotate.
- a35 Emissioni di azioni di risparmio deliberate da società quotate dal 1982 al 1991.
- a36 Operazioni sul capitale eseguite nel 1991 da società con azioni quotate in borsa (elenco generale).
- a37 Operazioni sul capitale eseguite nel 1991 da società con azioni quotate in borsa (dati riassuntivi).
- a38 Operazioni sul capitale eseguite nel 1991 da società con azioni quotate in borsa dal 1985 al 1991.
- a39 Emissioni di obbligazioni deliberate nel 1991 da società quotate in borsa.
- a40 Operazioni di fusione deliberate nel 1991 da società quotate.
- a41 Deliberazioni dell'assemblea straordinaria 1991 concernenti la modifica della denominazione sociale.
- a42 Deliberazioni dell'assemblea straordinaria 1991 concernenti l'oggetto sociale.

Il collocamento di valori mobiliari

- a43 Collocamento di valori mobiliari - Classificazione secondo la tipologia dei titoli.
- a44 Collocamento di azioni quotate - Classificazione secondo la tipologia.
- a45 Collocamento di azioni quotate nel 1991 - Classificazione secondo la tipologia.

Le società di revisione

- a46 Albo speciale delle società di revisione al 31.12.1991.
- a47 Quadro degli incarichi di revisione e certificazione per società quotate.
- a48 Quadro degli incarichi di revisione e certificazione per società che intendono richiedere l'ammissione in borsa.
- a49 Quadro degli incarichi di revisione e certificazione per società editoriali.
- a50 Quadro degli incarichi di revisione e certificazione per società che sollecitano il pubblico risparmio.
- a51 Quadro degli incarichi di revisione e certificazione per società che intendono procedere ad operazioni di sollecitazione.
- a52 Quadro degli incarichi di revisione e certificazione per società di intermediazione mobiliare.
- a53 Designazione di incarichi di revisione effettuate dalla Consob nel 1991.
- a54 Prospetto riepilogativo degli esami di idoneità.

TAVOLA al

ANDAMENTO DELLE BORSE INTERNAZIONALI
(variazione percentuale annua)

	INDICI	1990	1991
AMSTERDAM	CBS All Share	-17,01	13,73
ATENE	Composite Share Index	102,86	-13,12
BRUXELLES	Brussels Price Index	-25,70	6,65
COPENHAGEN	Copenhagen SE	-13,33	11,99
DUBLINO	ISEQ Overall	-31,94	14,85
FRANCOFORTE	DAX	-21,90	12,86
LISBONA	BVL	-32,95	-2,30
LONDRA	Financial Times All	-14,31	15,06
LUSSEMBURGO	Luxembourg Price Index	-15,66	3,25
MADRID	IGBM	-24,78	10,30
MILANO	MIB Storico	-25,06	-2,21
PARIGI	CAC Général	-25,40	15,40
NEW YORK (NYSE)	Standard & Poor's 500	-6,56	26,31
TOKIO	Topix	-39,83	-1,10
TORONTO	Toronto Composite	-17,96	7,85
INDICI MONDIALI	Morgan Stanley (\$)	-18,65	15,58
	Financial Times (\$)	-19,25	16,53
	Financial Times (valuta locale)	-23,58	14,44

Elaborazioni CONSOB su dati delle singole borse valori.

CAPITALIZZAZIONE DELLE BORSE INTERNAZIONALI
(dati in miliardi di ECU)

	CAPITALIZZAZIONE		% PIL		% MONDIALE	
	1990	1991	1990	1991	1990	1991
AMSTERDAM	108,4	126,7	49,7	55,1	1,8	1,7
ATENE	11,4	10,0	21,8	17,9	0,2	0,1
BRUXELLES	47,9	53,3	30,9	32,6	0,8	0,7
COPENHAGEN	31,2	33,5	30,3	31,4	0,5	0,5
DUBLINO	7,6	9,5	22,7	27,2	0,1	0,1
FRANCOFORTE	249,4	265,9	21,3	21,0	4,0	3,6
LISBONA	7,5	6,7	16,3	12,2	0,1	0,1
LONDRA	633,6	750,2	82,2	91,9	10,2	10,2
LUSSEMBURGO	7,7	8,4	111,6	115,1	-	0,1
MADRID	90,3	110,7	23,3	26,0	1,5	1,5
MILANO	108,7	115,7	12,7	12,6	1,8	1,6
PARIGI	225,1	268,0	24,0	27,7	3,6	3,6
NEW YORK (NYSE)	1962,5	2671,1	46,1	61,2	31,7	37,6
TOKIO	2069,2	2238,0	89,3	82,1	33,4	30,4
TORONTO	177,4	190,0	39,0	39,2	2,9	2,6

TAVOLA a3

SCAMBI PRESSO LE BORSE INTERNAZIONALI

	CONTOVALORE (miliardi di ECU)		RAPPORTO DI TURNOVER ⁽¹⁾ (%)	AZIONI ESTERE (% del totale)	
	1990	1991	1991	1990	1991
AMSTERDAM	32,1	31,1	26,3	0,7	0,6
ATENE	3,0	1,9	17,8	—	—
BRUXELLES	7,5	6,9	10,3	29,3	24,8
COPENHAGEN	8,9	7,8	32,1	2,6	4,4
DUBLINO	2,2	2,2	25,7	—	—
FRANCOFORTE	273,6	218,3	84,7	3,8	2,2
LISBONA	0,9	0,9	12,7	—	—
LONDRA	395,7	458,2	37,1	44,1	44,0
LUSSEMBURGO	0,2	0,1	1,0	14,5	17,3
MADRID	28,4	28,6	28,6	0,2	0,2
MILANO	33,3	20,2	17,9	—	0,1
PARIGI	93,1	91,3	35,8	3,9	3,4
NEW YORK (NYSE)	958,0	1240,8	52,5	....	....
TOKIO	1027,3	668,8	30,9	1,1	0,5
TORONTO	40,1	48,3	13,1	....	....

(1) Rapporto percentuale tra controvalore degli scambi e capitalizzazione media relativi alle azioni nazionali.
Elaborazioni CONSOB su dati delle singole borse valori.

BORSA VALORI DI MILANO: PRINCIPALI INDICATORI
(dati in miliardi di lire correnti)

	SOCIETÀ QUOTATE (numero)	AZIONI QUOTATE (numero)	CAPITALIZ- ZAZIONE (miliardi di lire)	QUANTITÀ SCAMBIATE (numero in milioni)	CONTRO- VALORE (miliardi di lire)	RAPPORTO DI TURNOVER (%) (1)	AUMENTI DI CAPITALE (miliardi di lire)
1975	154	170	7426	1369	1119	15,1	230
1976	156	172	6994	1432	1092	15,1	470
1977	156	176	5371	1077	754	12,2	495
1978	148	174	8147	2298	1620	24,0	3252
1979	145	171	10339	3724	2875	31,1	604
1980	141	170	23451	5313	7343	43,5	3004
1981	141	175	28749	5596	12334	47,3	5240
1982	148	190	27299	2798	3770	13,5	2358
1983	150	196	35698	5570	5880	18,7	3297
1984	155	209	49793	5195	7143	16,7	5341
1985	161	225	98195	9750	26315	35,6	4035
1986	201	301	190472	11673	66661	46,2	14488
1987	225	336	140721	8489	41967	25,3	5277
1988	225	338	176827	10911	41269	26,0	3011
1989	235	348	215244	13659	53410	27,2	7356
1990	229	340	168135	15683	50700	26,4	9408
1991	231	342	177917	9982	31057	17,9	4854

(1) Rapporto percentuale tra controvalore degli scambi e capitalizzazione media.

Elaborazioni CONSOB su dati Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano, Listino Ufficiale della Borsa Valori di Milano, CED Borsa Milano.

TAVOLA a5

**SCAMBI AZIONARI COMPLESSIVI PRESSO LE BORSE ITALIANE
ANNO BORSISTICO 1991**

	SCAMBI AZIONARI SU PIAZZA			ORDINI ESEGUITI FUORI PIAZZA		
	QUANTITÀ (milioni)	CONTRO- VALORE (miliardi di lire)	QUOTA % SUL TOTALE	QUANTITÀ (milioni)	CONTRO- VALORE (miliardi di lire)	QUOTA % SUL TOTALE
BOLOGNA	—	—	—	16,095	52,756	0,8
FIRENZE	....	....	....	....	....	....
GENOVA	10,200	20,533	0,1	358,112	727,634	11,7
MILANO	10126,300	31249,062	98,9	—	—	—
NAPOLI	0,020	0,120	0,0	115,228	375,103	6,0
PALERMO	—	—	—	6,266	19,889	0,3
ROMA	14,955	69,252	0,2	845,564	2561,871	41,2
TORINO	60,106	217,662	0,7	804,102	2306,934	37,1
TRIESTE	11,957	42,960	0,1	26,223	64,293	1,0
VENEZIA	3,112	4,101	0,0	31,934	110,152	1,8
TOTALE	10226,650	31603,690	100,0	2203,52	6218,63	100,0

Elaborazioni CONSOB.

BORSA VALORI DI MILANO – SCAMBI AZIONARI
(dati in miliardi di lire correnti)

	ANNO 1990			ANNO 1991		
	QUANTITÀ	CONTROVALORE		QUANTITÀ	CONTROVALORE	
	Millioni	Miliardi di lire	%	Millioni	Miliardi di lire	%
GENNAIO	1258,524	5306,912	10,47%	826,724	2171,873	6,99%
FEBBRAIO	1205,736	3594,250	7,09%	1269,802	3898,815	12,55%
MARZO	1698,393	3978,337	7,85%	1256,903	3769,356	12,14%
APRILE	1192,198	4263,889	8,41%	950,465	3087,231	9,94%
MAGGIO	1894,889	6546,730	12,91%	941,531	3419,756	11,01%
GIUGNO	1637,543	6392,899	12,61%	1021,107	3686,943	11,87%
LUGLIO	1288,047	5133,190	10,12%	670,348	2185,436	7,04%
AGOSTO	1631,082	5210,092	10,28%	589,386	1926,584	6,20%
SETTEMBRE	873,032	2661,340	5,25%	533,211	1656,127	5,33%
OTTOBRE	1111,598	3062,065	6,04%	668,728	1886,865	6,08%
NOVEMBRE	835,589	2048,532	4,04%	656,448	1781,176	5,74%
DICEMBRE	1056,396	2501,931	4,93%	605,758	1589,405	5,12%
TOTALE	15683,027	50700,166	100,00%	9981,760	31057,321	100,00%

Elaborazioni CONSOB su dati Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano, CED Borsa Milano.

TAVOLA a7

BORSA VALORI DI MILANO: INDICI AZIONARI
(valori di fine anno e variazioni percentuali)

	MIB STORICO	COMIT	MEDIOBANCA	BNL	SOLE-24 ORE	ALETTI 25
1980	2436 (+ 122,1%)	172,16 (+ 108,8%)	69,80 (+ 80,0%)	293,1 (+ 78,5)	69,15 (+ 0,64%)	—
1981	2935 (+ 20,5%)	194,80 (+ 13,2%)	74,44 (+ 6,6%)	316,7 (+ 8,1)	70,20 (+ 1,5%)	—
1982	2521 (-14,1%)	165,92 (-14,8%)	66,11 (-11,2%)	290,7 (-8,2)	66,07 (-5,9%)	—
1983	2852 (+ 13,1%)	191,48 (+ 15,4%)	84,34 (+ 27,6%)	373,4 (+ 28,4)	84,24 (+ 27,5%)	—
1984	3417 (+ 19,8%)	230,30 (+ 20,3%)	97,52 (+ 15,6%)	434,6 (+ 16,4)	98,48 (+ 16,9%)	—
1985	6783 (+ 98,5%)	457,03 (+ 98,4%)	189,70 (+ 94,5%)	958,4 (+ 120,5)	211,52 (+ 114,8%)	—
1986	11122 (+ 64,0%)	722,77 (+ 58,1%)	323,10 (+ 70,3%)	1809,1 (+ 88,8)	389,96 (+ 84,4%)	—
1987	7560 (-32,8%)	488,00 (-32,5%)	225,59 (-30,2%)	1218,1 (-32,7)	260,61 (-33,2%)	....
1988	9169 (+ 21,3%)	589,72 (+ 20,8%)	280,65 (+ 24,4%)	1524,8 (+ 25,2)	332,25 (+ 27,5%)	.... (+ 31,13%)
1989	10684 (+ 16,5%)	687,44 (+ 16,6%)	307,67 (+ 9,6%)	1632,4 (+ 7,1)	356,07 (+ 7,2%)	.... (+ 11,54%)
1990	8007 (-25,1%)	516,57 (-24,9%)	215,02 (-30,1%)	1120,0 (-31,4%)	248,91 (-30,1%)	.... (-27,94%)
1991	7830 (-2,2%)	507,79 (-1,7%)	218,63 (+ 1,7%)	1169,7 (+ 4,4%)	259,09 (+ 4,1%)	.... (-3,76%)

Fonti: Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano, Banca Commerciale Italiana, Mediobanca, Banca Nazionale del Lavoro, Studio Alelli.

BORSA VALORI DI MILANO - INDICI MIB STORICO
(valori di fine anno e variazioni percentuali generali e settoriali)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
GENERALE	11122 (+64,0%)	7560 (-32,0%)	9169 (+21,3%)	10684 (+16,5%)	8007 (-25,1%)	7830 (-2,2%)
SETTORI:						
ALIM.-AGRIC.	5701 (+37,9%)	3903 (-31,5%)	5820 (+49,1%)	8300 (+42,6%)	7820 (-5,8%)	7366 (-5,8%)
ASSICURATIVE	35547 (+131,8%)	27658 (-22,2%)	31457 (+13,7%)	29528 (-6,1%)	22416 (-24,1%)	24381 (+8,8%)
BANCARIE	12023 (+32,9%)	8032 (-33,2%)	9530 (+18,7%)	13793 (+44,7%)	11687 (-15,3%)	10921 (-6,6%)
CART.-EDIT.	11727 (+104,1%)	11953 (+1,9%)	15950 (+33,4%)	24736 (+55,1%)	16158 (-34,7%)	16624 (+2,9%)
CEMENTO	10609 (+30,4%)	11606 (+9,4%)	14325 (+23,4%)	15198 (+6,1%)	13217 (-13,0%)	14971 (+13,3%)
CHIMICHE	3915 (+34,3%)	2349 (-40,0%)	3185 (+35,6%)	3716 (+16,7%)	2576 (-30,7%)	2327 (-9,7%)
COMMERCIO	7070 (+12,3%)	4695 (-33,6%)	6023 (+28,3%)	9571 (+58,9%)	7422 (-22,5%)	8499 (+14,5%)
COMUNICAZ.	3870 (+12,2%)	2733 (-29,4%)	3460 (+26,6%)	4224 (+22,1%)	3545 (-16,1%)	3658 (+3,2%)
ELETTRICHE	2664 (-21,0%)	1442 (-45,9%)	1669 (+15,7%)	2625 (+57,3%)	2318 (-11,7%)	2954 (+27,4%)
FINANZIARIE	4959 (+42,0%)	2977 (-40,0%)	3928 (+31,9%)	4983 (+26,9%)	3798 (-23,8%)	3482 (-8,3%)
IMMOBILIARI	5364 (+26,5%)	3579 (-33,3%)	4296 (+20,0%)	6586 (+53,3%)	6648 (+0,9%)	6019 (-9,5%)
MECCANICHE	32858 (+90,9%)	19789 (-39,8%)	23391 (+18,2%)	26338 (+12,6%)	14359 (-45,5%)	12733 (-11,3%)
MINER.-MET.	1466 (21,9%)	896 (-38,9%)	1411 (+57,5%)	1552 (+10,0%)	1264 (-18,6%)	1085 (-14,2%)
TESSILI	2514 (-7,1%)	1796 (-28,6%)	1947 (+8,4%)	1946 (-0,1%)	1709 (-12,2%)	1801 (+5,4%)
DIVERSE	6939 (+5,8%)	5537 (-20,2%)	5971 (+7,8%)	9630 (+61,3%)	7516 (-2,0%)	5960 (-20,7%)

Fonte: Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano.

TAVOLA a9

TITOLI AZIONARI QUOTATI SUL LISTINO UFFICIALE
 Dati riassuntivi 1991
BORSA VALORI DI MILANO

	CODICI	SCAMBI NEL 1991		DATI AL 31.12.1991		RAP- PORTO DI TURN- OVER	PERFOR- MANCE 1991	DIVI- DENDO	DATA STACCO	DIVID. YIELD		
		ALFABET.	ABI	QUANTITÀ (milioni)	CONTR. VAL. (miliardi di lire)						NUM. AZIONI (milioni)	CAPITALIZZ. (miliardi di lire)
1	ABB TECNOMASIO	TC	70900	4,818	12,738	133,996	334,330	4,2%				
2	ABEILLE	AB	62550	0,363	37,959	2,737	279,190	14,1%	21,12%	90	910717	3,8%
3	ACQ DE FERRARI	ADF	86020	1,017	7,710	22,377	155,519	4,9%	7,03%	2200	910717	2,2%
4	ACQ DE FERRARI RIS P	ADFR	86040	1,377	3,433	15,063	32,612	10,1%	- 1,42%	90	910516	1,2%
5	ACQ P A MARC R 1GE89	APMRGE	84983	—	—	0,116	—	—	- 7,91%	100	910516	3,6%
6	ACQ P A MARC R 1GE90	APMR90	84982	—	—	0,030	—	—	—	—	—	—
7	ACQ P A MARCIA	APM	86000	33,944	10,056	264,000	53,328	14,5%	- 37,85%	—	—	—
8	ACQ P A MARCIA RISP	APMR	84980	71,849	21,488	120,000	22,560	73,5%	- 37,12%	1	910717	0,2%
9	AEDES	AE	74020	1,840	38,021	16,800	277,200	13,4%	- 3,96%	140	910516	0,7%
10	AEDES RISP PORT	AEDR	74030	1,078	10,047	8,400	59,044	14,7%	- 24,09%	150	910516	1,5%
11	ALCATEL CAVI	AC	66630	1,649	9,259	30,000	123,000	6,4%	- 25,45%	150	910617	2,5%
12	ALCATEL CAVI R NC	ACNC	66610	4,113	14,387	11,250	34,538	40,4%	- 5,83%	190	910617	5,0%
13	ALENIA AER SELENIA	AAS	76340	109,591	273,326	584,345	1256,342	30,2%	31,02%	90	910516	3,6%
14	ALITALIA CAT A	AZA	84120	30,787	24,430	682,500	474,338	4,7%	- 17,16%	—	—	—
15	ALITALIA PRIV	AZP	84130	24,076	15,687	234,000	129,870	10,4%	- 25,00%	—	—	—
16	ALITALIA RISP NC	AZR	84140	3,328	2,532	58,500	42,705	5,6%	- 10,98%	—	—	—
17	ALIVAR	ALI	60020	4,294	47,261	30,000	327,000	14,5%	0,00%	—	—	—
18	ALLEANZA ASS	AL	78190	11,338	345,147	432,000	4734,720	8,4%	35,31%	530	910717	1,0%
19	ALLEANZA ASS RIS INC.	ALR	78290	4,244	104,160	86,400	872,640	14,1%	44,49%	630	910717	1,3%
20	ANSALDO TRASPORTI	ANT	76030	7,304	32,448	80,003	274,009	11,1%	- 11,50%	145	910516	3,2%
21	ASSITALIA	ASIT	62040	19,719	171,646	150,000	1201,950	14,2%	- 1,07%	160	910717	2,0%
22	ATTIV IMMOBILIARI	AI	74380	9,101	39,042	65,875	233,858	16,0%	- 8,97%	150	910516	3,6%
23	AUSCHEM	AUS	68430	10,263	20,423	45,904	86,300	32,3%	11,57%	85	910717	4,5%
24	AUSCHEM RISP NC	AUSR	68440	3,632	5,811	8,320	12,896	44,3%	- 3,13%	100	910717	6,8%
25	AUSILIARE	AU	84470	0,046	0,545	5,280	56,750	1,0%	4,26%	500	911115	4,1%
26	AUSONIA	AA	62100	47,938	48,427	296,302	234,079	21,7%	- 28,18%	—	—	—
27	AUTOSTR PRIV CAT B	AUP	84100	66,069	68,983	591,500	661,297	11,1%	14,08%	- 80	910516	7,9%
28	AUTOSTRADA TO-MI	AT	84020	2,346	34,729	13,500	139,320	20,2%	- 31,70%	500	910516	3,2%
29	AVIR FINANZIARIA	AVF	72640	3,805	25,689	44,183	314,143	9,4%	36,76%	220	910717	3,2%
30	BASSETTI SPA	BAS	304450	3,279	37,538	26,000	291,772	13,9%	17,02%	300	910516	2,4%
31	BASTOGI SPA	B	72070	158,684	38,020	675,929	107,473	26,2%	- 41,11%	—	—	—
32	BAYER	BAY	76930	0,055	11,566	32,097	—	—	—	9689	910620	4,8%
33	BCA AGRIC MILANESE	BAM	64030	0,556	7,020	34,500	334,995	1,5%	- 41,51%	575	910417	4,2%
34	BCA COM ITAL RISP NC	COMR	66160	44,355	166,733	210,000	692,370	22,9%	- 9,67%	230	910516	5,7%
35	BCA COMMERCIALE IT	COM	66190	181,043	808,094	840,000	3099,600	24,7%	- 9,67%	200	910516	4,3%
36	BCA MANUSARDI	BMA	64120	43,098	55,896	332,000	381,800	14,3%	- 4,17%	40	910516	3,4%
37	BCA MERCANTILE	BME	64330	1,330	9,889	15,800	104,283	8,8%	- 12,81%	150	910516	2,1%
38	BCA NAZ AGR PRIV	BNAP	64040	12,707	36,084	114,000	256,500	15,2%	- 11,38%	125	910516	4,4%
39	BCA NAZ AGR 10T90 (1)	—	64322	0,170	1,229	—	—	—	—	—	—	—
40	BCA NAZ AGR PR 10T90 (1)	—	64042	0,285	0,815	—	—	—	—	—	—	—
41	BCA NAZ AGR R 10T90 (1)	—	64052	0,803	1,338	—	—	—	—	—	—	—
42	BCA NAZ AGR RISP NC	BNAR	64050	21,854	35,444	114,000	168,606	23,0%	- 9,26%	135	910516	8,6%
43	BCA NAZ AGRICOLTURA	BNA	64320	8,998	62,083	228,000	1231,200	5,7%	- 3,55%	125	910516	1,8%
44	BCA NAZ LAV QTE RISP	BNLR	64110	10,912	148,699	39,514	487,602	29,8%	- 4,19%	1600	910516	11,9%
45	BCA TOSCANA	BT	64630	22,336	99,744	294,400	1086,336	8,6%	- 11,20%	200	910516	4,4%
46	BCO AMBR VE RP 1LG90 (2)	—	72622	3,186	9,289	24,859	—	—	—	80	910516	—
47	BCO AMBR VE RP 1LG91	BAVRLG	72622	—	—	5,461	—	—	—	—	—	—
48	BCO AMBROS VENETO	BAY	72610	33,660	158,409	490,012	1764,045	7,8%	- 22,75%	140	910516	2,8%
49	BCO AMBROS VENETO RP	BAVR	72620	36,176	98,813	160,412	388,198	27,3%	- 16,20%	160	910516	5,3%
50	BCO CHIAVARI	BDC	64680	4,562	20,110	70,000	259,700	9,2%	- 16,63%	200	910417	4,4%

(1) Linea separata di quotazione istituita dal 21 marzo 1991 con delibera Consob n.5236 presente sul listino fino al 15 maggio 1991.

(2) Linea separata di quotazione istituita dal 30 luglio 1990 con delibera Consob n.4806 presente sul listino fino al 15 maggio 1991.

(segue)

Segue: TAVOLA a5

	CODICI		SCAMBI NEL 1991		DATI AL 31.12.1991		RAP- PORTO DI TURN- OVER	PERFOR- MANCE 1991	DIVI- DENDO	DATA STACCO	DIVID. YIELD	
	ALFABET.	ABI	QUANTITÀ (milioni)	CONTR. VAL. (miliardi di lire)	NUM. AZIONI (milioni)	CAPITALIZZ. (miliardi di lire)						
51	BCO DI ROMA.	BR	62440	157,470	415,583	1200,268	2928,654	15,2%	14,82%	50	910516	1,8%
52	BCO LARIANO	BLR	64740	23,200	133,231	300,000	1491,000	8,1%	- 16,19%	240	910516	4,1%
53	BCO NAPOLI R PORT NC	BNRPN	78030	120,847	390,275	375,000	637,500	61,2%	7,18%	1600	910516	8,6%
54	BCO S SPIRITO	BSSP	64820	26,001	76,034	2000,000	5540,000	2,7%	—	40	910516	1,3%
55	BCO SARDEGNA QTE RIS	BSQR	64660	2,979	60,399	6,600	142,230	48,1%	30,61%	1050	910516	5,7%
56	BENETTON GROUP SPA	BEN	82000	22,161	211,445	186,720	1992,307	11,8%	24,58%	250	910516	3,0%
57	BOERO BARTOLOMEO	BOE	66960	0,372	2,445	4,340	26,628	9,1%	- 1,61%	100	910717	1,7%
58	BONIFICHE FERRARESI	BF	74130	0,094	3,602	5,000	165,000	2,0%	- 14,00%	350	910717	1,0%
59	BONIFICHE SI RIS PCV	BSRPCV	70640	1,465	18,925	3,386	40,495	93,5%	—	250	910617	1,8%
60	BONIFICHE SIELE	BS	70010	1,890	66,063	22,224	734,508	10,3%	27,16%	200	910617	0,5%
61	BONIFICHE SIELE RISP	BSR	70110	2,024	14,692	5,672	33,352	58,1%	- 20,00%	500	910617	7,0%
62	BORGOSIESA (3)	—	82150	—	—	1,722	—	—	—	—	—	—
63	BORGOSIESA RISP (3)	—	82140	—	—	0,423	—	—	—	—	—	—
64	BREDA FIN	BD	68090	64,400	34,005	423,000	148,896	17,6%	- 37,37%	—	—	—
65	BRIOSCHI	BRI	66180	9,249	8,337	80,283	51,782	12,0%	- 40,22%	—	—	—
66	BUTON	BUT	60090	3,140	12,925	25,850	74,449	13,7%	- 26,90%	110	910617	2,9%
67	C M I SPA	CMI	76180	2,966	16,909	24,000	104,424	14,3%	- 21,18%	400	910717	7,4%
68	CAFFARO	CF	70240	52,707	44,093	218,593	146,676	29,4%	- 4,82%	50	910516	6,4%
69	CAFFARO RISP POR	CFR	70180	2,947	2,545	55,382	40,761	6,0%	- 4,54%	54	910516	6,5%
70	CALCESTRUZZI SPA	CAL	86310	3,053	60,140	37,625	644,140	8,9%	- 15,33%	360	910717	2,0%
71	CALP	CA	86980	2,016	8,811	27,936	112,023	7,5%	- 7,71%	210	910617	4,9%
72	CALTAGIRONE	CALT	88950	5,520	26,984	88,500	399,135	7,4%	9,73%	110	910717	2,5%
73	CALTAGIRONE RISP NC	CALTR	88720	0,180	0,726	1,500	5,153	13,9%	- 3,24%	130	910717	3,5%
74	CALZATURIF VARESE (4)	—	80150	—	—	—	—	—	—	—	—	—
75	CAMFIN	CMF	70810	2,710	10,587	30,496	93,318	10,4%	- 23,48%	140 910	16	3,9%
76	CANTONI ITC	C	80260	0,762	3,980	33,655	137,988	2,5%	- 25,45%	121	910717	2,4%
77	CANTONI ITC RISP NC	CR	80080	0,112	0,435	0,681	2,552	17,3%	3,31%	241	910717	6,6%
78	CART BURGO	BU	66290	22,375	200,252	86,997	704,676	29,1%	5,26%	530	910617	5,9%
79	CART BURGO PRIV	BUP	66300	0,396	3,844	1,171	10,945	36,6%	8,72%	750	910617	7,5%
80	CART BURGO RISP	BUR	66380	0,164	1,660	0,580	5,234	28,9%	- 16,12%	650	910617	6,4%
81	CART SOTTRICI-BINDA	CSB	66310	31,135	28,924	165,049	118,835	21,4%	- 25,39%	40	910617	3,9%
82	CEMENTERIA AUGUSTA	CAU	88060	7,017	24,251	42,242	148,902	17,4%	14,26%	170	910417	4,8%
83	CEMENTERIA BAR RNC	CBARR	60730	0,547	4,207	1,386	9,634	72,1%	- 22,78	400	910516	4,3%
84	CEMENTERIA BARLETTA	CBAR	88140	0,963	10,383	12,386	113,334	9,2%	- 8,50%	380	910516	3,6%
85	CEMENTERIA MER R NC	CMER	88110	2,021	6,700	29,299	59,770	18,5%	- 12,25%	200	910717	5,0%
86	CEMENTERIA MERONE	CME	88030	2,049	13,221	40,560	202,801	7,3%	20,63%	180	910717	2,8%
87	CEMENTERIE SARDEGNA	CSA	88010	3,458	33,741	30,000	292,500	12,3%	13,37%	485	910617	4,9%
88	CEMENTERIE SICILIANE	CSI	88020	3,800	39,390	31,731	317,623	12,9%	8,33%	650	910617	6,0%
89	CEMENTIR	CEM	86320	71,204	170,390	170,000	436,900	48,9%	34,55%	140	910516	7,0%
90	CENTENARI E ZINELLI	CZ	68480	54,496	14,815	231,000	58,905	25,0%	- 1,16%	—	—	—
91	CIGA	CI	86420	54,410	139,013	130,025	227,154	45,0%	- 41,96%	—	—	—
92	CIGA RISP NC	CRNC	86140	23,131	40,116	34,457	43,071	75,1%	- 32,43%	125	910516	7,4%
93	CIR RISP PORT NC	CNC	80410	157,420	214,073	285,216	278,086	62,2%	- 32,10%	90	910717	6,5%
94	CIR RISPARMIO	CRP	80450	3,016	7,558	22,102	39,120	16,0%	- 29,62%	70	910717	2,6%
95	CIR-COMP IND RIUNITE	CIR	80440	201,154	508,381	537,724	915,744	45,0%	- 31,88%	50	910717	1,9%
96	COFIDE RISP PORT NC	COFNC	70790	84,578	93,431	152,886	140,655	63,7%	- 8,00%	90	910717	8,0%
97	COFIDE SPA	COF	70780	13,275	35,814	311,588	635,329	4,9%	- 24,20%	60	910717	2,2%
98	COGEFAR-IMPRESIT	CGF	72010	21,123	91,477	129,845	412,907	19,7%	- 19,90%	185	910717	5,1%
99	COGEFAR-IMPRESIT RP	CGFR	72020	12,261	37,658	16,155	39,337	98,5%	5,87%	205	910717	6,5%
100	COMAU FINANZIARIA	COMAU	76390	15,626	31,140	133,300	194,618	14,5%	- 17,05%	—	—	—
101	COND ACQUE TORINO	CAT	86530	0,221	3,421	10,227	158,522	2,2%	- 1,59%	140	910516	0,9%
102	COSTA CROCIERE	CCR	437310	12,311	39,560	73,200	155,184	19,5%	- 36,63%	100	911216	4,5%
103	COSTA CROCIERE R NC	CCRR	72190	2,503	4,408	12,200	18,910	46,6%	—	120	911216	7,6%
104	CR VARESI	CRV	64890	3,156	16,950	80,000	400,000	4,2%	- 1,96%	160	910417	2,9%
105	CR VARESI RISP POR	CRVR	64900	3,698	11,506	40,000	115,600	9,9%	- 1,37%	180	910417	5,9%
106	CRED ITALIANO	CIT	64850	124,363	310,725	1310,000	2631,790	11,2%	- 9,91%	85	910516	3,4%
107	CRED ITALIANO RISP P	CITR	64830	36,805	71,912	290,000	519,970	13,2%	- 8,52%	100	910516	5,0%
108	CREDITO COMMERCIALE	CRC	64810	4,476	18,709	106,250	398,438	4,5%	- 6,12%	180	910617	4,0%
109	CREDITO FONDARIO	CRF	72040	11,609	67,264	100,000	510,000	13,4%	3,09%	200	910516	3,4%

(3) Sospesa dalla quotazione dal 10 giugno 1985 con delibera Consob n.1724, revocata dalla quotazione l'11 luglio 1991 e contestualmente ammessa alle negoziazioni del mercato ristretto di Torino con delibera Consob n.5366.

(4) Sospesa dalla quotazione il 28 settembre 1983 con delibera Consob n.1356, revocata dalla quotazione il 23 dicembre 1991 e contestualmente ammessa alle negoziazioni del mercato ristretto di Milano con delibera Consob n. 5570.

(segue)

Segue: TAVOLA a9

	CODICI	SCAMBI NEL 1991			DATI AL 31.12.1991		RAP- PORTO DI TURN- OVER	PERFOR- MANCE 1991	DIVI- DENDO	DATA STACCO	DIVID. YIELD	
		ALFABET.	ABI	QUANTITÀ (milioni)	CONTROVAL. (miliardi di lire)	NUM.AZIONI (milioni)						CAPITALIZZ. (miliardi di lire)
110	CREDITO LOMBARDO	CRL	64880	5,908	18,873	68,000	174,420	10,0%	- 14,20%	160	910617	4,7%
111	CUCIRINI CANTONI C	CC	80420	0,659	1,167	12,000	12,540	6,4%	- 48,14%	—	—	—
112	DALMINE	D	78250	64,005	25,173	1156,680	484,649	5,5%	11,73%	8	910516	2,2%
113	DANIELI & C	DAN	76500	4,519	34,504	36,000	203,400	14,6%	- 24,67%	220	911115	3,5%
114	DANIELI & C RISP NC	DANR	76480	11,985	56,723	36,000	144,180	38,6%	- 3,49%	240	911115	6,0%
115	DATA CONSYST SPA	DC	84930	2,062	6,988	8,768	18,850	28,0%	- 39,42%	—	—	—
116	DE ANGELI FRUA (5)	OAF	80510	—	—	132,420	—	—	—	—	—	—
117	DEL FAVERO SPA	DEL	74960	8,992	47,979	34,000	78,370	54,0%	- 21,20%	300	910717	4,6%
118	EDISON	EOS	72830	80,115	245,915	595,018	2100,413	13,8%	42,91%	70	910717	2,3%
119	EDISON RISP PORT	EDSR	72770	2,523	7,322	35,010	108,531	7,7%	31,08%	90	910717	3,1%
120	EDIT FABBRI PRIV	EFP	88000	10,551	50,246	20,000	101,100	54,2%	20,07%	180	910516	4,1%
121	EDIT LA REPUBBLICA (6)	REP	82950	8,126	30,855	139,978	512,318	9,6%	40,77%	150	910819	3,8%
122	EDITORIALE SPA	ED	66010	0,428	1,402	150,000	504,750	0,3%	- 2,66%	70	910717	2,3%
123	ELIOLONA	ELI	68180	0,062	0,221	19,250	50,820	0,4%	- 33,50%	—	—	—
124	ELSAO ORO	ELS	316190	10,089	44,717	90,000	398,700	22,4%	—	180	910502	4,0%
125	ENICHEM SPA (7)	ENM	62460	57,563	88,690	850,000	1187,450	7,0%	- 11,53%	15	910717	1,0%
126	ENICHEM AUGUSTA	EA	66990	39,245	56,100	120,000	170,400	36,5%	24,02%	90	910516	6,8%
127	ERICSSON	ERI	72810	2,041	100,930	25,740	1055,340	9,1%	- 8,69%	240	910516	0,4%
128	ERIDANIA	E	60280	36,096	258,814	147,822	1020,711	26,2%	- 5,80%	240	910617	3,3%
129	ERIDANIA RISP NC	ERNR	60250	29,401	158,517	103,517	506,200	36,7%	- 12,59%	270	910617	5,1%
130	EUROMOBILIARE	EMB	66760	1,255	6,143	29,540	143,563	4,1%	- 6,18%	100	910516	2,2%
131	EUROMOBILIARE RISP	EMBR	66740	2,754	6,774	5,221	10,233	58,2%	- 21,44%	125	910516	5,2%
132	EUROPA METALLI-LMI	TR	78870	40,966	42,038	383,739	283,967	12,1%	- 31,35%	—	—	—
133	FABBR MIL CONDUTTORI	FMC	76310	0,963	3,292	10,000	21,100	12,0%	- 37,76%	—	—	—
134	FAEMA SPA	FAE	76830	1,115	4,010	12,500	48,125	9,6%	37,50%	150	910717	3,9%
135	FALCK	FL	78000	10,314	77,863	82,217	427,528	16,1%	- 21,51%	300	910717	3,9%
136	FALCK RISP POR	FLR	76980	0,115	0,933	0,643	3,987	15,1%	- 15,20%	350	910717	4,5%
137	FATA ASS (8)	FA	62610	1,061	14,284	20,000	—	—	—	250	910717	—
138	FERR TO-NORD RAGGR	TN	60780	2,495	3,763	59,189	81,088	9,3%	—	50	910819	3,6%
139	FERRUZZI FIN	FF	74150	110,332	233,406	1170,925	1855,915	10,7%	- 26,07%	45	910717	2,2%
140	FERRUZZI FIN RISP NC	FFR	74160	25,981	33,868	199,155	235,402	13,9%	- 6,04%	75	910717	6,1%
141	FIAR SPA	FIA	76290	1,296	15,628	9,517	76,133	16,4%	- 33,61%	—	—	—
142	FIAT	F	76400	473,961	2618,961	1469,173	6927,160	36,2%	- 12,05%	370	910717	6,4%
143	FIAT PRIV	FP	76410	236,377	927,408	570,500	1841,574	42,6%	- 21,84%	370	910717	9,3%
144	FIAT RISP	FR	76420	63,781	273,747	385,225	1461,929	19,1%	- 11,29%	400	910717	9,7%
145	FIDENZA VETRAR 1000	FV	68860	12,328	33,347	64,795	147,086	21,4%	- 7,35%	60	910717	2,6%
146	FIDIS	FID	70330	31,843	182,756	250,000	1195,000	13,7%	- 18,71%	360	910617	5,7%
147	FIMPAR RISP NC	FIMNC	72080	30,529	24,702	62,500	34,438	52,3%	- 42,60%	50	910717	6,6%
148	FIMPAR SPA	FIM	70960	5,694	9,290	81,250	69,063	7,6%	- 60,28%	20	910717	1,3%
149	FIN POZZI-GINORI	POZ	86600	9,138	5,903	74,413	25,300	16,7%	- 44,17%	—	—	—
150	FIN POZZI-GINORI RNC	POZR	86610	0,714	0,499	16,943	7,438	5,4%	- 32,57%	—	—	—
151	FINARTE CASA D'ASTE	FCD	68170	1,464	7,421	10,000	37,970	16,5%	- 26,63%	125	910516	2,5%
152	FINARTE PRIV	FNTP	62450	15,964	20,288	54,426	54,426	39,2%	- 2,85%	60	910516	5,1%
153	FINARTE SPA	FNT	70270	6,997	24,752	107,389	332,905	8,1%	6,00%	60	910516	1,8%
154	FINARTE SPA RISP	FNTR	62080	16,955	19,912	44,357	38,546	52,0%	- 13,36%	80	910516	7,3%
155	FINREX	FIX	74520	2,489	2,202	27,860	26,551	10,6%	- 8,19%	—	—	—
156	FINREX RISP PORT NC	FIXR	74500	0,675	0,608	1,300	1,213	7,8%	- 5,76%	—	—	—
157	FIRS (9)	FIR	62320	4,361	3,576	72,240	—	—	—	—	—	—
158	FIRS RISP (9)	FRR	62330	3,433	1,359	72,240	—	—	—	—	—	—
159	FISAC (10)	FC	80630	0,007	0,051	—	—	—	—	—	—	—
160	FISAC RNC (10)	FCR	80640	—	—	—	—	—	—	—	—	—
161	FISCAMBI HOLD RISP	FIRP	72680	0,114	0,212	7,153	11,409	1,8%	- 27,53%	112	910516	5,6%
162	FISCAMBI HOLDING	FI	72700	0,283	0,840	25,200	61,110	1,3%	- 28,89%	100	910516	3,0%
163	FISIA	FIS	76240	14,442	39,383	69,920	147,531	23,6%	- 20,84%	—	—	—
164	FOCHI FILIPPO SPA	FOC	76050	5,388	50,447	32,240	313,212	18,9%	42,87%	225	910717	2,3%
165	FONDIARIA SPA	FSPA	62670	3,664	148,547	81,372	2791,066	5,0%	- 10,91%	600	910717	1,5%
166	FORNARA	FOR	78790	39,867	43,844	189,000	142,506	23,8%	- 37,01%	40	910717	3,9%

(5) Sospesa dalla quotazione dal 10 febbraio 1986 con delibera CONSOB n.1973.

(6) Fino al 13 dicembre 1991 denominata CARTIERA DI ASCOLI.

(7) Fino all'8 marzo 1991 denominata ENIMONT.

(8) Sospesa dalla quotazione dall'11 luglio 1991 con delibera Consob n.5409.

(9) Sospesa dalla quotazione dal 14 ottobre 1991 con delibera Consob n.5516.

(10) Revocata dalla quotazione dal 22 maggio 1991 con delibera Consob n.5318.

(segue)

Segue: TAVOLA a9

		CODICI		SCAMBI NEL 1991		DATI AL 31.12.1991		RAP- PORTO DI TURN- OVER	PERFOR- MANCE 1991	DIVI- DENDO	DATA STACCO	DIVID. YIELD
		ALFABET.	ABI	QUANTITÀ (milioni)	CONTRIVAL. (miliardi di lire)	NUM.AZIONI (milioni)	CAPITALIZZ. (miliardi di lire)					
167	FORNARA PRIV	FORP	66830	0,510	0,455	12,445	8,824	10,3%	—	50	910717	5,4%
168	FRANCO TOSI	FT	76920	1,921	58,704	18,000	469,800	12,2%	- 5,26%	1000	911115	3,6%
169	GABETTI HOLDING SPA	GAB	62650	5,487	14,021	32,000	62,400	19,8%	- 21,53%	70	910717	2,9%
170	GAIC	FNG	74080	16,214	25,195	732,827	954,874	1,9%	- 12,02%	20	911115	1,5%
171	GAIC RISP POR CV	FNGR	74110	15,225	22,225	412,699	548,889	3,8%	- 6,54%	50	911115	3,8%
172	GEMINA	GEM	72390	184,350	294,492	1532,963	1975,990	14,5%	- 17,68%	60	911115	4,8%
173	GEMINA RISP POR NC	GEMR	72240	20,442	26,806	125,426	144,240	17,7%	- 6,42%	70	911115	5,4%
174	GENERALI ASS	G	62070	81,197	2581,254	728,750	20565,325	13,9%	11,64%	160	910717	0,5%
175	GEROLIMICH	GER	84650	47,295	5,074	661,925	62,552	7,7%	- 9,13%	3	910717	2,9%
176	GEROLIMICH RISP PORT	GRP	84510	70,410	6,528	283,975	24,919	26,8%	4,46%	7	910717	7,7%
177	GEWISS	GEW	70310	1,988	28,160	10,000	96,000	21,2%	13,04%	350	910516	3,1%
178	GIFIM SPA	GIF	78440	1,056	3,593	20,000	56,100	12,8%	—	160	911216	5,8%
179	GIFIM SPA PRIV (11)	—	78450	0,906	2,319	—	—	—	—	—	—	—
180	GIFIM SPA RIS PORT	GIFR	78470	0,049	0,116	5,000	11,750	2,0%	—	180	911216	7,5%
181	GILARDINI	GIL	74440	26,320	78,264	225,514	527,929	14,2%	- 8,16%	180	910617	4,9%
182	GILARDINI RISP PORT	GILR	76890	9,775	24,755	16,987	37,591	68,7%	9,01%	200	910617	6,9%
183	GIM	GI	72400	3,051	20,094	32,616	139,271	11,9%	- 29,89%	160	910717	2,8%
184	GIM RISP	GIR	72420	5,541	14,265	13,512	31,754	41,3%	- 14,86%	200	910717	8,8%
185	GOTTARDO RUFFONI	GR	84190	11,936	38,394	54,000	107,028	39,3%	- 13,92%	100	910717	3,4%
186	GRASSETTO SPA	GRA	86700	3,803	63,270	15,950	155,513	27,5%	- 48,87%	750	910617	4,2%
187	IFI PRIV	IFP	72520	50,880	736,133	61,750	777,988	90,3%	- 8,64%	365	911017	2,6%
188	IFIL FRAZ	IFL	72500	31,476	172,068	260,954	1302,162	12,8%	- 5,81%	120	910717	2,2%
189	IFIL RISP PORT FRAZ	IFR	72580	68,905	212,245	221,447	660,133	33,3%	7,23%	140	910717	4,6%
190	IMM METANOPOLI	IMET	74410	98,060	194,983	389,475	790,245	25,1%	0,64%	60	910516	3,2%
191	INDUSTRIE SECCO	SEC	76520	23,882	22,445	57,937	68,944	48,1%	29,71%	—	—	—
192	INDUSTRIE SECCO R NC	SECNC	74530	1,973	1,928	17,557	20,892	18,5%	—	—	—	—
193	INTERBANCA (12)	INT	64940	—	—	7,364	—	—	—	800	910516	—
194	INTERBANCA PRIV	ITP	64930	0,082	2,791	6,330	177,864	1,5%	- 13,54%	800	910516	2,1%
195	INTERBILIARE	INTE	74070	0,662	1,683	15,000	33,000	10,2%	—	150	910617	5,0%
196	ISEFI SPA	IS	70710	3,897	5,800	81,597	103,955	4,9%	- 22,79%	80	911216	6,2%
197	ISVIM	ISV	74580	0,544	6,249	50,618	594,764	1,1%	0,34%	160	910717	1,4%
198	ITALCABLE	IC	74280	22,960	163,328	154,000	754,446	17,5%	- 31,96%	230	910516	3,1%
199	ITALCABLE RIS PORT	ICR	74290	20,214	104,921	88,000	368,896	25,6%	- 18,44%	250	910516	4,6%
200	ITALCEMENTI	IT	78070	11,603	250,928	84,028	1676,357	15,3%	4,94%	330	910617	1,4%
201	ITALCEMENTI RISP	ITR	78080	12,079	152,872	51,972	575,331	27,9%	10,92%	390	910617	2,7%
202	ITALGAS	IG	66720	93,101	286,235	549,486	1801,763	17,4%	21,40%	90	910717	2,9%
203	ITALMOBILIARE	ITM	74590	2,621	189,256	15,680	1057,616	18,8%	10,90%	475	910917	0,7%
204	ITALMOBILIARE RNC	ITMR	74610	4,532	201,002	6,400	265,598	85,1%	22,02%	625	910917	1,3%
205	JOLLY HOTEL	JH	66780	0,879	12,321	19,955	212,523	4,7%	- 31,73%	400	910516	2,7%
206	JOLLY HOTEL RISP POR	JHR	66770	0,004	0,085	0,045	0,941	9,0%	- 1,41%	550	910516	2,8%
207	KERNEL ITAL RISP NC	CHR	88260	0,639	0,530	1,647	1,103	42,5%	- 20,71%	30	910717	3,9%
208	KERNEL ITALIANA	CHE	88250	22,533	11,869	123,480	45,070	21,4%	- 31,39%	20	910717	4,0%
209	L'ESPRESSO	ES	66140	1,091	17,918	104,871	665,409	3,2%	- 7,18%	100	910516	0,4%
210	LA FONDIARIA ASS SPA	LFAS	62390	3,096	45,520	104,878	1476,682	2,5%	- 7,37%	300	910717	2,1%
211	LA PREVIDENTE	PRE	62720	2,510	47,562	25,000	436,250	11,2%	5,69%	400	910717	2,3%
212	LATINA ASS ORD	LT	62260	5,718	58,771	38,000	269,420	18,6%	- 25,37%	150	910717	1,7%
213	LATINA ASS RISP NC	LTR	62360	11,814	55,197	20,368	81,877	71,1%	11,67%	190	910717	4,2%
214	LINIFICIO 500	LI	80900	7,286	6,616	47,520	28,037	18,7%	- 34,59%	—	—	—
215	LINIFICIO RISP P 500	LIR	80910	4,691	3,900	25,070	14,515	22,6%	- 27,63%	—	—	—
216	LLOYD ADRIATICO	LA	62780	4,610	65,010	50,000	640,000	10,1%	- 1,54%	340	910717	2,4%
217	LLOYD ADRIATICO R NC	LAR	62740	1,216	13,503	10,000	103,800	13,9%	15,33%	370	910717	3,3%
218	MAFFEI SPA	MAF	78130	3,729	13,469	15,000	39,000	32,4%	- 11,86%	120	910717	3,1%
219	MAGNETI MAR RISP POR	MMR	70510	7,309	6,780	104,579	78,330	7,6%	- 14,79%	—	—	—
220	MAGNETI MARELLI	MM	70530	49,097	43,716	450,620	315,434	12,5%	- 20,09%	—	—	—
221	MAGONA	MG	78460	0,533	5,301	15,964	95,305	4,9%	- 21,45%	200	910516	2,1%
222	MANDELLI SPA	MAN	82770	2,820	25,030	20,000	150,100	16,1%	- 6,30%	230	910717	2,7%
223	MANIF ROTONDI	MRO	76150	1,908	7,882	19,800	19,067	26,9%	- 51,36%	—	—	—
224	MARANGONI	MAR	88750	2,191	6,579	20,000	44,800	12,5%	- 25,70%	100	910717	4,0%
225	MARZOTTO	MZ	80810	6,359	40,763	53,403	304,933	13,9%	4,01%	350	910516	5,6%
226	MARZOTTO RISP NC	MZNC	80760	1,517	7,825	2,493	11,542	71,9%	12,90%	410	910516	8,0%
227	MARZOTTO RISP PORT	MZR	80780	0,286	1,900	16,292	106,712	1,9%	18,02%	370	910516	5,8%

(11) Revocata dalla quotazione dal 16 dicembre 1991, per la trasmutazione in azioni di risparmio, con delibera CONSOB n.5697.

(12) Sospesa dalla quotazione dal 7 ottobre 1988 con delibera Consob n.1973.

(segue)

Segue: TAVOLA a9

		CODICI		SCAMBI NEL 1991		DATI AL 31.12.1991		RAP- PORTO DI TURN- OVER	PERFOR- MANCE 1991	DIVI- DENDO	DATA STACCO	DIVID. YIELD
		ALFABET.	ABI	QUANTITÀ (milioni)	CONTROVAL. (miliardi di lire)*	NUM. AZIONI (milioni)	CAPITALIZZ. (miliardi di lire)					
228	MEDIOBANCA	MB	62950	62,204	940,349	340,000	4668,200	20,6%	4,81%	200	911115	1,5%
229	MERLONI	MER	76190	3,065	7,682	80,985	207,322	4,2%	28,32%	40	910617	1,7%
230	MERLONI RISP NC	MERR	76320	3,080	3,687	10,492	11,331	46,2%	5,88%	120	910617	9,8%
231	MERLONI RNC IGE90 (13)	—	76323	1,450	1,646	—	—	—	—	—	—	—
232	MILANO ASS ORD	MI	62220	2,573	62,633	44,445	582,230	11,8%	- 10,94%	260	910717	1,1%
233	MILANO ASS RISP PORT	MIR	62200	2,687	40,922	15,498	126,836	30,4%	- 29,20%	290	910717	1,8%
234	MITTEL	MIT	84600	6,111	18,895	21,041	35,981	27,2%	- 18,78%	120	910315	2,4%
235	MITTEL 10T91	MITOT	84601	1,400	2,076	29,000	44,225	9,4%	—	—	—	—
236	MONDADORI (14)	—	88410	—	—	—	—	—	—	—	—	—
237	MONDADORI EDIT (15)	MN	82870	0,113	1,042	81,143	734,345	0,3%	—	—	—	—
238	MONDADORI ED RNC (16)	MNR	82880	0,704	3,284	14,789	53,978	6,2%	- 29,67%	100	910717	2,4%
239	MONDADORI PRIV (14)	—	88400	—	—	—	—	—	—	—	—	—
240	MONDADORI RISP NC (14)	—	88160	0,840	9,810	—	—	—	—	—	—	—
241	MONTEDISON	M	84710	776,248	1098,072	2179,526	2641,586	38,8%	- 12,49%	50	910717	3,5%
242	MONTEDISON RIS NC	MRNC	84830	321,187	314,899	723,670	689,657	46,5%	3,81%	70	910717	7,2%
243	MONTEDISON RISP CV	MRCV	84780	1,468	2,391	13,358	21,654	22,1%	—	70	910717	4,6%
244	MONTEFIBRE	MF	80010	59,723	45,639	250,000	192,750	25,0%	11,74%	—	—	—
245	MONTEFIBRE RISP NC	MFNC	80020	12,465	8,841	50,000	34,950	24,4%	- 6,80%	50	910516	8,2%
246	NAI NAV ALTA ITALIA	NAI	78110	412,688	14,421	46,592	47,291	25,6%	- 8,42%	50	910717	4,6%
247	NAI-NAV ALT IT ILG91	NAILG	78112	2,848	2,316	46,592	41,513	11,2%	—	—	—	—
248	NAPOLETANA GAS (17)	—	60080	—	—	—	—	—	—	—	—	—
249	NECCHI	NEC	76540	3,653	5,003	29,550	36,642	12,5%	- 15,65%	—	—	—
250	NECCHI RISP PORT NC	NECR	76860	0,162	0,270	0,450	0,657	38,0%	- 13,86%	—	—	—
251	NUOVO PIGNONE	NP	76650	10,208	46,926	144,000	618,480	7,2%	- 10,05%	180	910516	3,9%
252	OLCESE	O	80390	3,763	8,475	20,005	34,509	22,8%	- 13,27%	—	—	—
253	OLIVETTI ORD	OL	76660	242,376	859,717	502,161	1227,783	61,0%	- 22,92%	—	—	—
254	OLIVETTI PRIV	OLP	76670	4,488	11,318	23,784	45,428	21,2%	- 26,11%	70	910717	2,9%
255	OLIVETTI RIS PORT NC	ONC	76750	17,536	44,442	78,629	147,430	25,8%	- 25,00%	125	910717	5,1%
256	PACCHETTI	PA	82410	62,149	30,706	311,568	147,995	21,8%	10,72%	20	910717	4,0%
257	PARMALAT FINAN	PRF	70350	21,898	264,032	68,355	687,993	36,3%	- 11,94%	50	910516	0,4%
258	PARTECIPAZ R NC EXW	PAFNC	70910	4,190	6,144	30,000	34,800	14,3%	- 31,76%	130	910717	8,8%
259	PARTECIPAZIONI SPA	PAF	70890	1,472	4,602	70,000	151,550	2,3%	- 39,44%	120	910717	4,7%
260	PERLIER	PE	68280	7,621	9,340	48,450	45,979	16,9%	- 28,65%	—	—	—
261	PIERREL	PR	68350	3,378	5,866	44,913	78,103	8,5%	29,87%	30	910617	1,6%
262	PIERREL RISP PORT	PRP	68370	2,427	2,108	9,000	7,290	29,1%	1,12%	42	910617	4,6%
263	PININFARINA RIS PORT	PINR	68980	0,126	1,735	1,027	11,833	14,7%	- 11,89%	440	910717	2,9%
264	PININFARINA SPA	PINF	68970	0,802	11,953	15,913	184,589	6,5%	- 11,14%	400	910717	2,5%
265	PIRELLI E C	PC	72720	26,817	172,945	142,696	609,312	24,4%	- 24,76%	200	910516	3,3%
266	PIRELLI E C RISP POR	PCP	72730	8,443	21,654	34,391	60,528	27,2%	- 38,57%	220	910516	8,5%
267	PIRELLI SPA	P	88450	277,302	482,495	909,968	996,415	38,6%	- 36,71%	70	910717	3,5%
268	PIRELLI SPA RISP NC	PRNC	88480	33,881	46,523	88,006	82,726	45,9%	- 32,86%	90	910717	6,4%
269	PIRELLI SPA RISP POR (18)	PIR	88460	2,003	3,556	—	—	—	—	—	—	—
270	POLIGRAFICI EDIT	POL	86920	2,057	11,682	132,000	731,940	1,7%	7,67%	60	910717	1,1%
271	PREMAFIN FINANZIARIA	PF	62120	7,870	117,742	98,065	1166,970	9,5%	- 11,85%	200	910717	1,4%
272	RAGGIO DI SOLE	RDS	68900	5,798	15,883	55,210	124,223	11,7%	- 27,05%	90	910215	2,8%
273	RAGGIO DI SOLE R NC	RDSR	68910	6,870	12,687	15,290	25,978	66,6%	- 23,44%	140	910215	6,1%
274	RAS FRAZ	R	62820	22,936	435,378	146,966	2960,050	16,0%	18,53%	300	910717	1,6%
275	RAS RISP PORT	RR	62830	16,665	189,856	70,034	864,915	25,2%	34,24%	360	910717	2,9%
276	RATTI SPA	RAT	60890	9,776	41,852	60,000	204,000	17,8%	- 23,42%	140	910717	3,6%
277	RECORDATI NORD	REC	66520	2,247	18,175	13,650	109,064	17,3%	8,05%	200	910516	2,7%
278	RECORDATI RISP NC	RECNC	66530	4,906	22,634	11,150	52,907	46,9%	21,03%	240	910516	5,6%
279	REJNA	RE	88540	0,253	2,592	7,944	81,825	3,2%	5,10%	400	910516	4,0%
280	REJNA RISP PORT	RER	88530	0,001	0,020	0,056	1,769	1,1%	- 0,19%	500	910516	1,5%
281	RINASCENTE	RI	86640	29,866	197,449	158,100	981,801	21,4%	14,18%	170	910516	2,8%
282	RINASCENTE PRIV	RIP	86650	1,000	40,066	37,200	133,957	29,9%	- 0,25%	170	910516	4,3%

(13) Linea separata di quotazione presente sul listino fino al 16 giugno 1991.

(14) Revocata dalla quotazione dal 2 dicembre 1991 con delibera Consob n.5650.

(15) Fino al 29 novembre 1991 denominata AME FINANZIARIA (codice ABI 72910).

(16) Fino al 29 novembre 1991 denominata AME FINANZ RISP NC (codice ABI 74050).

(17) Sospesa dalla quotazione dal 17 gennaio 1979 con delibera Consob n.485, revocata dalla quotazione il 15 luglio 1991 e contestualmente ammessa alle negoziazioni del mercato ristretto di Napoli con delibera Consob n.5374.

(18) Azione di risparmio convertibile in ordinaria, dopo l'ultima conversione è divenuta azione di risparmio non convertibile; cancellata dal listino il 17 giugno 1991.

(segue)

Segue: TAVOLA a9

	CODICI	SCAMBI NEL 1991		DATI AL 31.12.1991		RAP- PORTO DI TURN- OVER	PERFOR- MANCE 1991	DIVI- DENDO	DATA STACCO	DIVID. YIELD		
		ALFABET.	ABI	QUANTITÀ (m./lioni)	CONTROVAL. (miliardi di lire)						NUM.AZIONI (milioni)	CAPITALIZZ. (miliardi di lire)
283	RINASCENTE RISP NC	RIR	86660	13,847	62,501	45,278	186,996	34,7%	6,44%	230	910516	5,3%
284	RISANAMENTO NA RIS P	RSR	74840	0,259	7,761	2,060	58,710	12,9%	- 4,52%	880	910717	3,5%
285	RISANAMENTO NAPOLI	RS	74830	0,318	17,184	9,764	500,882	3,4%	- 2,84%	830	910717	1,5%
286	RIVA FINANZIARIA	RF	72760	0,852	6,365	9,720	62,694	8,5%	- 27,93%	190	910917	2,7%
287	RODRIGUEZ SPA	ROD	76370	2,842	21,996	16,875	115,594	18,2%	- 8,05%	300	910717	4,7%
288	SAES GETTERS PRIV	SGP	72920	2,528	15,599	3,000	15,900	92,5%	- 10,77%	120	910717	2,2%
289	SAFFA	SF	68580	9,252	72,574	38,664	280,311	26,5%	5,07%	420	910717	5,3%
290	SAFFA RISP NC	SFNC	68610	5,583	33,576	10,750	60,202	58,0%	8,32%	440	910717	7,1%
291	SAFFA RISP PORT	SFR	68570	0,204	1,630	1,547	11,340	14,5%	3,09%	440	910717	5,5%
292	SAFILO RISP PORT	SAFR	88510	0,017	0,188	0,175	1,898	9,9%	0,65%	330	910717	3,0%
293	SAFILO SPA	SAF	88500	5,016	48,263	20,325	141,361	31,9%	- 12,07%	300	910717	3,1%
294	SAI	SA	62910	8,379	139,164	122,700	1683,444	8,1%	- 4,18%	160	910717	0,9%
295	SAI RISP	SAR	62930	11,872	107,463	42,300	344,534	33,1%	12,89%	200	910717	2,1%
296	SAIAG	SAG	68590	4,421	13,535	17,407	36,554	31,6%	- 25,53%	120	910717	4,3%
297	SAIAG RISP PORT	SAGR	68660	3,652	7,443	9,741	14,611	69,9%	- 28,54%	140	910717	7,7%
298	SAIPEM	SPM	68520	41,272	66,073	398,233	651,112	11,3%	- 4,18%	—	—	—
299	SAIPEM RISP PORT	SPMR	68530	0,541	1,117	1,767	2,632	32,3%	- 37,37%	—	—	—
300	SANTAVALERIA FINANZ	SVA	60770	8,413	17,019	113,946	169,779	7,9%	- 34,65%	40	910717	2,2%
301	SASIB	SAS	80480	8,888	66,564	71,053	474,634	13,7%	- 4,43%	230	910617	3,0%
302	SASIB PRIV	SASP	80470	0,049	0,355	0,934	6,302	5,3%	- 3,43%	230	910617	3,1%
303	SASIB RISP NC	SASNC	80690	14,319	75,962	51,476	249,660	32,0%	8,96%	250	910617	4,8%
304	SCHIAPPARELLI	SCH	68650	13,930	12,904	150,000	91,500	15,6%	5,32%	30	910717	3,4%
305	SCI	SCI	74690	5,363	15,150	54,000	135,270	22,4%	—	90	910514	3,2%
306	SCOTTI (19)	SCO	80970	—	—	735,199	—	—	—	—	—	—
307	SERFI	SER	68630	4,215	28,043	28,800	170,208	14,9%	- 17,11%	175	910516	2,5%
308	SIFA	SIF	78630	12,557	17,331	215,250	229,241	8,7%	- 18,08%	70	910516	5,0%
309	SIFA 1LG90 (20)	—	78632	4,281	5,765	—	—	—	—	—	—	—
310	SIFA RISP PORT	SIFR	78640	9,475	11,453	129,150	134,316	8,4%	- 3,70%	90	910516	6,9%
311	SIMINT	SIM	80350	6,325	33,570	27,830	109,929	28,9%	- 17,07%	150	911115	5,8%
312	SIMINT PRIV	SIMP	66910	8,039	26,529	18,554	43,880	—	—	150	911115	5,6%
313	SIP	S	66930	651,962	812,180	4139,445	5646,203	16,9%	17,91%	70	910617	5,9%
314	SIP RISP PORT	SRP	66940	148,346	184,058	1320,155	1780,889	10,6%	6,49%	90	910617	7,7%
315	SIRTI	SIT	86790	34,401	396,677	220,000	2365,000	17,9%	18,96%	490	910516	4,3%
316	SISA	SIS	72050	4,316	8,080	32,000	39,200	15,4%	- 40,24%	50	910516	2,6%
317	SME	SM	74140	85,380	267,991	436,125	1384,697	18,5%	- 8,84%	110	910717	4,0%
318	SMI METALLI	SMI	78320	21,031	22,756	182,041	166,386	11,6%	- 26,88%	35	910617	3,3%
319	SMI METALLI RIS POR.	SMIR	78330	17,761	15,869	57,216	46,860	31,4%	- 13,79%	70	910617	7,4%
320	SNIA BPD	SN	82620	163,856	241,080	483,541	517,873	39,8%	- 25,57%	65	910516	4,8%
321	SNIA BPD RISP NC	SNRNC	82660	15,679	16,928	76,009	68,028	21,6%	- 23,18%	95	910516	8,2%
322	SNIA BPD RISP PORT	SNR	82640	2,002	2,920	16,393	18,852	13,2%	- 20,14%	85	910516	6,3%
323	SNIA FIBRE	SNF	82850	15,845	20,087	152,420	126,813	11,5%	- 42,82%	100	910516	8,0%
324	SNIA TECNOPOLIMERI	SNT	82680	2,327	10,737	22,551	69,457	13,8%	- 19,58%	310	910516	6,5%
325	SO PA F	SPF	70660	9,333	34,021	101,190	279,284	10,8%	- 20,00%	120	911216	4,3%
326	SO PA F RISP NC	SPFR	70670	14,905	35,222	35,280	63,504	50,6%	- 16,20%	140	911216	7,7%
327	SOGEFI	SO	76530	7,251	16,783	98,007	163,672	8,0%	- 35,77%	100	910516	4,1%
328	SONDEL SPA	SON	76440	30,188	40,291	250,000	320,500	12,9%	5,08%	30	910516	2,4%
329	SORIN BIOMEDICA	SOR	68720	8,005	55,483	72,800	456,092	14,3%	1,21%	270	910516	4,1%
330	STANDA	STA	88340	1,107	36,942	27,704	903,159	4,5%	21,19%	—	—	—
331	STANDA RISP PORT	STR	88330	2,702	20,389	9,196	56,572	33,7%	- 12,24%	150	910516	2,2%
332	STEFANEL	STEF	80610	11,420	60,980	71,500	296,725	19,0%	- 13,72%	140	910717	2,6%
333	STET	STE	70020	375,309	777,325	3153,100	6501,692	12,9%	17,56%	100	910717	5,2%
334	STET RISP PORT	STER	70160	229,831	426,097	1446,900	2712,938	16,7%	14,19%	120	910717	7,1%
335	SUBALPINA ASSICURAZ	USA	62970	1,942	41,033	20,213	213,242	20,6%	- 0,45%	550	910717	2,2%
336	TECNOST SPA	TEC	88820	16,049	32,719	60,000	135,480	27,2%	29,03%	100	910717	4,2%
337	TEKNECOMP SPA	TEK	76790	15,758	11,054	100,000	51,500	17,2%	- 33,12%	35	910617	4,8%
338	TEKNECOMP SPA RISP	TEKR	76770	13,086	9,221	40,000	19,400	37,9%	- 35,68%	45	910617	6,3%
339	TELECO CAVI SPA	TELC	66510	8,636	118,979	30,000	350,400	31,5%	- 13,48%	450	910717	3,4%
340	TERME ACQUI	TA	88850	1,128	2,679	16,330	34,211	7,4%	- 9,31%	36	910516	1,4%
341	TERME ACQUI RISP POR	TAR	88830	0,830	0,671	10,886	7,784	8,7%	2,00%	43	910516	5,2%
342	TORO ASS ORD	TO	62240	8,459	197,299	63,525	1397,232	15,2%	16,38%	300	910717	1,4%
343	TORO ASS PRIV	TOP	62250	6,553	79,713	23,924	277,036	30,6%	14,77%	300	910717	2,5%

(19) Sospesa dalla quotazione dal 26 ottobre 1977 con delibera Consob n.288.

(20) Linea separata di quotazione istituita dall' 8 ottobre 1990 con delibera Consob n.4920 presente sul listino fino al 15 maggio 1991.

(segue)

Segue: TAVOLA a9

	CODICI	SCAMBI NEL 1991		DATI AL 31.12.1991		RAP- PORTO DI TURN- OVER	PERFOR- MANCE 1991	DIVI- DENDO	DATA STACCO	DIVID. YIELD		
		ALFABET	ABI	QUANTITÀ (milioni)	CONTROVAL. (miliardi di lire)						NUM.AZIONI (milioni)	CAPITALIZZ. (miliardi di lire)
344	TORO ASS RISP PORT	TOR	62160	6.980	84,252	35,251	407,153	22,9%	22,89%	320	910717	2,7%
345	TRENNO	TRE	74900	6,722	21,921	54,943	178,895	12,3%	0,96%	85	910516	2,5%
346	TRIPCOVICH	TRI	84890	1,346	15,253	27,267	183,371	8,1%	- 13,12%	95	910717	0,8%
347	TRIPCOVICH RISP P NC	TRIR	84900	3,024	17,017	12,126	33,358	42,5%	- 42,93%	120	910717	2,0%
348	UNICEM	UN	78200	5,721	63,089	45,317	470,848	13,7%	4,63%	260	910717	2,4%
349	UNICEM RISP PORT	UNR	78210	11,601	90,337	29,337	204,772	47,3%	6,40%	300	910717	3,8%
350	UNIONE MANIFATTURE	UM	82820	2,800	7,974	74,681	201,638	3,6%	- 14,83%	—	—	—
351	UNIPAR	UNP	68240	36,810	32,124	252,980	154,318	14,6%	- 46,02%	—	—	—
352	UNIPAR RISP NC	UNPR	68250	0,218	0,232	0,520	0,531	40,8%	- 12,27%	50	910717	5,0%
353	UNIPOL	UNI	825500	1,936	37,167	29,336	474,654	7,4%	- 10,85%	260	910717	1,3%
354	UNIPOL PRIV	UNIP	62130	2,737	33,876	19,067	184,761	16,4%	- 19,45%	280	910717	2,4%
355	VALEO SPA	VAL	76800	5,549	21,747	27,240	92,480	22,7%	- 6,86%	165	910717	4,3%
356	VETR. I. S.P.A.	VIT	86990	4,230	19,658	27,000	136,890	16,6%	37,03%	240	910516	5,2%
357	VIANINI INDUSTRIA	VIN	88980	12,240	18,246	57,895	81,400	23,0%	5,32%	85	910717	6,1%
358	VIANINI LAVORI	VLA	88940	7,229	40,415	38,285	212,479	20,3%	14,69%	210	910717	4,3%
359	VITTORIA ASS	VAS	62880	6,147	58,335	30,000	214,500	23,6%	- 23,20%	120	910717	1,3%
360	VOLKSWAGEN	VW	76940	0,024	6,492	27,000	—	—	—	8184	910705	3,0%
361	WESTINGHOUSE	W	76270	0,147	6,397	2,500	81,250	7,2%	- 14,81%	—	—	—
362	WORTHINGTON	WOR	76960	1,757	4,495	16,200	32,076	11,9%	- 26,12%	—	—	—
363	ZIGNAGO	IZ	72670	2,441	15,466	23,800	139,468	11,6%	8,82%	260	910516	4,1%
364	ZUCCHI SPA	ZUC	80550	1,371	18,126	21,000	247,380	7,7%	10,08%	330	910516	2,4%
365	ZUCCHI SPA RISP NC	ZUCR	80560	1,557	12,577	3,049	22,868	61,4%	7,45%	380	910516	4,3%
TOTALE												
numero titoli azionari di cui senza scambi		365 8		9981,760	31057,3		177916,850	17,9%				

BORSA VALORI DI ROMA

	CODICI		SCAMBI NEL 1991		DATI AL 31.12.1991		RAP- PORTO DI TURN- OVER	PERFOR- MANCE 1991	DIVI- DENDO	DATA STACCO	DIVID. YIELD	
	ALFABET.	ABI	QUANTITÀ (milioni)	CONTROVAL. (miliardi di lire)	NUM.AZIONI (milioni)	CAPITALIZZ. (miliardi di lire)						
1	GARBOLI	GAR	78740	0,737	2,055	27,000	174,150	2,0%	10,91%	38	910516	1,6%
2	IST IT CREDITO FOND	IIC	72180	0,039	1,166	13,500	394,200	0,3%	- 8,75%	480	910516	1,6%
3	SERONO	IFS	66700	0,192	4,358	13,125	266,438	1,6%	1,63%	135	910617	0,5%

BORSA VALORI DI TORINO

	CODICI		SCAMBI NEL 1991		DATI AL 31.12.1991		RAP- PORTO DI TURN- OVER	PERFOR- MANCE 1991	DIVI- DENDO	DATA STACCO	DIVID. YIELD	
	ALFABET.	ABI	QUANTITÀ (milioni)	CONTROVAL. (miliardi di lire)	NUM.AZIONI (milioni)	CAPITALIZZ. (miliardi di lire)						
1	BERTO LAMET SPA	BEL	76160	0,762	8,404	11,968	138,829	6,4%	10,48%	375	910516	3,3%
2	IPI	IPI	86830	0,427	6,875	3,500	55,300	13,1%	10,64%	400	910516	2,2%
3	PARAMATTI (21)	PM	68290	—	—	—	—	—	—	—	—	—

(21) Sospesa dalla quotazione dal 10 febbraio 1986 con delibera Consob n.1974, revocata dalla quotazione il 28 gennaio 1991 e contestualmente ammessa alle negoziazioni del mercato ristretto di Torino con delibera Consob n. 5105.

(segue)

Segue: TAVOLA a9

BORSA VALORI DI GENOVA

		CODICI		SCAMBI NEL 1991		DATI AL 31.12.1991		RAP- PORTO DI TURN- OVER	PERFOR- MANCE 1991	DIVI- DENDO	DATA STACCO	DIVID. YIELD
		ALFABET.	ABI	QUANTITÀ (milioni)	CONTROVAL. (miliardi di lire)	NUM.AZIONI (milioni)	CAPITALIZZ. (miliardi di lire)					
1	ACQ NICOLAY	ANG	68880	0,283	3,472	13,419	157,000	2,2%	1,74%	40	910516	0,3%
2	LA GAIANA	GAI	74630	0,138	1,215	5,985	34,776	2,5%	- 44,03%	50	910717	0,6%
3	PREMUDA	PRN	84730	0,428	1,015	7,340	12,919	6,7%	- 25,42%	—	—	—
4	PREMUDA RISP	PRR	84740	0,031	0,046	3,655	4,404	0,9%	- 19,67%	85	910717	6,3%
5	SIRIO SPA (22)	SIR	66640	—	—	—	—	—	—	—	—	—
6	SIRIO RISP PORT (22)	SIRP	66670	—	—	—	—	—	—	—	—	—

(22) (ex SINGEST) Sospese dalla quotazione dal 29 gennaio 1988 con delibera Consob n.3244, revocate dalla quotazione il 28 gen naio 1991 e contestualmente ammesse alle negoziazioni del mercato ristretto con delibera Consob n. 5106.

BORSA VALORI DI VENEZIA

		CODICI		SCAMBI NEL 1991		DATI AL 31.12.1991		RAP- PORTO DI TURN- OVER	PERFOR- MANCE 1991	DIVI- DENDO	DATA STACCO	DIVID. YIELD
		ALFABET.	ABI	QUANTITÀ (milioni)	CONTROVAL. (miliardi di lire)	NUM.AZIONI (milioni)	CAPITALIZZ. (miliardi di lire)					
1	BENI STABILI	SAC	86470	.....	.....	275,000	320,100	.....	- 10,87%	—	—	—

Fonti: CONSOB, Listini Ufficiali delle Borse Valori di Roma, Torino, Genova e Venezia, CED Borsa Milano.

**BORSA VALORI DI MILANO - LISTINO UFFICIALE
SCAMBI DI WARRANT NEL 1991**

TAVOLA a10

		CODICI		SCAMBI NEL 1991		DATI AL 31.12.1991		PERFOR- MANCE 1991
		Alfabet.	ABI	Quantità (milioni)	Controvalore (miliardi)	Nr. Warrant (milioni)	Capitalizzazione (miliardi)	
1	WARR LA FONDIARIA ASS.	WLFAS	76840	1,153	2,353	10,220	20,440	-88,83%
2	WARR MITTEL OPERE 6,5%	WMIT	74920	0,663	0,299	39,959	20,579	—
3	WARR BCO ROMA 6,75%	WBRMLG	68790	0,002	0,614	—	—	—
4	WARR CART SOTT BINDA	—	62490	103,185	0,380	—	—	—
5	WARR FONDIARIA SPA	WFSPA	60910	0,341	6,421	5,628	92,859	—
6	WARR GENERALI 91/01	WG	76810	2,735	56,379	85,374	1831,446	—
7	WARR MAGNETI MAR RIS	WMMR	62690	29,771	2,752	35,639	0,927	-84,62%
8	WARRANT B ROMA-94 7%	WBRM	62620	9,347	5,448	149,594	95,142	19,77%
9	WARRANT B SPIRITO A	WBSSPA	78260	2,826	1,646	99,994	54,996	—
10	WARRANT B SPIRITO B	WBSSPB	78270	3,360	0,713	99,998	20,700	—
11	WARRANT BREDIA FIN	WBD	72150	17,431	2,608	100,000	15,200	- 2,56%
12	WARRANT CALCESTRUZZI	WCAL	68200	0,335	1,594	—	—	—
13	WARRANT CEMENT MER	WCME	68330	0,099	0,254	3,866	6,583	—
14	WARRANT CEMENT MER R	WCMER	68340	0,184	0,224	4,669	4,436	—
15	WARRANT CIR A	WCIRA	62470	13,807	1,647	35,144	2,109	-52,38%
16	WARRANT CIR B	WCIRB	62480	12,896	2,157	35,144	2,636	-58,10%
17	WARRANT COFIDE	WCOF	62110	3,883	0,894	20,764	2,180	-62,37%
18	WARRANT COFIDE RISP	WCOFR	68040	5,341	0,662	48,885	3,960	—
19	WARRANT ELSAG	WELS	74430	10,568	1,154	22,500	2,430	—
20	WARRANT EUROPA M-LMI	WTR	62770	44,674	2,208	109,390	-2,297	-82,05%
21	WARRANT IFIL	WIFL	62560	3,880	4,981	15,040	12,017	-43,53%
22	WARRANT IFIL RISP	WIFR	62570	11,743	9,180	39,488	23,653	-32,01%
23	WARRANT MAGNETI MAR	WMM	62680	38,736	3,449	53,685	2,147	-77,90%
24	WARRANT N PIGN93 IND	WNP	76740	50,777	11,570	100,000	19,600	- 6,67%
25	WARRANT NECCHI RISP	WNECR	76880	3,636	0,102	—	—	—
26	WARRANT OLIVETTI 8%	WOL	82800	19,534	3,582	75,000	7,350	-54,21%
27	WARRANT OLIVETTI RNC	WONC	76710	—	—	0,404	—	—
28	WARRANT PIRELLI SPA	WP	82570	25,576	2,973	45,000	1,260	-86,67%
29	WARRANT PREMAFIN FIN	WPF	68060	4,085	9,346	9,946	10,941	-37,14%
30	WARRANT SAFFA R NC	WSFR	68960	7,852	8,540	15,944	12,723	—
31	WARRANT SAIPEM RISP	WSPMR	68550	15,254	1,382	—	—	—
32	WARRANT SIP 91/94	WS	74390	114,029	7,836	789,440	67,102	—
33	WARRANT SMI METALLI	WSMI	68000	15,809	3,966	34,095	5,592	-55,68%
34	WARRANT SOGEFI	WSO	62890	7,599	1,654	13,993	1,609	-54,55%
35	WARRANT UNICEM RISP	WUNR	68640	0,542	1,404	6,472	16,427	—
TOTALE ... numero warrant di cui senza scambi		35 1		581,653	160,282		2359,341	

Elaborazioni CONSOB su dati Listino Ufficiale della Borsa Valori di Milano. CED Borsa Milano, Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano.

TAVOLA all

**BORSA VALORI DI MILANO - LISTINO UFFICIALE
SCAMBI DI DIRITTI NEL 1991**

		CODICI		SCAMBI NEL 1991	
		ALFABET.	ABI	QUANTITÀ (milioni)	CONTROVALORE (miliardi di lire)
1	BCO NAPOLI RNC AZXAZ	BNRAA	78038	118,085	20,068
2	FIRS AZXAZ	FIRAA	62328	—	—
3	FIRS RISP AZXAZ	FRRAA	62338	—	—
4	L'ESPRESSO AZXAZ	ESAA	66148	1,016	6,817
5	MILANO ASS AZXAZ	MIAA	62228	2,073	4,046
6	MILANO ASS DIR GR	MIDG	62229	0,754	3,995
7	MILANO ASS R DIR GR	MIRDG	62209	0,849	2,703
8	MILANO ASS RIS AZXAZ	MIRAA	62208	2,650	0,156
9	SAFFA AZXOB ORD	SFAO	68588	5,926	0,017
10	SAFFA AZXOB RNC	SFAOR	68587	5,525	0,012
11	SAFFA SOTT OB RNC	SFSOR	68578	2,468	0,012
12	SCHIAPPARELLI AZXAZ	SCHAA	68658	18,885	0,054
13	SCHIAPPARELLI AZXOB	SCHAO	68657	22,709	0,049
14	SUBALPINA ASS AZXAZ	.....	62978	0,535	0,377
15	TEL CAVI AZXAZ RISP	TLEAAR	60518	7,055	1,489
16	TRIPCOVICH AZXAZ	TRIAA	84898	0,988	2,072
17	TRIPCOVICH R AZXAZ	TRIRAA	84908	1,546	0,511
18	WARR GENERAL ART 2441	WGART	....	0,175	3,523
TOTALE ...				191,239	45,901
numeri diritti di cui senza scambi		18 2			

Elaborazioni CONSOB su dati CED Borsa Milano.

TAVOLA a12

**AZIONI DI RISPARMIO CON PERFORMANCE MIGLIORE
DELLE RISPETTIVE AZIONI ORDINARIE**

	1987	1988	1989	1990	1991
In % del totale azioni considerate	55	18	59	73	63
In % delle azioni il cui titolo ordinario ha avuto una variazione positiva	15	15	53	54	43
In % delle azioni il cui titolo ordinario ha avuto una variazione negativa	59	34	88	77	69

Elaborazioni CONSOB su dati CED Borsa Milano.

TAVOLA a13

**BORSA VALORI DI MILANO COMPOSIZIONE DEL LISTINO UFFICIALE
SECONDO LA FREQUENZA DI CONTRATTAZIONE**
(Numero azioni in % del totale)

	SEMPRE SCAMBIATE	NON SCAMBIATE (NUMERO SEDUTE)		
		DA 1 A 10	DA 11 A 50	OLTRE 50
ORDINARIE E PRIVILEGIATE	38,6	34,6	17,3	9,5
RISPARMIO	36,2	28,6	13,3	21,9
TOTALE ...	37,9	33,2	15,6	13,3

Elaborazioni CONSOB su dati CED Borsa Milano.

TAVOLA a14

**BORSA VALORI DI MILANO COMPOSIZIONE DEL LISTINO UFFICIALE
PER CLASSI DI CONTROVALORE GIORNALIERO**

	NUMERO DI TITOLI IN % DEL TOTALE		RAPPORTO DI TURNOVER NEL 1991 NUMERO DI TITOLI IN % DEL TOTALE		
	1990	1991	MENO DI 25%	TRA 25% E 50%	PIÙ DI 50%
CLASSI (milioni di lire)					
OLTRE 500	23,3	16,8	59,3	28,8	11,9
DA 100 A 500	45,0	32,9	63,8	25,9	10,3
DA 50 A 100	14,0	17,4	59,0	27,9	13,1
MENO DI 50	17,7	32,9	76,8	17,2	6,0

Elaborazioni CONSOB su dati CED Borsa Milano.

TAVOLA a1:

BORSA VALORI DI MILANO CONTRATTI A PREMIO
(dati complessivi per ciclo premi mensile in milioni di lire)

	CONTROVALORE PREMI (a)	CONTROVALORE BASI (b)	COSTO PREMI (a)/(b)	RAPPORTO TRA CTVL BASI E CTVL SCAMBI A FERMO
CICLO PREMI				
1986	700 209	10 602 254	6,6	15,9
1987	336 986	11 019 567	3,1	26,3
1988	362 954	11 384 766	3,2	27,6
1989	340 280	12 315 282	2,8	19,1
1990	252 125	9 701 040	2,6	19,1
1991	196 783	6 131 459	3,2	19,6
DATI 1991				
GENNAIO	15 128	442 103	3,4	20,2
FEBBRAIO	20 275	566 820	3,6	23,7
MARZO	33 469	911 535	3,7	21,5
APRILE	25 176	742 151	3,4	20,0
MAGGIO	15 516	544 364	2,9	19,9
GIUGNO	25 187	832 097	3,0	23,1
LUGLIO	21 991	689 526	3,2	21,0
AGOSTO	9 473	340 054	2,8	17,9
SETTEMBRE	8 395	283 573	3,0	15,3
OTTOBRE	9 203	313 640	2,9	16,2
NOVEMBRE	7 138	247 065	2,9	16,5
DICEMBRE	5 832	218 531	2,7	11,2

Elaborazioni Consob su dati Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano.

TAVOLA a16

**BORSA VALORI DI MILANO
RIPORTI SU TITOLI AZIONARI QUOTATI**

	MEDIA MENSILE (miliardi di lire)	INDICE BASE 1° SEM. 80= 100 (1)	RAPPORTO % TRA RIPORTI E SCAMBI PRESSO LA BORSA
I SEMESTRE '80	199	100	60
II SEMESTRE '80	293	93	34
I SEMESTRE '81	536	100	32
II SEMESTRE '81	493	118	117
I SEMESTRE '82	434	98	114
II SEMESTRE '82	434	111	171
I SEMESTRE '83	530	118	95
II SEMESTRE '83	496	110	123
I SEMESTRE '84	496	99	76
II SEMESTRE '84	446	91	86
I SEMESTRE '85	470	72	32
II SEMESTRE '85	678	74	25
I SEMESTRE '86	1 045	69	17
II SEMESTRE '86	1 119	63	24
I SEMESTRE '87	1 360	79	37
II SEMESTRE '87	1 034	72	31
I SEMESTRE '88	891	75	27
II SEMESTRE '88	1 042	78	29
I SEMESTRE '89	1 117	76	29
II SEMESTRE '89	1 354	82	27
I SEMESTRE '90	1 362	80	28
II SEMESTRE '90	1 126	78	30
I SEMESTRE '91	1 023	74	31
II SEMESTRE '91	912	71	50

(1) Valori deflazionati con l'indice MIB Storico.
Elaborazioni CONSOB.

**BORSA VALORI DI MILANO
TITOLI AZIONARI QUOTATI COSTITUITI IN GARANZIA**

	MEDIA MENSILE (miliardi di lire)	INDICE BASE 1° SEM. 80 = 100 (1)	RAPPORTO % SU TOTALE SCAMBI PRESSO LA BORSA
I SEMESTRE '80	1 695	100	5,1
II SEMESTRE '80	2 176	81	2,5
I SEMESTRE '81	3 354	73	2,0
II SEMESTRE '81	2 895	81	6,9
I SEMESTRE '82	3 002	80	7,9
II SEMESTRE '82	2 976	89	11,9
I SEMESTRE '83	3 696	96	6,6
II SEMESTRE '83	3 627	94	9,0
I SEMESTRE '84	4 396	102	6,7
II SEMESTRE '84	4 234	101	8,2
I SEMESTRE '85	4 399	79	3,0
II SEMESTRE '85	5 779	75	2,1
I SEMESTRE '86	8 361	64	1,3
II SEMESTRE '86	10 082	67	2,2
I SEMESTRE '87	10 652	73	2,9
II SEMESTRE '87	8 595	71	2,6
I SEMESTRE '88	7 581	75	2,3
II SEMESTRE '88	9 361	82	2,6
I SEMESTRE '89	10 106	81	2,6
II SEMESTRE '89	11 399	81	2,3
I SEMESTRE '90	12 130	84	2,5
II SEMESTRE '90	10 283	84	2,7
I SEMESTRE '91	11 008	92	3,3
II SEMESTRE '91	10 371	95	5,6

(1) Valori deflazionati con l'indice MIB Storico.
Elaborazioni CONSOB.

TAVOLA a18

BORSA VALORI DI MILANO
RIPORTI SU TITOLI AZIONARI QUOTATI
(Dati 1991 in miliardi di lire)

	RIPORTI			% VALORE EFFETTIVO SU POTENZIALE		RIPORTI STACCATI PER FINE CORRENTE
	" + "	" - "	TOTALE	RIP. " + "	RIP. " - "	
GENNAIO	691	126	817,0	14,5	76,8	5
FEBBRAIO	749	154	903,0	13,8	77,3	6
MARZO	880	164	1044,0	14,5	64,3	8
APRILE	942	168	1110,0	15	74	9
MAGGIO	936	177	1113,0	15,3	74,3	8
GIUGNO	967	186	1153,0	15	68,3	8
LUGLIO	952	161	1113,0	16,9	70,9	5
AGOSTO	872	144	1016,0	15,6	69,2	47
SETTEMBRE	788	109	897,0	15,8	75,7	4
OTTOBRE	833	130	963,0	17,6	79,2	11
NOVEMBRE	749	83	832,0	15,7	50,6	5
DICEMBRE	610	45	655,0	18,8	77,5	4

RIPORTI SU TITOLI AZIONARI QUOTATI E
TITOLI AZIONARI COSTITUITI IN GARANZIA
(Dati 1991 in miliardi di lire)

	VALORE POTENZIALE RIPORTI (1)	TITOLI IN GARANZIA (2)	TOTALE (1 + 2)	% DEL CONTROVALORE SCAMBIATO IN BORSA	
				RIPORTI	TITOLI IN GARANZIA
GENNAIO	4942	9689	14631,0	2,3	4,5
FEBBRAIO	5635	10498	16133,0	1,4	2,7
MARZO	6300	11659	17959,0	1,7	3,1
APRILE	6467	11209	17676,0	2,1	3,7
MAGGIO	6318	11371	17689,0	1,9	3,5
GIUGNO	6718	11622	18340,0	1,8	3,2
LUGLIO	5866	10915	16781,0	2,7	5
AGOSTO	5811	11277	17088,0	3	5,9
SETTEMBRE	5115	10289	15404,0	3,1	6,3
OTTOBRE	4904	9919	14823,0	2,6	5,3
NOVEMBRE	4942	10694	15636,0	2,8	6
DICEMBRE	3298	9135	12433,0	2,1	5,8

TAVOLA a19

MERCATI RISTRETTI - SCAMBI AZIONARI

	NUMERO TITOLI AL 31.12.91	QUANTITÀ (milioni)				CONTROVALORE (miliardi di lire)			
		1990	1991	Var. %	Quota % 1991	1990	1991	Var. %	Quota % 1991
MILANO	44	113,823	93,373	-17,97%	90,88%	1200,144	626,540	-47,79%	98,20%
TORINO	11	0,669	6,613	889,27%	6,44%	0,749	4,874	551,05%	0,76%
ROMA	10	0,847	0,374	-55,91%	0,36%	1,865	1,265	-32,15%	0,20%
GENOVA	10	1,361	0,997	-26,72%	0,97%	3,186	2,691	-15,52%	0,42%
FIRENZE	6	0,603	1,276	111,49%	1,24%	2,324	2,147	-7,61%	0,34%
NAPOLI	5	0,028	0,110	295,40%	0,11%	0,155	0,536	246,24%	0,08%
TOTALE		117,331	102,744	-12,43%	100,00%	1208,422	638,055	-47,20%	100,00%

Fonti: CONSOB, Mercati Ristretti di Milano, Torino, Genova, Firenze, Roma e Napoli.

TAVOLA a20

MERCATI RISTRETTI - SCAMBI AZIONARI

	ANNO 1990			ANNO 1991		
	QUANTITÀ	CONTROVALORE		QUANTITÀ	CONTROVALORE	
	MILIONI	MILIARDI DI LIRE	%	MILIONI	MILIARDI DI LIRE	%
GENNAIO	6,695	57,605	4,77%	9,897	63,039	9,88%
FEBBRAIO	5,841	52,997	4,39%	11,488	74,691	11,71%
MARZO	6,560	56,172	4,65%	8,277	63,578	9,96%
APRILE	8,762	88,449	7,32%	10,230	64,403	10,09%
MAGGIO	13,181	157,746	13,05%	10,090	69,630	10,91%
GIUGNO	11,381	146,061	12,09%	7,886	49,051	7,69%
LUGLIO	15,865	214,017	17,71%	7,378	48,385	7,58%
AGOSTO	16,635	173,170	14,33%	4,913	31,379	4,92%
SETTEMBRE	8,914	82,459	6,82%	6,074	28,773	4,51%
OTTOBRE	9,406	66,709	5,52%	7,385	37,876	5,94%
NOVEMBRE	7,553	62,878	5,20%	10,312	48,070	7,53%
DICEMBRE	6,537	50,156	4,15%	8,815	59,180	9,28%
TOTALE	117,331	1208,422	100,00%	102,744	638,055	100,00%

Fonti: CONSOB, Mercati Ristretti di Milano, Torino, Genova, Firenze, Roma e Napoli.

MERCATO RISTRETTO DI MILANO: PRINCIPALI INDICATORI

	TITOLI QUOTATI			CAPITALIZ- ZAZIONE (miliardi di lire)	CONTOVALORE (miliardi di lire)	RAPPORTO DI TURNOVER (%) (1)	AUMENTI DI CAPITALE (miliardi di lire)
	AZIONI		ALTRI TITOLI				
	BANCHE	ALTRI					
1978	19	4	—	3.635	13	0,5	84
1979	20	9	—	5.672	55	1,2	65
1980	20	9	—	11.843	204	2,3	177
1981	27	10	—	16.873	245	1,7	735
1982	26	11	—	8.753	138	1,1	354
1983	25	11	—	8.046	89	1,1	164
1984	26	12	1	6.292	75	1,0	507
1985	26	10	1	7.885	155	2,2	73
1986	24	9	1	9.753	304	3,4	313
1987	28	8	—	10.211	357	3,6	311
1988	29	8	—	10.331	332	3,2	180
1989	28	9	1	13.360	808	6,8	596
1990	27	12	—	14.520	1.202	4,4	785
1991	26	17	1	13.931	627	4,4	785

(1) Rapporto percentuale tra controvalore degli scambi e capitalizzazione media.

Fonti: CONSOB, Comitato Direttivo Agenti di Cambio di Milano, Listino Ufficiale del Mercato Ristretto di Milano, Comitato del Mercato Ristretto di Milano.

TAVOLA a22

MERCATO RISTRETTO DI MILANO - SCAMBI AZIONARI

	ANNO 1990			ANNO 1991		
	QUANTITÀ	CONTROVALORE		QUANTITÀ	CONTROVALORE	
	MILIONI	MILIARDI DI LIRE	%	MILIONI	MILIARDI DI LIRE	%
GENNAIO	6,464	57,042	4,75%	9,363	62,445	9,97%
FEBBRAIO	5,456	52,267	4,36%	10,760	73,946	11,80%
MARZO	6,288	55,620	4,63%	6,935	62,137	9,92%
APRILE	8,524	87,586	7,30%	9,609	63,348	10,11%
MAGGIO	13,010	157,384	13,11%	9,608	68,813	10,98%
GIUGNO	11,274	145,783	12,15%	7,119	48,050	7,67%
LUGLIO	15,544	213,173	17,76%	6,867	47,510	7,58%
AGOSTO	16,039	172,193	14,35%	4,736	30,819	4,92%
SETTEMBRE	8,707	81,660	6,80%	5,337	28,020	4,47%
OTTOBRE	9,030	65,694	5,47%	6,289	36,796	5,87%
NOVEMBRE	7,436	62,429	5,20%	8,277	45,900	7,33%
DICEMBRE	6,051	49,314	4,11%	8,472	58,756	9,38%
TOTALE	113,823	1200,144	100,00%	93,372	626,540	100,00%

Fonti: CONSOB, CED Borsa Milano, Comitato del Mercato Ristretto di Milano.

TITOLI NEGOZIATI NEI MERCATI RISTRETTI

Dati riassuntivi 1991

MERCATO RISTRETTO DI MILANO

	CODICI		SCAMBI NEL 1991		DATI AL 31.12.1991		RAPPORTO DI TURN- OVER	PERFOR- MANCE	DIVI- DENDO 1991	DATA STACCO	DIVID. YIELD	
	ALFABET.	ABI	QUANTITÀ (milioni)	CONTR. VAL. (miliardi di lire)	NUM. AZIONI (milioni)	CAPITALIZZ. (miliardi di lire)						
SOCIETÀ BANCARIE LIBERAMENTE TRASFERIBILI:												
1	BCA BRIANTEA	BB	64100	0,099	1,341	10,000	114,500	1,3%	- 12,89%	700	910412	4,6%
2	BCA DEL FRIULI	BDF	64570	0,339	5,844	45,000	569,250	0,9%	- 7,53%	850	910605	6,5%
3	BCA DI LEGNANO	BDL	64730	3,390	25,243	50,050	350,350	7,3%	2,19%	300	910327	3,9%
4	BCA IND GALLARATESE	BIG	64250	0,084	1,115	10,000	108,000	0,9%	- 21,80%	150	910408	1,1%
5	BCA POP LECCO RAGGR	PLE	64470	1,232	11,144	44,305	334,503	3,2%	- 23,22%	500	910415	5,0%
6	BCA PROV LOMB ILG90	—	66812	0,121	0,464	—	—	—	—	—	—	—
7	BCA PROV LOMBARDA	BPL	66810	2,406	8,664	220,000	735,900	1,2%	- 16,38%	150	910429	3,9%
8	BCA PROVINCIA NAPOLI	BPN	64370	1,558	9,604	50,000	269,000	3,7%	3,33%	100	910506	1,5%
9	BCO AMBROVENETO SUD	BAVS	64130	0,258	1,272	43,000	204,250	0,6%	- 1,04%	—	—	—
10	BCO PERUGIA	BPG	64760	1,425	2,138	—	—	—	—	—	—	—
11	CR BERGAMASCO	CB	64350	0,727	25,415	54,000	810,000	2,9%	- 9,86%	1350	910422	3,5%
12	CREDITWEST COM VES	CRW	64170	0,127	1,211	15,776	125,892	0,8%	- 20,99%	450	910423	4,5%
SOCIETÀ BANCARIE SOGGETTE ALLA CLAUSOLA DI GRADIMENTO:												
1	BCA AGRIC MANTOVANA	BAGM	64690	0,251	26,389	7,492	704,982	3,5%	- 12,93%	3200	910408	2,8%
2	BCA POP BERG ILG90	—	64402	0,151	2,713	—	—	—	—	—	—	—
3	BCA POP BERGAMO	PBG	64400	2,045	35,300	71,626	1153,112	3,1%	- 12,98%	1100	910422	6,1%
4	BCA POP DI BRESCIA	PBS	64380	4,729	36,608	44,428	341,203	11,5%	- 1,54%	500	910408	6,2%
5	BCA POP EMILIA	BPE	66120	0,310	32,132	6,582	630,576	4,9%	- 8,76%	3700	910325	3,3%
6	CR AGRARIO BRESCIANO	CAB	62190	1,315	9,213	100,368	624,289	1,4%	- 14,44%	271	910424	3,8%
SOCIETÀ BANCARIE SOGGETTE ALLA CLAUSOLA DI GRADIMENTO E NON TRASFERIBILI PER GIRATA:												
1	BCA CRED POP-SIRACUS	BPS	64220	0,608	17,349	2,614	48,352	27,4%	1,93%	425	910429	1,4%
2	BCA POP COM IND	PCI	64190	1,062	18,806	40,544	681,138	2,9%	- 9,19%	850	910422	4,6%
3	BCA POP CREMA	PCR	64410	0,263	10,238	3,670	134,860	7,4%	- 5,41%	1500	910422	3,4%
4	BCA POP INTRA	PIN	64440	0,923	10,302	13,249	147,065	6,5%	- 14,22%	675	910408	5,2%
5	BCA POP LODI	PLO	64300	2,343	37,924	22,337	322,097	12,6%	- 15,97%	1000	910422	5,5%
6	BCA POP LUINO VARESE	PLV	64460	1,796	27,648	26,497	412,161	7,4%	3,12%	550	910429	3,6%
7	BCA POP MILANO	PMI	64480	9,562	69,975	198,417	1281,774	5,2%	- 15,92%	460	910422	6,9%
8	BCA POP NOVARA	PNO	64500	5,696	90,461	130,385	1903,621	4,3%	- 17,93%	1000	910429	6,2%
9	BCA POP SONDRIO	BPSO	784190	0,101	5,572	5,732	338,183	—	—	3200	910304	5,9%
10	BCA POPOLARE CREMONA	PCRE	64990	1,881	15,595	22,054	164,743	9,1%	- 16,07%	500	910422	5,8%
11	CREDITO VALTELLINESE	CVAL	64510	0,836	12,806	20,704	283,645	4,1%	- 14,81%	800	910422	4,7%
ALTRE:												
1	AVIATOUR	AVI	86200	0,256	0,533	—	—	—	—	—	—	—
2	BROGGI IZAR	BIZ	74360	8,162	8,990	74,179	112,751	—	—	—	—	—
3	CALZATURIF VARESE	CV	80150	0,135	0,024	144,403	28,881	—	—	—	—	—
4	CIBIEMME PLAST SPA	CBP	68110	4,375	4,751	20,000	12,460	22,9%	- 57,03%	—	—	—
5	CON ACQ ROMA	CAR	88100	17,971	3,512	823,200	107,016	2,8%	- 23,98%	—	—	—

(segue)

Segue: TAVOLA a23

	CODICI		SCAMBI NEL 1991		DATI AL 31.12.1991		RAPPORTO DI TURN-OVER	PERFORMANCE	DIVIDENDO 1991	DATA STACCO	DIVID. YIELD
	ALFABET.	ABI	QUANTITÀ (milioni)	CONTR. VAL. (miliardi di lire)	NUM. AZIONI (milioni)	CAPITALIZZ. (miliardi di lire)					
6 FERROVIE NORD MI	FNM	60880	1,422	35,656	35,646	320,846	15,2%	89,80%	—	—	—
7 FINANCE	FIN	72280	0,028	1,861	1,000	52,000	3,0%	- 26,71%	500	910506	0,7%
8 FINANCE PRIV	FINP	72310	0,017	1,137	0,200	10,540	9,1%	- 27,41%	500	910506	0,7%
9 FRETTE	FRE	80660	0,046	0,351	5,000	42,750	0,9%	14,15%	300	910516	4,2%
10 IFIS PRIV	IFSP	60650	2,825	3,742	15,000	18,120	29,0%	6,15%	80	910510	6,2%
11 INVEUROP SPA	INV	60660	3,323	4,258	47,710	81,345	8,8%	69,39%	—	—	—
12 ITAL INCENDIO VITA	IIV	62500	0,008	1,482	0,873	122,569	1,0%	- 30,80%	1200	910708	0,6%
13 NAPOLETANA GAS	GN	60080	0,285	1,430	30,799	184,424	—	—	60	910517	1,6%
14 NED EDIF 1849	NED	68510	0,709	0,915	32,228	40,092	—	—	88	910603	5,5%
15 NED EDIF RISP 1849	NEDR	74980	0,056	0,104	2,228	3,995	—	—	108	910603	4,9%
16 S I F I R PRIV	SI	72710	0,066	0,133	2,073	4,146	—	—	120	910520	6,5%
17 TERME BOGNANCO	TB	88860	7,525	4,334	132,000	55,440	7,3%	- 29,88%	—	—	—
18 ZEROWATT	ZER	78280	0,032	0,223	9,000	54,450	0,4%	2,54%	70	91051	1,0%
TOTALE AZIONI			92,879	625,912		13930,772					
WARRANT:											
1 WARRANT BCA POP BS	WBPS	70690	0,494	0,618	7,405	5,627	—	—	—	—	—
TOTALE SCAMBI			93,373	626,540		13936,399					
DIRITTI:											
1 BCA AGR MANT AZKOB	BAGMAO	64698	0,345	0,137	—	—	—	—	—	—	—
2 NED EDIF 1849 SOTTOB	NEDSO	68518	3,201	0,075	—	—	—	—	—	—	—

MERCATO RISTRETTO DI TORINO

	CODICI		SCAMBI NEL 1991		DATI AL 31.12.1991		RAPPORTO DI TURN-OVER	PERFORMANCE	DIVIDENDO 1991	DATA STACCO	DIVID. YIELD
	ALFABET.	ABI	QUANTITÀ (milioni)	CONTR. VAL. (miliardi di lire)	NUM. AZIONI (milioni)	CAPITALIZZ. (miliardi di lire)					
ALTRE:											
1 BOFINA	BOF	60190	6,165	4,453	10,890	9,964	48,3%	17,31%	—	—	—
2 BORGESIA	BO	82150	0,011	0,064	2,202	11,891	—	—	—	—	—
3 BORGESIA RISP	BOR	82140	0,014	0,046	0,423	1,078	—	—	—	—	—
4 PARAMATTI	PM	68290	0,370	0,219	72,611	—	—	—	—	—	—

MERCATO RISTRETTO DI GENOVA

	CODICI		SCAMBI NEL 1991		DATI AL 31.12.1991		RAPPORTO DI TURN-OVER	PERFORMANCE	DIVIDENDO 1991	DATA STACCO	DIVID. YIELD
	ALFABET.	ABI	QUANTITÀ (milioni)	CONTR. VAL. (miliardi di lire)	NUM. AZIONI (milioni)	CAPITALIZZ. (miliardi di lire)					
ALTRE:											
1 BASE H PRIV	BH	422430	0,172	0,408	2,000	5,150	—	—	121	910709	—
2 CARBOTRADE PRIV	CARBP	62730	0,278	0,489	0,500	0,800	—	—	150	911120	—
3 CASTELLINO	CAST	70830	0,317	0,997	3,600	11,664	—	—	30	910702	—
4 SIRIO RISP PORT SPA	SIRP	66670	0,000	0,000	1,341	0,121	—	—	45	910520	—
5 SIRIO SPA	SIR	82990	0,036	0,006	44,901	11,225	—	—	12,5	910520	—

(segue)

Segue: TAVOLA a23

MERCATO RISTRETTO DI ROMA

	CODICI		SCAMBI NEL 1991		DATI AL 31.12.1991		RAPPORTO DI TURN-OVER	PERFORMANCE	DIVIDENDO 1991	DATA STACCO	DIVID. YIELD
	ALFABET.	ABI	QUANTITÀ (milioni)	CONTROVAL. (miliardi di lire)	NUM.AZIONI (milioni)	CAPITALIZZ. (miliardi di lire)					
SOCIETÀ BANCARIE:											
1 BCA POP SPOLETO	PS	64430	—	—	6,604	—	—	—	—	—	—
ALTRE:											
2 NOVARA I.C.Q.	NOV	72170	0,140	0,393	8,610	24,280	—	—	—	—	—
3 NOVARA I.C.Q. 1LG90	---	72172	0,093	0,261	—	—	—	—	—	—	—

MERCATO RISTRETTO DI NAPOLI

	CODICI		SCAMBI NEL 1991		DATI AL 31.12.1991		RAPPORTO DI TURN-OVER	PERFORMANCE	DIVIDENDO 1991	DATA STACCO	DIVID. YIELD
	ALFABET.	ABI	QUANTITÀ (milioni)	CONTROVAL. (miliardi di lire)	NUM.AZIONI (milioni)	CAPITALIZZ. (miliardi di lire)					
ALTRE:											
1 AUTOSTRADE MERID	—	---	0,076	0,378	—	—	—	—	—	—	—

Elaborazioni CONSOB su dati Listini Ufficiali dei Mercati Ristretti di Milano, Torino, Genova, Roma e Napoli, Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano, CED Borsa Milano.

TAVOLA a24

TITOLI NEGOZIATI NEI MERCATI RISTRETTI
 Scambi nel 1991

	MILANO		ROMA		TORINO		GENOVA		FIRENZE		NAPOLI		TOTALE
	NUMERO SEDUTE	CONTROV. (miliardi)	NUMERO SEDUTE	CONTROV. (miliardi)	NUMERO SEDUTE	CONTROV. (miliardi)	NUMERO SEDUTE	CONTROV. (miliardi)	NUMERO SEDUTE	CONTROV. (miliardi)	NUMERO SEDUTE	CONTROV. (miliardi)	CONTROV. (miliardi)
SOCIETÀ BANCARIE LIBE- RAMENTE TRASFERIBILI:													
BCA BRIANTEA	247	1,341	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1,341
BCA DEL FRIULI	247	5,844	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	5,844
BCA DI LEGNANO	247	25,243	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	25,243
BCA IND GALLARATESE	247	1,115	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1,115
BCA POP LECCO RAGGR	247	11,144	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	11,144
BCA PROV LOMB ILG90	68	0,464	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0,464
BCA PROV LOMBARDA	247	8,664	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	8,664
BCA PROVINCIA NAPOLI	247	9,604	—	—	—	—	—	—	—	—	247	0,031	9,635
BCO AMBROVENETO SUD	238	1,272	238	0	238	0	238	0	238	0	238	0	1,272
BCO PERUGIA	211	2,138	211	0	—	—	—	—	211	0	—	—	2,138
CR BERGAMASCO	247	25,415	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	25,415
CREDITWEST COM VES	247	1,211	247	0	—	—	—	—	—	—	—	—	1,211
SOCIETÀ BANCARIE SOG- GETTE ALLA CLAUSOLA DI GRADIMENTO:													
BCA AGRIC MANTOVANA	247	26,389	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	26,389
BCA POP BERG ILG90	77	2,713	77	0,138	—	—	77	0,138	—	—	—	—	2,989
BCA POP BERGAMO	247	35,300	247	0,447	—	—	247	0,428	—	—	—	—	36,176
BCA POP DI BRESCIA	247	36,608	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	36,608
BCA POP EMILIA	247	32,132	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	32,132
CR AGRARIO BRESCIANO	247	9,213	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	9,213
SOCIETÀ BANCARIE SOG- GETTE ALLA CLAUSOLA DI GRADIMENTO E NON TRASFERIBILI PER GIRA- TA:													
BCA CRED POP-SIRACUS	247	17,349	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	17,349
BCA POP COM IND	247	18,806	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	18,806
BCA POP CREMA	247	10,238	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	10,238
BCA POP INTRA	247	10,302	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	10,302
BCA POP LODI	247	37,924	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	37,924
BCA POP LUINO VARESE	247	27,648	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	27,648
BCA POP MILANO	247	69,975	247	0	247	0	—	—	—	—	—	—	69,975
BCA POP NOVARA	247	90,461	247	0	247	0	247	0	247	0	247	0	90,461
BCA POP SONDRIO	9	5,572	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	5,572
BCA POP SPOLETO	—	—	0	0	—	—	—	—	—	—	—	—	0,000
BCA POPOLARE CREMONA	247	15,595	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	15,595
CREDITO VALTELLINESE	247	12,806	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12,806

(segue)

Segue: TAVOLA a24

	MILANO		ROMA		TORINO		GENOVA		FIRENZE		NAPOLI		TOTALE
	NUMERO SEDUTE	CONTROV. (miliardi)	NUMERO SEDUTE	CONTROV. (miliardi)	NUMERO SEDUTE	CONTROV. (miliardi)	NUMERO SEDUTE	CONTROV. (miliardi)	NUMERO SEDUTE	CONTROV. (miliardi)	NUMERO SEDUTE	CONTROV. (miliardi)	CONTROV. (miliardi)
ALTRE:													
AUTOSTRAD E MERID	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	247	0,378	0,378
AVIATOUR	211	0,533	210	0	—	—	—	—	—	—	—	—	0,533
BASE H PRIV	—	—	—	—	—	—	247	0,408	—	—	—	—	0,408
BOFINA	—	—	—	—	247	4,453	—	—	—	—	—	—	4,453
BORGOSIESIA	—	—	—	—	118	0,064	—	—	—	—	—	—	0,064
BORGOSIESIA RISP.	—	—	—	—	118	0,046	—	—	—	—	—	—	0,046
BROGGI IZAR	247	8,990	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	8,990
CALZATURIF VARESE	4	0,024	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0,024
CARBOTRADE PRIV	—	—	—	—	—	—	247	0,489	—	—	—	—	0,489
CASTELLINO	—	—	—	—	—	—	198	0,997	—	—	—	—	0,997
CIBIEMME PLAST SPA	247	4,751	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	4,751
CON ACQ ROMA	247	3,512	247	0,020	247	0	247	0	—	—	—	—	3,532
FERROVIE NORD MI	247	35,656	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	35,656
FINANCE	247	1,861	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1,861
FINANCE PRIV	247	1,137	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1,137
FRETTE	247	0,351	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0,351
IFIS	—	—	—	—	—	—	247	0,225	—	—	—	—	0,225
IFIS PRIV	247	3,742	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	3,742
INVEUROP SPA	247	4,258	—	—	247	0,002	—	—	—	—	—	—	4,260
ITAL INCENDIO VITA	247	1,482	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1,482
NAPOLETANA GAS	116	1,430	—	—	—	—	—	—	—	116	0,128	1,558	
NED EDIF 1849	116	0,915	—	—	116	0,057	—	—	247	1,603	—	—	2,575
NED EDIF RISP 1849	116	0,104	—	—	116	0,032	—	—	247	0,545	—	—	0,681
NOVARA I.C.Q.	—	—	247	0,393	—	—	—	—	—	—	—	—	0,393
NOVARA I.C.Q. ILG90	—	—	49	0,261	—	—	—	—	—	—	—	—	0,261
PARAMATTI	—	—	—	—	182	0,219	—	—	—	—	—	—	0,219
S I F I R PRIV	126	0,133	126	0,007	—	—	—	—	—	—	—	—	0,140
SIRIO RISP PORT SPA	—	—	—	—	—	—	233	0	233	0	—	—	0,000
SIRIO SPA	—	—	—	—	—	—	233	0,006	233	0	—	—	0,006
TERME BOGNANCO	247	4,334	251	0	—	—	—	—	—	—	—	—	4,334
ZEROWATT	247	0,223	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0,223

Elaborazioni CONSOB su dati Listini Ufficiali dei Mercati Ristretti di Milano, Roma, Torino, Genova, Firenze, Napoli, CED Borsa Milano.

TAVOLA a25

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE
(Abilitazione al 31 dicembre 1991)

	DATA DELIBERA	NUMERO DELIBERA	ATTIVITÀ						FIDUC
			A	B	C	D	E	F	
3 A INVESTIMENTI SIM SPA	17.12.91	5814					x		
AKROS SIM	03.12.91	5581	x		x	x	x		
ALBERTINI & C. SIM SPA	03.12.91	5582	x	x	x	x	x		
ALETTI & C SIM	03.12.91	5583	x	x	x	x	x		x
ALOISIO FOGLIA VENTURA & C. SPA	03.12.91	5584	x	x	x	x	x		x
AMBRO ITALIA SIM SPA	27.12.91	5847							x
AREACONSULT SIM SPA	03.12.91	5585				x			x
ASSIAFIN SPA	11.12.91	5723						x	
ATLAS MANAGEMENT ITALIA SIM SPA	11.12.91	5748	x						
AUGES SIM SPA	03.12.91	5586							x
AXOS SIM SPA	11.12.91	5724				x			x
AZIMUT CONSULENZA PER INVEST. SPA	11.12.91	5725				x			x
AZIMUT ROMA SPA	11.12.91	5726							x
AZIMUT TOSCANA SPA	10.12.91	5699							x
A.B.P. SIM	03.12.91	5580	x	x	x	x	x		x
A.C. GIRARDI & C. SIM SPA	27.12.91	5846	x	x	x	x	x		x
A.D.B. ANALISI DATI BORSA	17.12.91	5764						x	
A.S.I.M.IT. AZIONARIA SIM ITAL.	17.12.91	5765	x			x		x	
BAI SIM SPA	27.12.91	5848	x	x		x	x		
BANCO NAPOLI FUMAGALLI SOLDAN	03.12.91	5587	x	x	x	x	x		x
BARSIM BARCLAYS INTERMEDIAZIONI	17.12.91	5766	x			x			
BERTI S.I.M.	10.12.91	5700	x		x	x	x		
BN FINRETE	17.12.91	5767							x
BORGARELLO SIM SPA	03.12.91	5588			x	x			x
BORSACONSULT SIM SPA	03.12.91	5589	x	x	x	x	x		
BSI UNDERWRITER	17.12.91	5768	x	x		x			
CABOTO PARTNERS SIM SPA	10.12.91	5701		x	x	x	x		
CABOTO SIM	03.12.91	5590	x	x	x	x	x		
CAMPISI & C. SIM SPA	03.12.91	5591	x		x	x	x		
CAPITALFIN SIM SPA	27.12.91	5849				x	x		x
CENTROSIM SPA	03.12.91	5592	x	x	x	x	x		x
COEN CAMPOS VENUTI & C. SIM SPA	11.12.91	5727	x	x	x	x	x		x
COFIB COMP.ITAL. DI FIN. E BORSA	17.12.91	5769			x	x	x		x
COFIGEST SIM SPA	11.12.91	5728	x	x	x	x	x		x
COFIGEST INTERMEDIAZIONE SIM SPA	03.12.91	5593	x			x			
COFIN SIM SPA	17.12.91	5770	x			x			
COFIRI SERVIZI FINANZIARI SIM SPA	04.12.91	5653	x	x	x	x	x		
COGEMO SIM SPA	11.12.91	5729			x		x		
COGETI SIM SPA	27.12.91	5850	x		x				
COLOMBA INVEST SIM SPA	17.12.91	5771	x	x	x	x	x		x
COMEURO SIM SPA	03.12.91	5594	x	x		x			
COMPAGNIA PRIVATA DI SERV. FIN.	11.12.91	5730	x	x	x				
CONCORDIA SIM SPA	11.12.91	5731	x	x		x			
CONFIDA SERVIZI FINANZIARI SPA	04.12.91	5654				x			x
CONSULT SIM SPA	27.12.91	5851				x	x		x
CONSULTINVEST INVESTIMENTI SPA	04.12.91	5655							x
CREDIT CONSULT SPA	11.12.91	5732				x			x
CREDIT SUISSE FIRST BOSTON ITALIA	27.12.91	5852	x	x	x	x	x		
CS ELVISIM SIM SPA	27.12.91	5854							x
CUSANO SIM SPA	17.12.91	5772	x	x		x			
C.B.I. CAPITAL MARKET COMP.BANCH	04.12.91	5652	x	x	x	x	x		
C.I.MO. INTERMEDIAZIONI SIM SPA	10.12.91	5702	x			x			x

(segue)

Segue: TAVOLA a25

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE
(Abilitazione al 31 dicembre 1991)

	DATA DELIBERA	NUMERO DELIBERA	ATTIVITÀ						FIDUC
			A	B	C	D	E	F	
DAIWA EUROPE (ITALIA) SIM SPA	27.12.91	5854	x	x		x	x		
DELTA GESTIONI SPA	17.12.91	5773			x		x		
DELTA SOCIETÀ DI INTERM. MOB. SPA	17.12.91	5774							
DIFFUSIONE FINANZIARIA SPA	03.12.91	5595							x
DISTRIBUZIONE VALORI DIVAL SIM SPA	11.12.91	5733							x
EMILIANO-ROMAGNOLA S.I.M SPA	17.12.91	5775		x		x			x
EPTASIM SPA	04.12.91	5656	x	x	x	x	x		
ERNESTO PREATONI & ASSOCIATI	17.12.91	5776		x				x	
ERREGI FINANZIARIA	17.12.91	5777	x	x	x	x	x		
EURAMERICA SIM SPA	17.12.91	5778	x	x					
EURCO SIM SPA (1)	18.12.91	5831				x	x		x
EUROCASSE SIM SPA	17.12.91	5779	x	x	x	x	x		x
EUROCONSULT SPA	03.12.91	5596							x
EUROFUTURA HOLDING SPA	11.12.91	5734		x		x			x
EUROMOBILIARE INVESTIMENTI	18.12.91	5832				x			x
EUROMOBILIARE SIM	03.12.91	5597	x	x	x	x	x		
EUROTITOLI DISTRIBUZIONE SIM SPA	27.12.91	5855							x
EVERY CARD SIM SPA	27.12.91	5856					x		x
FEDITINVEST	17.12.91	5780				x	x		x
FERBORSA SIM SPA	11.12.91	5735				x			x
FIDA SERVIZI FINANZIARI SIM SPA	03.12.91	5598				x	x		x
FIDAGEST DISTRIBUZIONE SPA	27.12.91	5857							x
FIDEA SIM SPA	17.12.91	5781	x			x	x		
FIDEURAM SIM SPA	10.12.91	5703							x
FIDRAS DISTRIBUZIONE SPA	10.12.91	5704							x
FINANZA E COMUNICAZIONE	17.12.91	5782			x				x
FINANZA E FUTURO CONSULENZA SPA	11.12.91	5736				x			x
FINANZA EUROPA SIM SPA	10.12.91	5705				x			x
FINANZIARIA SAN ZENO	17.12.91	5784							x
FIN-ECO COMMISSIONARIA SIM SPA	03.12.91	5599	x	x	x	x	x		x
FINREME SIM SPA	17.12.91	5785	x	x		x			x
FINSTUDIO SIM SPA	04.12.91	5658			x	x			x
FINTAURO SIM	27.12.91	5858	x	x	x	x	x		
FINTRADING SIM SPA	17.12.91	5786		x		x	x		x
FIN. MOBILIARI SIM SPA	04.12.91	5657				x	x		
FORINVEST SIM SPA	17.12.91	5787				x	x		x
GALLA PLACIDIA SIM	11.12.91	5737	x		x	x	x		x
GAMBA AZZONI & CO. SIM SPA	03.12.91	5600	x	x	x	x	x		
GEMINA CREDIT LYONNAIS	17.12.91	5788	x	x	x	x	x		x
GENERCOMIT DISTRIBUZIONE SPA	27.12.91	5859							x
GESTIONI PATRIMONIALI SIM SPA	17.12.91	5789			x				
GESTNORD CONSULT SIM SPA	04.12.91	5659				x			x
GESTNORD RICERCA SIM SPA	11.12.91	5738					x		
GIUBERGIA/WARBURG SIM SPA	03.12.91	5601	x	x		x			
G.F.L. STUDI FINANZIARI SIM SPA	10.12.91	5706				x			x
G.I. PROFIDI SIM SPA	04.12.91	5660							x
INA SIM SPA	04.12.91	5661	x	x	x	x	x		
INTERCASSA SIM SPA	17.12.91	5791	x	x	x	x	x		x
INTERMOBILIARE NEGOZIAZIONE SPA	03.12.91	5602	x			x			
INTERSIM SPA	03.12.91	5603	x		x	x			
ITALSIM SPA	11.12.91	5739	x	x		x	x		x
I.B.F. INVESTIMENT BROKER FINANZ. SPA	17.12.91	5790		x		x	x		

(1) Revocata in data 18 febbraio 1992 con delibera n. 5991.

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE
(Abilitazione al 31 dicembre 1991)

Segue: TAVOLA a25

	DATA DELIBERA	NUMERO DELIBERA	ATTIVITÀ						FIDUC
			A	B	C	D	E	F	
LA COMPAGNIA FINANZIARIA SIM SPA	17.12.91	5792				x			
L'ABEILLE DISTRIBUZIONE SIM SPA	27.12.91	5860				x			
LEHMAN BROTHERS SIM SPA	17.12.91	5793	x	x					x
LIGURE PIEMONTESE SIM SPA	17.12.91	5794		x	x	x	x		
LIRANOVA SIM SPA	10.12.91	5707		x	x	x	x		
LOMBARDO MOLVAN & C. SPA	04.12.91	5662	x		x	x	x		x
LOMBARDOVENETO DISTRIBUZIONE SIM SPA	27.12.91	5861				x			
L.B.C. INVESTMENT SERVICES SPA	11.12.91	5740				x			x
L.B.C. SECURITIES SPA	03.12.91	5604	x	x	x	x			x
L.M. LANDI & C. SIM SPA	11.12.91	5741					x		
MACROFIT SIM SPA	17.12.91	5795		x	x	x	x		
MARTIN-BIERBAUM (ITALIA) SIM SPA	27.12.91	5862	x				x		
MEDA SIM BIPIEMME	03.12.91	5605	x	x	x	x	x		
MEDIFIN SIM SPA	17.12.91	5796		x	x	x	x		
MEDIOGEST TORINO SIM SPA	27.12.91	5863	x			x			
MEDIOLANUM BORSA SIM SPA	11.12.91	5742	x			x			
MEDIOLANUM CONSULENZA SIM SPA	11.12.91	5743			x				
MERCATI FINANZIARI SIM SPA	03.12.91	5606	x	x		x	x		
MERIDIANA SIM SPA	03.12.91	5607	x	x	x	x	x		x
MILLA SOMMARIVA SIM SPA	10.12.91	5708	x	x	x	x	x		
MONTE PASCHI FINANZA SIM SPA	10.12.91	5709	x	x		x			x
MONTE PASCHI MERCATO SPA	03.12.91	5608	x	x		x			
NAGRASIM SIM SPA	17.12.91	5797	x	x	x	x			
NIKKO ITALIA SIM SPA	04.12.91	5663	x	x		x	x		
NOMURA ITALIA	18.12.91	5833	x	x	x	x			
PARIN PROPOSTE DI INVESTIMENTO	17.12.91	5798				x	x		x
PASFIN SECURITIES	17.12.91	5799	x			x			
PASTORINO & PARTNERS SIM SPA	04.12.91	5664	x	x	x	x	x		x
PATRIMONIUM SIM SPA	11.12.91	5744	x	x	x	x	x		x
PHENIXFUND SIM SPA	27.12.91	5864					x		x
PRIME CONSULT SIM SPA	17.12.91	5800				x			x
PRIME INVESTMENT MANAGEMENT SPA	10.12.91	5710		x	x	x	x		x
PROFESSIONE E FINANZA SPA	03.12.91	5609	x	x	x	x	x		x
PROFILO SIM SPA	04.12.91	5665	x	x		x			
PROGFIN SIM SPA	04.12.91	5666							x
PROGETTO INVESTIMENTI SIM SPA	17.12.91	5801	x	x	x	x	x		
PROGRAMMA ITALIA INVESTIMENTI SIM SPA	04.12.91	5667							x
PROMOS SIM SPA	17.12.91	5802				x	x		x
RASFIN SIM SPA	27.12.91	5865				x			
REALI E ASSOCIATI SIM	10.12.91	5711	x	x		x			
RE-MAR SIM SPA	03.12.91	5610	x	x	x	x			
ROLOSIM SPA	17.12.91	5803			x		x		
ROMA SIM SPA	03.12.91	5611	x	x		x	x		
SADE INTERMEDIAZIONE SIM SPA	10.12.91	5712	x	x	x	x			x
SAN GIORGIO DISTRIBUZIONE SIM SPA	11.12.91	5745	x	x		x			
SAN GIOVANNI SIM SPA	18.12.91	5834				x			
SANPAOLO INVEST SIM SPA	03.12.91	5612	x		x	x			x
SAVE SIM SPA	17.12.91	5804							x
SERFIN SIM SPA	27.12.91	5866		x		x	x		x
SERVIZI FINANZIARI MILANO SIM SPA	10.12.91	5713							x
SESTERTIUS SIM SPA	11.12.91	5746							x
	17.12.91	5805	x						

(segue)

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE
(Abilitazione al 31 dicembre 1991)

	DATA DELIBERA	NUMERO DELIBERA	ATTIVITÀ						FIDUC
			A	B	C	D	E	F	
SHEARSON LEHMAN B. SPA	27.12.91	5868				x			
SIBA SIM SPA	17.12.91	5806	x	x	x	x	x	x	
SIGE CAPITAL MARKETS SPA	10.12.91	5714	x				x		
SIGE CONSULENZA SIM SPA	11.12.91	5747					x		
SIGE SIM SPA	03.12.91	5613	x	x		x	x		
SIM COMIT SPA	03.12.91	5615	x			x			
SIMCASSE SIM SPA	03.12.91	5614	x	x	x	x	x	x	
SIMCREDIT SIM SPA	03.12.91	5616	x	x	x	x	x	x	
SIMGEST SIM SPA	17.12.91	5809	x		x	x	x		
SIMOFIN SIM SPA	17.12.91	5810		x	x	x	x	x	
SINTHESYS SIM SPA	18.12.91	5835						x	
SOCIETÀ FINANZIARIA AMM. S.F.A. SIM SPA	27.12.91	5867	x	x		x	x	x	
SOCIETÀ INTERB. INVESTIMENTI SPA	04.12.91	5668						x	
SOCIETÀ INVESTIMENTI FINANZIARI	17.12.91	5811	x			x	x		
SOFINDUE SIM - FIN.DELL'UN.EUROPEA	17.12.91	5783	x	x	x	x	x	x	
SOLIDARIETÀ E FINANZA SIM SPA	11.12.91	5749						x	
SOLOFIN SIM SPA	10.12.91	5715	x	x	x	x	x	x	
SOVARDINO DISTRIBUZIONI SIM SPA	03.12.91	5617				x		x	
SOVARDINO INVESTIMENTI FINANZIARI SPA	03.12.91	5618	x	x	x	x	x		
SO.GE.DI. SOC. GEN. INVEST. SPA	17.12.91	5812	x			x			
SPRIND GESTIONE SIM	17.12.91	5813			x	x	x		
SQUADRILLI SIM SPA	03.12.91	5619	x	x	x	x	x	x	
STUDI E INVESTIMENTI MOBILIARI SPA	11.12.91	5750					x		
STUDIO S.I.M SPA	03.12.91	5620	x						
SVILUPPO INVESTIMENTI SIM SPA	10.12.91	5716		x		x		x	
SVILUPPO MOBILIARE SIM SPA	03.12.91	5621	x	x		x			
S.I.F.I SIM SPA	17.12.91	5807		x					
S.I.M. & F.E.D.	17.12.91	5808				x	x	x	
TECNOLOGIE FINANZ. AVANZATE SIM SPA	04.12.91	5669				x	x	x	
TRADING SIM SPA	11.12.91	5751	x	x	x	x		x	
UNINTESA SIM SPA	17.12.91	5815						x	
UNIPROF SIM SPA	03.12.91	5622	x	x	x	x	x	x	
YAMAICHI ITALIA SPA	11.12.91	5752	x	x	x	x	x		
ZARATTINI SIM SPA	04.12.91	5670	x		x	x	x		
ZETASIM SPA	18.12.91	5836						x	
ZEUS SIM SPA	17.12.91	5816					x		
SOCIETÀ FIDUCIARIE									
AMBROFID GESTIONI FIDUCIARIE	27.12.91	5869							x
AREA TRADING	03.12.91	5623							x
COFINA COPM. FINANZ. INVEST. SPA	03.12.91	5624							x
COMINVEST GESTIONI - COMIGEST FIDUC.	27.12.91	5870							x
COMPAGE COMP.AMM.NI GESTIONI	03.12.91	5625							x
CONFIDA FIDUCIARIA	04.12.91	5671							x
CONSULTINVEST GEST. PATR.	04.12.91	5672							x
CS ELVIGEST FIDUCIARIA	27.12.91	5871							x
EOSFID FIDUCIARIA	10.12.91	5753							x
EURAMERICA FIDUCIARIA E DI REV.	03.12.91	5626							x
EUROFUTURA FID.	04.12.91	5673							x

(segue)

Segue: TAVOLA a25

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE
 (Abitolazione al 31 dicembre 1991)

	DATA DELIBERA	NUMERO DELIBERA	ATTIVITÀ						FIDUC
			A	B	C	D	E	F	
EUROINVEST FIDUCIARIA SPA	17.12.91	5817							x
FEI FIDUCIARIA	27.12.91	5872							x
FIDAR SPA	27.12.91	5873							x
FIDEUR FID. EUROPA	10.12.91	5754							x
FIDIMO FIDUCIARIA SPA	10.12.91	5717							x
FIDUCIARIA BANKNORD	04.12.91	5674							x
FIDUCIARIA CENTRUM	10.12.91	5755							x
FIDUCIARIA DUOMO	10.12.91	5718							x
FIDUCIARIA GRUPPO 2000	27.12.91	5874							x
FIDUCIARIA INVESTIM. FINANZIARI	04.12.91	5675							x
FIDUCIARIA LOMBARDA	03.12.91	5627							x
FIDUCIARIA OREFICI	17.12.91	5818							x
FIDUCIARIA SAN GIORGIO	27.12.91	5875							x
FIDUCIARIA SHEARSON LEHMANB BROTH	10.12.91	5719							x
FIDUCIARIA VONWILLER	18.12.91	5837							x
FIGEROMA FIDUC. E DI GEST. ROMA	04.12.91	5676							x
FINANZA E FUTURO FIDUCIARIA	03.12.91	5628							x
FINCREA	04.12.91	5677							x
FININVEST FIDUCIARIA	04.12.91	5678							x
FORTUNE FIDUCIARIA	17.12.91	5819							x
FRT FIDUCIARIA RISPARM. TORINO	04.12.91	5679							x
GALLA PLACIDIA FIDUCIARIA	10.12.91	5720							x
GESFID SOCIETÀ FIDUCIARIA	18.12.91	5838							x
GREIF FIDUCIARIA SPA	10.12.91	5721							x
IFIGEST FIDUCIARIA	04.12.91	5680							x
IFIR SPA	03.12.91	5820							x
INTERFIDAM	03.12.91	5629							x
INTERGEST	03.12.91	5630							x
ITALFIDER SPA	27.12.91	5876							x
LA COMPAGNIA FINANZIARIA SERVIZI FID.	17.12.91	5821							x
LA COMPAGNIE FIDUCIARIE	17.12.91	5822							x
LOMBARDOVENETO SOC. FID. DI REVIS.	27.12.91	5878							x
MARGEST FIDUCIARIA	04.12.91	5681							x
MEDIOGEST FIDUCIARIA	27.12.91	5879							x
MOBILINVEST SOC. FID. E DI REVISIONE	17.12.91	5823							x
NAZIONALE FIDUCIARIA	27.12.91	5880							x
PASFID GESTIONI	17.12.91	5824							x
PROMOFINAN FIDUCIARIA	18.12.91	5839							x
RE.FI.MI SOCIETÀ FIDUCIARIA E DI REV.	17.12.91	5825							x
SANPAOLOGEST FIDUCIARIA	04.12.91	5683							x
SERVIZI FIDUCIARI MILANESI SPA	03.12.91	5631							x
SESAMO SERVIZI FIDUC. D'IMPRESA	17.12.91	5826							x
SFIRMI SOC. FID. E DI REV.	04.12.91	5684							x
SIFRU SOCIETÀ FIDUCIARIA	10.12.91	5722							x
SIGE FIDUCIARIA	03.12.91	5632							x
SOCIETÀ FID. E DI REV. ITALIA FIDUCIARIA	27.12.91	5877							x
SOFIDUCIARIA	04.12.91	5685							x
STG - ATEINA FID.	04.12.91	5686							x
SVILUPPO FIDUCIARIA	10.12.91	5756							x
S.A.F. SOCIETÀ AZIONARIA FIDUC.	04.12.91	5682							x
UNIFID FIDUCIARIA	04.12.91	5687							x
ZETAGEST SPA	18.12.91	5840							x

(segue)

Segue: TAVOLA a25

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE
(Abitazione dal 1° gennaio al 31 marzo 1992)

	DATA DELIBERA	NUMERO DELIBERA	ATTIVITÀ						FIDUC
			A	B	C	D	E	F	
AGOS SIM SPA	3.01.92	5898				x			x
BANCA NAZIONALE COMUNICAZIONI SIM SPA	14.01.92	5921	x	x	x	x	x	x	x
BENASSI S.I.M. SPA	14.01.92	5922				x	x		
CBC SIM SPA	18.02.92	5994	x						
COFEP ITALIA SIM SPA	28.01.92	5955	x						
COMPAGNIA ITALO-OLANDESE DI INV.	03.01.92	5899					x		
EUROBROKERS SIM SPA	28.01.92	5956	x						
EUROFINES SIM SPA	28.01.92	5957	x	x		x	x		x
FINBROKERS SIM SPA	19.03.92	6059	x	x	x	x	x		x
FIORA SIM SPA	25.02.92	6009				x	x		x
GIAMMEI SIM SPA	03.03.92	6028		x		x	x		
GOLDMAN SACHS	08.01.92	5914	x	x	x	x	x		x
INA SERVIZI FINANZIARI SIM SPA	12.02.92	5973				x			x
INDOSUEZ MONEY MARKETS	04.02.92	5967	x	x		x	x		
INTERFIN CAPITAL MARKETS SIM SPA	19.03.92	6060	x			x	x		
INTERMONEY FINANCIAL PRODUCTS	08.01.92	5915				x	x		
INVSTIMENTI EUROPEI SIM SPA	24.03.92	6071				x			x
LAIF	03.01.92	5900				x			x
MARKET RISK MANAGEMENT SIM SPA	28.01.92	5958					x		
MERRILL LYNCH SIM SPA	19.03.92	6058				x	x		x
OPPENHEMEIR (ITALY) SIM SPA	11.03.92	6043					x		
PROGREDIA	03.01.92	5901				x			x
REFCO SIM SPA	12.02.92	5974				x	x		
SAIFOND	03.01.92	5902							x
SALOMON BROTHER	03.01.92	5903	x	x		x	x		
SIRE SIM SPA	19.03.92	6061	x		x	x			x
UNIONE GESTIONI SIM SPA	04.02.92	5963				x	x		x
WESTLB EUROPA	03.01.92	5904	x			x			
WORMS SIM SPA	12.02.92	5975	x	x		x			
SOCIETÀ FIDUCIARIE									
AGOS GESTIONI PATRIMONIALI	03.01.92	5905							x
AKROS GESTIONI FIDUCIARIE SPA	03.01.92	5906							x
DB FIDUCIARIA	04.02.92	5964							x
FIDERITALIA SPA	18.02.92	5995							x
FIDUCIARIA INDOSUEZ	03.01.92	5907							x
FIDUCIARIA SELLA SPA	12.02.92	5976							x

A - Negoziazione sia per conto proprio che per conto terzi di valori mobiliari.

B - Collocamento e distribuzione di valori mobiliari 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 vendita di valori mobiliari.

E - Consulenza in materia di valori mobiliari.

F - Sollecitazione al pubblico risparmio.

FIDUC. - Gestione di patrimoni mediante operazioni aventi per oggetto valori mobiliari, in nome proprio e per conto terzi.

TAVOLA a26

FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO ITALIANI
EVOLUZIONI DI NUMERO E PATRIMONIO NETTO
 (dati di fine periodo)

	NUMERO FONDI				PATRIMONIO NETTO (miliardi di lire)			
	Obbligazionari	Bilanciati	Azionari	Totale	Obbligazionari	Bilanciati	Azionari	Totale
1984	4	3	3	10	698	223	235	1156
1985	19	17	5	41	6873	7323	5586	19782
1986	26	29	5	60	18000	28215	18862	65077
1987	31	33	8	72	22701	21264	15484	59449
1988	48	47	115	115	18585	17790	15188	51563
1989	60	54	35	149	16161	16391	16616	49168
1990	74	55	54	183	19757	13157	14468	47382
1991	78	60	83	221	31042	11659	13500	56201
1991								
GENNAIO	76	55	55	186	20099	12681	13934	46714
FEBBRAIO	77	55	57	189	20569	13486	15319	49374
MARZO	77	56	61	194	21298	13718	15840	50856
APRILE	77	57	65	199	22238	13643	15834	51715
MAGGIO	77	57	68	202	23605	13795	15969	53369
GIUGNO	79	59	72	210	24792	13422	15738	53952
LUGLIO	79	59	76	214	25791	13200	15531	54522
AGOSTO	79	59	76	214	26888	13065	15321	55274
SETTEMBRE	79	59	79	217	27718	12726	14888	55332
OTTOBRE	79	59	79	217	29143	12271	14242	55656
NOVEMBRE	78	60	83	221	30220	11907	13711	55838
DICEMBRE	78	60	83	221	31042	11659	13500	56201

Fonte: Studi Finanziari.

FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO ITALIANI
EVOLUZIONE DELLE SOTTOSCRIZIONI
(Dati in miliardi di lire correnti)

	RACCOLTA LORDA				RISCATTI				RACCOLTA NETTA			
	OBBLIG.	BILANC.	AZION.	TOTALE	OBBLIG.	BILANC.	AZION.	TOTALE	OBBLIG.	BILANC.	AZION.	TOTALE
1984	656	208	219	1083	3	—	—	3	653	208	219	1080
1985	6022	6245	4444	16711	426	165	144	735	5596	6080	4300	15976
1986	11941	21295	13094	46330	2024	3926	2834	8784	9917	17369	10260	37546
1987	10253	3395	3924	17572	5466	7462	4611	17539	4787	- 4067	- 687	33
1988	3030	1212	1987	6229	7608	7149	4428	19185	- 4578	- 5397	- 2441	-12956
1989	3592	1869	4484	9945	6500	5249	4852	16601	- 2908	- 3380	- 368	- 6656
1990	8674	1611	4844	15129	5848	3665	4767	14280	2826	- 2054	77	849
1991	17134	1126	3500	21760	7492	3473	5484	16449	9642	- 2347	- 1984	5311
1991												
GENNAIO	1047	80	212	1339	619	325	417	1361	428	- 245	- 205	22
FEBBRAIO	1164	106	345	1615	610	180	222	1012	554	- 74	123	603
MARZO	1318	138	393	1849	654	202	273	1129	664	- 64	120	720
APRILE	1216	128	323	1667	536	253	406	1195	680	- 125	83	472
MAGGIO	1633	97	319	2049	609	343	590	1542	1024	- 246	- 271	507
GIUGNO	1746	105	353	2204	589	334	467	1390	1157	- 229	- 114	814
LUGLIO	1751	99	383	2233	665	305	561	1531	1086	- 206	- 178	702
AGOSTO	1236	74	261	1571	406	179	373	958	830	- 105	- 112	613
SETTEMBRE	1146	59	223	1428	576	301	527	1404	570	- 242	- 304	24
OTTOBRE	1777	84	269	2130	703	404	734	1841	1074	- 320	- 465	289
NOVEMBRE	1751	89	238	2078	729	375	568	1672	1022	- 286	- 330	406
DICEMBRE	1349	67	181	1597	796	272	346	1414	553	- 205	- 165	183

Fonte: Assogestioni.

TAVOLA a28

FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO ITALIANI
ACQUISTI NETTI DI AZIONI ITALIANE E TITOLI DI STATO
 (Flussi in miliardi di lire correnti)

	AZIONI ITALIANE				TITOLI DI STATO			
	OBBLIG.	BILANC.	AZION.	TOTALE	OBBLIG.	BILANC.	AZION.	TOTALE
1985	130	1510	1740	3380	4447	3573	2439	10459
1986	259	4305	3812	8376	8583	10427	5544	24544
1987	502	806	900	2208	2589	- 4505	- 1660	- 3576
1988	- 135	- 775	- 1232	- 2142	- 3660	- 3670	- 1353	- 8683
1989	- 27	- 1331	127	- 1231	- 1266	- 1183	- 1162	- 3611
1990	- 477	- 379	682	- 174	3870	69	241	4180
1991	- 79	- 716	- 1539	- 2334	8555	- 906	- 582	7067
1991								
GENNAIO	- 60	- 116	- 1110	- 1286	37	- 154	- 336	- 453
FEBBRAIO	- 29	- 296	- 523	- 848	758	142	235	1135
MARZO	- 4	- 99	- 344	- 447	1106	272	704	2082
APRILE	- 7	- 10	- 169	- 186	793	4	231	1028
MAGGIO	21	- 80	- 66	- 125	1127	- 77	- 206	844
GIUGNO	23	1	- 24	0	664	- 283	46	427
LUGLIO	2	- 21	5	- 14	384	- 284	- 357	- 257
AGOSTO	- 10	- 45	- 46	- 101	869	60	30	959
SETTEMBRE	8	54	- 68	- 6	677	- 164	- 259	254
OTTOBRE	9	- 68	- 69	- 128	930	- 148	- 479	- 303
NOVEMBRE	- 6	- 28	- 115	- 149	790	- 171	- 113	506
DICEMBRE	- 26	- 8	- 10	- 44	420	- 103	- 78	239

Fonte: Studi Finanziari.

TAVOLA a25

**INVESTITORI ISTITUZIONALI - PORTAFOGLIO AZIONI ITALIANE
CONSISTENZE A FINE ANNO IN MILIARDI DI LIRE**

	FONDI COMUNI			GESTIONI			ASSICUR.	TOTALE
	ITALIANI	LUSSEMB.	TOTALE	FIDUCIARIE	BANCARIE	TOTALE	(ramo vita)	
1984	176	1685	1861				832	2693
1985	5095	3756	8851	711	2475	3186	987	13024
1986	17887	5767	23654	1008	5709	6717	1333	31704
1987	13561	3922	17483	754	3701	4455	1698	23636
1988	13958	3368	17326	1231	3336	4567	1903	23796
1989	14879	3479	18358	1175	4074	5249	2658	26265
1990	10748	2159	12907	837	3012	3849	2457	19213
1991 (1)	8273	1703	9976	728	2681	3409	2935	16320

VALORI IN PERCENTUALE DELLA CAPITALIZZAZIONE DI BORSA

	FONDI COMUNI			GESTIONI			ASSICUR.	TOTALE
	ITALIANI	LUSSEMB.	TOTALE	FIDUCIARIE	BANCARIE	TOTALE	(ramo vita)	
1984	0,4%	3,4%	3,7%				1,7%	5,4%
1985	5,2%	3,8%	9,0%	0,7%	2,5%	3,2%	1,0%	13,3%
1986	9,4%	3,0%	12,4%	0,5%	3,0%	3,5%	0,7%	16,6%
1987	9,6%	2,8%	12,4%	0,5%	2,6%	3,2%	1,2%	16,8%
1988	7,9%	1,9%	9,8%	0,7%	1,9%	2,6%	1,1%	13,5%
1989	6,9%	1,6%	8,5%	0,5%	1,9%	2,4%	1,2%	12,2%
1990	6,4%	1,3%	7,7%	0,5%	1,8%	2,3%	1,5%	11,4%
1991 (1)	4,6%	1,0%	5,6%	0,4%	1,5%	1,9%	1,6%	9,2%

(1) I dati del 1991 relativi a gestioni ed assicurazioni sono stime.

Elaborazioni CONSOB su dati Banca d'Italia, CONSOB e Studi Finanziari.

TAVOLA a30

PORTAFOGLIO TITOLI DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI
 (Consistenze di fine anno in miliardi di lire correnti)

	ANNO	FONDI COMUNI			GESTIONI			ASSICUR.	TOTALE
		ITALIANI	LUSSEMB.	TOTALE	FIDUCIARIE	BANCARIE	TOTALE	(ramo vita)	
AZIONI ITALIANE	1985	5095	3756	8851	711	2475	3186	987	13024
	1986	17887	5767	23654	1008	5709	6717	1333	31704
	1987	13561	3922	17483	754	3701	4455	1698	23636
	1988	13958	3368	17326	1231	3336	4567	1903	23796
	1989	14879	3479	18358	1175	4074	5249	2658	26265
	1990	10748	2159	12907	837	3012	3849	2457	19213
	(1) 1991	8273	1703	9976	728	2681	3409	2935	16320
ALTRI TITOLI ITALIANI	1985	13146	2447	15593	.....	.....	.....	6239	.....
	1986	40997	3280	44277	.....	35364	.....	9335	.....
	1987	36823	3100	39923	.....	48635	.....	12827	.....
	1988	26964	2065	29029	2956	46780	49736	17959	96724
	1989	23024	1816	24840	2605	47203	49808	22294	96942
	1990	27355	1963	29318	2586	58664	61250	31327	121895
	(1) 1991	34536	1929	36465	3062	71444	74506	38497	149468
TITOLI ESTERI	1985	678	916	1594	.....	.....	.....	654	.....
	1986	3727	1263	4990	.....	838	.....	724	.....
	1987	5497	1112	6609	.....	590	.....	896	.....
	1988	7922	2756	10678	240	1302	1542	2112	14332
	1989	6872	2644	9516	286	1768	2054	2761	14331
	1990	5337	1624	6961	334	1797	2131	3730	12822
	(1) 1991	8073	1649	9721	292	2341	2632	4493	16846
PATRIMONIO NETTO (2)	1985	19783	7469	27252	2900	24400	27300	9537	64089
	1986	65079	10670	75749	4200	42802	47002	13122	135873
	1987	59454	8694	68148	5200	53380	58580	17480	144208
	1988	51562	8586	60148	5100	52267	57367	23852	141367
	1989	49165	8478	57643	5200	54253	59453	31198	148294
	1990	47379	6161	53540	5300	65022	70322	39934	163796
	(1) 1991	56196	5495	61691	5039	78427	83466	49918	195075

(1) I dati del 1991 relativi a gestioni ed assicurazioni sono stime.

(2) Per le assicurazioni come patrimonio netto è indicato il totale delle attività finanziarie (liquidità, titoli e mutui netti).

Elaborazioni CONSOB su dati Banca d'Italia, CONSOB e Studi Finanziari.

**OPERAZIONI SUL CAPITALE DELIBERATE NEL 1991 DA SOCIETÀ CON AZIONI
QUOTATE IN BORSA (1)**

SOCIETÀ	PREZZO DI EMISSIONE (2) (3) (Valore nominale + sovrapprezzo)	AUMENTO (lire)			RICHIESTA COMPLESSIVA DI DENARO (lire)	NOTE
		A PAGAMENTO	GRATUITO	TOTALE		
<i>Settore pubblico</i>						
BANCO DI NAPOLI (ottobre)	4.000 (1.000 + 3.000)	100.000.000.000		100.000.000.000	400.000.000.000	Emissione di n. 25.000.000 azioni ordinarie con esclusione del diritto di opzione ex art. 2441, V comma c.c., e di n. 75.000 azioni ordinarie offerte in opzione agli azionisti di risparmio previa rinuncia da parte degli azionisti ordinari.
BANCO TOSCANA (maggio)			18.400.000.000	18.400.000.000		Emissione di n. 18.400.000 azioni ordinarie
CREDITO COMMERCIALE (maggio)			6.250.000.000	6.250.000.000		Emissione di n. 6.250.000 azioni ordinarie.
CREDITO LOMBARDO (maggio)			4.000.000.000	4.000.000.000		Emissione di n. 4.000.000 azioni ordinarie.
GARBOLI (giugno)	4.000 (1.000 + 3.000)	25.200.000.000		25.200.000.000	100.800.000.000	Emissione di n. 25.200.000 azioni ordinarie offerte in opzione agli azionisti
SAIPEM (giugno)	1.350 (1.000 + 350)	100.000.000.000		100.000.000.000	135.000.000.000	Emissione di n. 100.000.000 azioni ordinarie con esclusione del diritto di opzione ex art. 2441, V comma c.c., e di n. 75.000 azioni ordinarie offerte in opzione agli azionisti di risparmio previa rinuncia da parte degli azionisti ordinari.
SIP (maggio)	1.130 (1.000 + 130)	986.000.000.000		986.000.000.000	1.148.635.200.000	Emissione di n. 789.440.000 azioni ordinarie offerte in opzione agli azionisti e di n. 197.360.000 riserve all'esercizio dei warrants connessi all'emissione.

(1) 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.

(2) Sono incluse le spese di emissione e gli eventuali acconti sui dividendi.

(3) Nei casi in cui l'assemblea ha deliberato un sovrapprezzo di emissione variabile tra un minimo ed un massimo è stato utilizzato per il calcolo della richiesta complessiva di denaro l'importo massimo.

(segue)

Segue: TAVOLA a31

SOCIETÀ	PREZZO DI EMISSIONE (2) (3) (Valore nominale + sovrapprezzo)	AUMENTO (lire)			RICHIESTA COMPLESSIVA DI DENARO (lire)	NOTE
		A PAGAMENTO	GRATUITO	TOTALE		
SIRTI (aprile)			20.000.000.000	20.000.000.000		Emissione di n. 20.000.000 azioni ordinarie.
TOTALE SETTORE PUBBLICO		1.212.000.000.000	48.650.000.000.000	1.260.650.000.000	1.784.435.200.000	
Settore privato						
ALLEANZA ASSICURAZIONI (ottobre)			51.840.000.000	51.840.000.000		Aumento gratuito del v.n. delle azioni di risparmio e delle azioni ordinarie da L. 2.000 a L. 2.500; emissione 345.600 di nuove azioni ordinarie e di n. 69.120.000 nuove azioni di risparmio previo frazionamento delle azioni in circolazione con sostituzione di ciascuna azione di risparmio o ordinaria di v.n. L. 2.500 con 5 azioni di pari categoria, di v.n. L. 500.
GENERALI (luglio)	12.000 (2.000 + 10.000)	291.500.000.000		291.500.000.000	1.749.000.000.000	Emissione di n. 145.750.000.000 azioni ordinarie destinate al servizio di n. 145.750.000 warrants sottoscritti da consorzio per offerta agli azionisti ai sensi dell'art. 2441 7° comma c.c.
BENETTON GROUP (ottobre)	4.000 (1.000 + 3.000)	100.000.000.000		100.000.000.000	400.000.000.000	Emissione di n. 25.000.000 azioni ordinarie con esclusione del diritto di opzione ex art. 2441, V comma c.c., e di n. 75.000 azioni ordinarie offerte in opzione agli azionisti di risparmio previa rinuncia da parte degli azionisti ordinari.

(2) Sono incluse le spese di emissione e gli eventuali acconti sui dividendi.

(3) Nei casi in cui l'assemblea ha deliberato un sovrapprezzo di emissione variabile tra un minimo ed un massimo è stato utilizzato per il calcolo della richiesta complessiva di denaro l'importo massimo.

(segue)

Segue: TAVOLA a31

SOCIETÀ	PREZZO DI EMISSIONE (2) (3) (Valore nominale + sovrapprezzo)	AUMENTO (lire)			RICHIESTA COMPLESSIVA DI DENARO (lire)	NOTE
		A PAGAMENTO	GRATUITO	TOTALE		
BOERO BARTOLOMEO (luglio)		1.033.420.000		1.033.420.000		Emissione di n. 206.000 azioni ordinarie e di n. 627 azioni di risparmio.
CARTIERE SOTTRICI BINDA (maggio)	1.000	165.048.784.000		165.048.784.000	165.048.784.000	Emissione di n. 165.048.784 azioni ordinarie.
CEMENTERIE DI MERONE (marzo)	3.000 (1.000 + 2.000)	8.585.889.000		8.585.889.000	25.757.667.000	Emissione di n. 8.585.889.000 azioni di risparmio.
DEL FAVERO (giugno)			17.000.000.000	17.000.000.000		Emissione di n. 17.000.000 azioni ordinarie.
EDITORIALE (4) L'ESPRESSO (luglio)	4.400 (1.000 + 3.400)	74.908.160.000		74.908.160.000	329.595.904	Emissione di n. 74.908.160 azioni ordinarie.
FIMPAR (4) (settembre)	1.000	100.625.000.000		10.625.000.000	100.625.000.000	Emissione di n. 100.625.000 azioni ordinarie.
FINARTE (4) (febbraio)	1.000	29.591.142.000	10.147.500.000	39.738.642.000	29.591.142.000	Emissione di n. 29.591.142 ordinarie a pagamento e di n. 10.147.500 azioni ordinarie e gratuite.
	1.000	12.094.710.000	5.521.485.000	17.616.195.000	12.094.710.000	Emissione di n. 12.094.710 azioni privilegiate a pagamento e di n. 5.521.485 azioni privilegiate gratuite.
	1.000	9.857.142.000	4.499.997.000	14.357.139.000	9.857.142.000	Emissione di n. 9.857.142 azioni di risparmio a pagamento e di n. 4.499.997 azioni di risparmio gratuite.
FINARTE (maggio)	1.000 (5)	4.911.358.000	—	4.911.358.000	19.645.432.000	Emissione di n. 4.911.358 azioni ordinarie offerte ai dipendenti della società e delle sue controllate ai sensi dell'art. 2441 VIII comma c.c.

(2) Sono incluse le spese di emissione e gli eventuali acconti sui dividendi.

(3) Nei casi in cui l'assemblea ha deliberato un sovrapprezzo di emissione variabile tra un minimo ed un massimo è stato utilizzato per il calcolo della richiesta complessiva di denaro l'importo massimo.

(4) Operazione deliberata dal Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2443 c.c.

(5) Il sovrapprezzo verrà stabilito dal Consiglio di Amministrazione tra L. 700 e L. 3.000.

[segue]

Segue: TAVOLA a31

SOCIETÀ	PREZZO DI EMISSIONE (2) (3) (Valore nominale + sovrapprezzo)	AUMENTO (lire)			RICHIESTA COMPLESSIVA DI DENARO (lire)	NOTE
		A PAGAMENTO	GRATUITO	TOTALE		
FISIA (maggio)	1.250 (1.00 + 250)	642.861.000	---	642.861.000	803.576.250	Emissione di n. 642.861.000 azioni di risparmio offerte ai dipendenti della società e delle sue controllate ai sensi dell'art. 2441 VIII comma c.c.
GEMINA (4) (aprile)	1.300 (500 + 800)	118.456.354.000	3.329.350.000	118.456.354.000	307.986.521.700	Emissione di n. 236.912.709 azioni ordinarie.
INDUSTRIE SECCO (marzo)	800 (500 + 300)	20.190.002.500		20.190.002.500	32.304.004.000	Emissione di n. 40.380.005 azioni ordinarie.
MANIFATTURA ROTONDI (giugno)	500 1.000 (6)	8.778.262.000 138.600.000.000	 17.820.000.000	8.778.262.000 156.420.000.000	8.778.262.000 138.600.000.000	Emissione di n. 17.556.524 azioni di risparmio.
MILANO ASSICURAZIONI (luglio)	8.000 (1.000 + 7.000)	13.320.680.000	13.320.680.000	26.641.360.000	106.565.440.000	Emissione di n. 9.876.680 azioni ordinarie e di n. 3.444.000 azioni risparmio assegnate gratuitamente agli azionisti.
MITTEL (febbraio)	1.000	22.000.000.000	7.000.000.000	29.000.000.000	22.000.000.000	Emissione di n. 22.000.000 di azioni ordinarie a pagamento, di n. 7.000.000 di azioni ordinarie gratuite.
PININFARINA (4) (maggio)	11.000 (1.000 + 11.000)	2.420.000.000		2.420.000.000	29.040.000.000	Emissione di n. 2.420.000 azioni di risparmio convertibili.

(2) Sono incluse le spese di emissione e gli eventuali acconti sui dividendi.

(3) Nei casi in cui l'assemblea ha deliberato un sovrapprezzo di emissione variabile tra un minimo ed un massimo è stato utilizzato per il calcolo della richiesta complessiva di denaro l'importo massimo.

(4) Operazione deliberata dal Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2443 c.c.

(6) Il sovrapprezzo verrà stabilito dal Consiglio di Amministrazione al momento dell'esercizio.

(segue)

Segue: TAVOLA a31

SOCIETÀ	PREZZO DI EMISSIONE (2) (3) (Valore nominale + sovrapprezzo)	AUMENTO (lire)			RICHIESTA COMPLESSIVA DI DENARO (lire)	NOTE
		A PAGAMENTO	GRATUITO	TOTALE		
SASIB (maggio)	3.200 (1.000 + 2.200)	555.000.000		555.000.000	1.776.000.000	Emissione di n. 555.000 azioni di risparmio n.c. con esclusione del diritto di opzione ex art. 2441, V comma c.c.
SCHIAPPARELLI 1824 (luglio)	550 (100 + 450)	3.000.000.000	2.000.000.000	5.000.000.000	16.500.000.000	Emissione di n. 30.000.000 di azioni ordinarie a pagamento, offerte in opzione agli azionisti, e di n. 20.000.000 di azioni ordinarie assegnate gratuitamente agli azionisti.
SIMINT (gennaio)	500 (7)	6.422.400.000	—	6.422.400.000	70.792.300.000	Emissione di n. 2.530.000 azioni ordinarie, di n. 8.174.000 azioni privilegiate e di n. 2.140.800 azioni ordinarie riservate all'esercizio dei warrants connessi all'emissione.
STEFANEL (giugno)	1.000	11.023.622.000		11.023.622.000	11.023.622.000	Emissione di n. 11.023.622 azioni ordinarie riservate in conversione del prestito obbligazionario Stefanel Finance Ltd.
TELECO CAVI (luglio)	1.000 (8)	6.000.000.000		6.000.000.000	39.000.000.000	Emissione di n. 6.000.000 azioni di risparmio.
TRIPCOVICH	2.070 (1.000 + 1.070)	13.130.982.000		13.130.982.000	27.181.132.740	Emissione di n. 9.089.031 azioni ordinarie e di n. 4.041.951 azioni di risparmio.
UNIONE SUBALPINA DI ASSICURAZIONI (giugno)	8.000 (1.000 + 7.000)	3.675.000.000	7.350.000.000	11.025.000.000	29.400.000.000	Emissione di n. 3.675.000 azioni ordinarie a pagamento e di n. 7.350.000 azioni ordinarie gratuite.
TOTALE PRIVATO		1.106.095.016.000	140.862.432.000	1.246.957.448.000	3.576.603.140.000	
TOTALE GENERALE		2.318.095.016.000	189.512.432.000	2.507.607.448.000	5.361.038.340.000	

(2) Sono incluse le spese di emissione e gli eventuali acconti sui dividendi.

(3) Nei casi in cui l'assemblea ha deliberato un sovrapprezzo di emissione variabile tra un minimo ed un massimo è stato utilizzato per il calcolo della richiesta complessiva di denaro l'importo massimo.

(7) Il sovrapprezzo verrà stabilito dal Consiglio di Amministrazione fino ad un massimo di L. 5.750 per n. 2.530.000 azioni ordinarie, di L. 4.000 per n. 8.174.000 azioni privilegiate e di L. 8.000 per n. 2.140.800 azioni ordinarie al servizio dei warrants.

(8) Il sovrapprezzo verrà stabilito dal Consiglio di Amministrazione tra L. 4.500 e L. 5.500.

TAVOLA a32

**OPERAZIONI SUL CAPITALE DELIBERATE NEL 1991
DA SOCIETÀ CON AZIONI QUOTATE IN BORSA(a)**
(miliardi di lire)

	SETTORE PUBBLICO	SETTORE PRIVATO	TOTALE
A PAGAMENTO	1212	1106	2318
GRATUITI	49	141	190
TOTALE	1261	1247	2508
SOVRAPPREZZI	(572)	(2471)	(3043)

(a) Non sono inclusi gli aumenti di capitale deliberati a fronte dell'emissione di obbligazioni convertibili, nonché quelli da attuarsi mediante conferimenti in natura in relazione ad operazioni di fusione.

**OPERAZIONI SUL CAPITALE DELIBERANTE
DA SOCIETÀ CON AZIONI QUOTATE IN BORSA**
(miliardi di lire)

	ANNO	SETTORE PUBBLICO	SETTORE PRIVATO	TOTALE
1) Aumento di capitale a pagamento	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	2.252	4.885
	1990	202	2.647	2.849
	1991	1.212	1.106	2.318
2) Aumenti di capitale gratuiti	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
	1991	49	141	190
3) Totale (1 + 2)	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	2.714	5.855
	1990	1.243	3.057	4.300
	1991	1.261	1.247	2.508
4) Sovrapprezzo	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
	1991	572	2.471	3.043
5) Mezzi liquidi complessivamente raccolti (1 + 4)	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
	1991	1.784	3.577	5.361

TAVOLA a34

**EMISSIONI DI AZIONI DI RISPARMIO DELIBERATE
NEL 1991 DA SOCIETÀ QUOTATE**

SOCIETÀ	CONVERSIONE	AUMENTO CAPITALE SOCIALE (lire)
ALLEANZA ASSICURAZIONI (giugno)		8.640.000.000
BOERO BARTOLOMEO (luglio)		3.135.000
CEMENTERIA DI MERONE (marzo)		25.757.667.000 (1)
ERIDANIA Z.N. (giugno)		41.889.899.000 (1)
FINARTE (febbraio)		98.587.142.000
(maggio)		4.499.997.000
		642.861.000 (1)
FIRS (settembre)		18.060.000.000 (2)
INDUSTRIE SECCO (marzo)		8.778.262.000
MILANO ASSICURAZIONI (luglio)		6.888.000.000 (1)
SANTAVALERIA (ottobre)	6.265.080.000	6.265.080.000
SASIB (maggio)		555.000.000
TELECO CAVI (giugno)		6.000.000.000
TRIPCOVICH (giugno)		4.041.951.000
TOTALE		230.608.994.000

(1) È stato previsto un sovrapprezzo di emissione

(2) È stato previsto un rimborso spese.

**EMISSIONI DI AZIONI DI RISPARMIO DELIBERATE
DA SOCIETÀ QUOTATE**
(miliardi di lire correnti)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
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	12
N. società che hanno richiesto un sovrapprezzo di emissione	5	3	2	25	46	6	4	8	10	4
Ammontare del sovrapprezzo (1)	46,3	58,2	52,2	710,6	3.350,6	216,5	14,1	776,2	3.690	219,2
Aumento del capitale sociale (2)	229,7	502,8	94,8	728,6	2.622,0	226,4	12,9	578	1.974	230,6
TOTALE (1 + 2)	276	561	147	1.439,2	5.972,6	442,9	27	1.354,2	5.664	449,76
Aumenti di capitale complessivi	2.677	3724,9	5.524,3	5.988,8	14.908,6	4.722	2.744,7	11.371	7.592 (*)	5.361 (*)
% azioni di risparmio sul totale aumenti capitale	10,3	15,1	2,7	24,0	40,1	9,4	1,0	11,9	74,6	8,4

(3) Dato complessivo delle azioni di risparmio gratuite.

TAVOLA a36

OPERAZIONI SUL CAPITALE ESEGUITE NEL 1991 DA SOCIETÀ CON AZIONI QUOTATE IN BORSA (1)

SOCIETÀ	PREZZO DI EMISSIONE (Valore nominale + sovrapprezzo) (2)	NUMERO AZIONI EMESSE		AUMENTO (lire)			MEZZI LIQUIDI COMPLESSIVAMENTE RACCOLTI (lire)	DATA DI STACCO DELLA CEDOLA
		A PAGAMENTO	GRATUITE	A PAGAMENTO	GRATUITE	TOTALE		
<i>Settore pubblico</i>								
BANCO DI NAPOLI	1.000		18.400.000		18.400.000	18.400.000		16.05
BANCO TOSCANA	4.000 (1.000+3.000)	75.000.000		75.000.000.000		75.000.000.000	300.000.000.000	15.11
CEMENTIR	2.000 (1.000+1.000)	34.000.000		34.000.000		34.000.000	68.000.000	17.04
CREDITO COMMERCIALE	1.000		6.250.00		6.250.000.000	6.250.000.000		17.07
CREDITO LOMBARDO	1.000		4.000.000		4.000.000.000	4.000.000.000		10.09
GARBOLI	4.000 (1.000+3.000)	25.200.000		25.200.000.000		25.200.000.000	100.800.000.000	17.10
SAIPEM	1.350 (1.000+350)	100.000.000		100.000.000.000		100.000.000.000	135.000.000.000	17.07
SIP	1.130 (1.000+130)	789.440.000		789.440.000		789.440.000	892.067.200.000	17.06
SIRTI	1.000		20.000.000		20.000.000	20.000.000		30.04
TOTALE SETTORE PUBBLICO		1.023.640.000	48.650.000	1.023.640.000.000	48.650.000.000	1.072.290.000.000	1.495.867.200.000	
<i>Settore privato</i>								
ALLEANZA ASSICURAZIONI			414.750.000		51.840.000.000	51.840.000		17.09
ASSICURAZIONI GENERALI	12.200 (1.000+10.000)	145.750.000		291.500.000.000		291.500.000.000	1.749.000.000.000	17.09
CEMENTERIE DI MERONE	3.000 (1.000+2.000)	8.585.889		8.585.889.000				
	1.500 (1.000+500)	25.757.667		25.757.667.000		34.343.556.000	64.394.167.500	19.08
COSTA CROCIERE	1.500 (1.000+500)	12.200.000	12.200.000	12.200.000.000	12.200.000.000	24.200.000.000	18.300.000.000	15.08
DEL FAVERO	1.000		17.000.000		17.000.000.000	17.000.000.000		19.08
EDITORIALE L'ESPRESSO	4.150 (1.000+3.150)	74.908.160		74.908.160.000		74.908.160.000	310.868.864.000	15.11
ERIDANIA	4.750 (1.000+3.750)	41.889.899	41.889.899	41.889.899.000		41.889.899.000	198.977.020.250	17.06
FERROVIE TORINO NORD	1.050 (1.000+50)	29.594.250		29.594.250		29.594.250.000	31.073.962.500	17.04
FINARTE (3)	1.000	29.591.142	10.147.500	29.591.142.000	10.147.500.000	39.738.642.000	29.591.142.000	
	1.000	12.094.710	5.521.485	12.094.710.000	5.521.485.000	17.616.195.000	12.094.710.100	
	1.000	9.857.142	4.499.997	9.857.142.000	4.499.997.000	14.357.139.000	9.857.142.000	17.04

(1) 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.

(2) Sono incluse le spese di emissione e di eventuali acconti sui dividendi.

(3) Operazione deliberata dal Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2443 c.c.

(segue)

Segue: TAVOLA a36

SOCIETÀ	PREZZO DI EMISSIONE (Valore nominale + sovrapprezzo) (2)	NUMERO AZIONI EMESSE		AUMENTO (lire)			MEZZI LIQUIDI COMPLESSIVAMENTE RACCOLTI (lire)	DATA DI STACCO DELLA CEDOLA
		A PAGAMENTO	GRATUITE	A PAGAMENTO	GRATUITE	TOTALE		
FIRS	1.100 (500 + 600)	36.120.000		18.060.000.000				
	520 (500 + 20)	36.120.000		18.060.000		36.120.000.000	58.514.400.000	17.09
FISIA	1.000		3.329.350		3.329.350.000	3.329.350.000	3.329.350.000	7.06
GEMINA	1.300 (500 + 800)	236.912.709		118.456.354.500		118.456.354.500	307.986.521.700	17.06
GEWISS	1.000		10.000.000		10.000.000.000			10.05
GOTTARDO RUFFONI	1.650 (1.000 + 650)	27.000.000		27.000.000.000		27.000.000.000	44.550.000.000	17.04
INDUSTRIE SECCO	800 (500 + 300)	40.380.005		20.190.002.500		20.190.002.500		17.06
	500	17.556.524		8.778.262.000		8.778.262.000	41.082.266.000	17.06
MANIFATTURA ROTONDI			17.820.000		17.820.000.000	17.820.000.000		17.07
MILANO ASSICURAZIONI	8.000 (1.000 + 7.000)	9.876.680 3.444.000	9.876.680 3.444.000	9.876.680.000 3.444.000.000	13.320.680.000	26.641.360.000	106.565.440.000	15.11
MITTEL NAI	1.000 8 (5 + 3)	22.000.000 4.659.200.000	7.000.000	22.000.000.000 23.296.000.000	7.000.000.000	29.000.000.000 23.296.000.000	22.000.000.000 37.273.600.000	16.05 17.11
PININFARINA	12.000 (1.000 + 11.000)	2.420.000		2.420.000.000		2.420.000.000	29.040.000.000	19.08
RAGGIO DI SOLE	2.500 (1.000 + 1.500)	10.290.000		10.290.000.000		10.290.000.000		17.09
	1.700 (1.000.700)	10.290.000		10.290.000.000		10.290.000.000	43.218.000.000	15.03
SCHIAPPARELLI	550 (100 + 450)	30.000.000	20.000.000	3.000.000.000	2.000.000.000	5.000.000.000	16.500.000.000	14.11
SIMINT	3.000 (500 + 2.500)	300.000		150.000.000		150.000.000		2.04
	500	380.000		190.000.000		190.000.000	1.090.000.000	
	4.500 (500 + 4.000)	2.530.000		1.265.000.000		1.265.000.000		
	2.800 (500 + 2.300)	8.174.000		4.087.000.000		4.087.000.000	34.272.200.000	16.05
SORIN BIOMEDICA	3.000 (1.000 + 2.000)	36.400.000		36.400.000.000		36.400.000.000	109.200.000.000	15.02
TELECO CAVI	6.300 (1.000 + 5.300)	6.000.000		6.000.000.000		6.000.000.000	37.800.000.000	17.10
TRIPCOVICH	2.070 (1.000 + 1.070)	9.089.031		9.089.031.000		9.089.031.000		
	2.070 (1.000 + 1.070)	4.041.951		4.041.951.000		4.041.951.000	27.181.132.740	15.11
UNIONE SUBALPINA DI ASSICURAZIONI	8.000 (1.000 + 7.000)	3.675.000	7.350.000	3.675.000.000	7.350.000.000	11.025.000.000	29.400.000	17.02
TOTALE SETTORE PRIVATO		5.602.428.759	542.909.012	896.038.140.000	162.029.012.000	1.058.067.152.000	3.373.159.918.690	
TOTALE GENERALE		6.626.068.759	591.559.012	1.919.678.140.000	210.679.012.000	2.130.357.152.000	4.869.027.118.690	

(2) Sono incluse le spese di emissione e di eventuali acconti sui dividendi.

TAVOLA a37

**OPERAZIONI SUL CAPITALE ESEGUITE NEL 1991
DA SOCIETÀ CON AZIONI QUOTATE IN BORSA (1)**
(miliardi di lire)

	SETTORE PUBBLICO	SETTORE PRIVATO	TOTALE
A pagamento	1.024	896	1.920
Gratuite	49	162	211
Totale	1.072	1.058	2.130
Sovrapprezzi	472	2.477	2.949
Mezzi liquidi complessivamente raccolti	1.496	3.373	4.869

(1) Non sono inclusi gli aumenti di capitale attuati mediante conferimenti in natura ovvero in relazione ad operazioni di fusione.

OPERAZIONI SUL CAPITALE ESEGUITE DA SOCIETÀ CON AZIONI QUOTATE IN BORSA
(Miliardi in lire)

	ANNO	SETTORE PUBBLICO	SETTORE PRIVATO	TOTALE
1) Aumento di capitale a pagamento	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	1.525	2.505	4.030
	1991	1.024	896	1.920
2) Aumenti di capitale gratuito	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	287	1.681
	1991	49	162	211
3) Totale (1+2)	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	2.919	2.792	5.711
	1991	1.072	1.058	2.130
4) Sovrapprezzo	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	734	4.200	4.934
	1991	472	2.477	2.949
5) Mezzi liquidi complessivamente raccolti (1+4)	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	2.259	6.705	8.964
	1991	1.496	3.373	4.869

TAVOLA a39

EMISSIONI DI OBBLIGAZIONI DELIBERATE NEL 1991 DA SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA

SOCIETÀ	CONVERTIBILI E CON WARRANT	ORDINARIE (Lire)
Ferrovie	29.594.250.000	—
Torino Nord S.p.A. (dicembre)	al 9%, 1992-1997	—
FIMPAR (*)	350.000.000.000	—
(Luglio)		
TOTALE	379.594.250.000	—

(*) Operazione deliberata dal Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2420-ter c.c..

OPERAZIONI DI FUSIONE DELIBERATE NEL 1991 DA SOCIETÀ QUOTATE

SOCIETÀ INCORPORANTE	Società incorporata % di capitale detenuta dalla incorporazione	Rapporto di cambio	Società di revisione cha espresso il parere sulla congruità del rapporto di cambio	NOTE
ALENIA (settembre)	ALFA ROMEO AVIO S.p.A. (100%)	—	—	Razionalizzazione settore aeromotoristico
AME FINANZIARIA (luglio)	ARNOLDO MONDADORI S.p.A. (80,68%)	N. 2 azioni ordinarie AME contro n. 5 azioni ordinarie AMEF; n. 2 azioni di risparmio AME contro n. 5 azioni risp. AMEF; n. 4 azioni privilegiate AME contro n. 7 azioni ordinarie AMEF	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini & C.	Sinergie di tipo amministrativo, finanziario e societario; modifica denominazione sociale
ANSALDO TRASPORTI (settembre)	WABCO WESTINGHOUSE COMPAGNIA ITALIANA SEGNALI S.p.A. (100%)	—	—	Riassetto organizzativo societario; sinergie di carattere commerciale, produttivo e di ricerca
BANCA COMMERCIALE ITALIANA (aprile)	CEPPO s.r.l. (100%)	—	—	Riassetto patrimoniale immobiliare
BANCA MANUSARDI (agosto)	FIDEURAM S.p.A.	N. 2 azioni ordinarie Banca Manusardi contro n. 4 azioni ordinarie e privilegiate Fideuram	Arthur Andersen & Co. S.a.s.	Definizione di un sistema integrato banca-rete di vendita; moica denominazione sociale
BANCA TOSCANA (luglio)	BANCO DI PERUGIA (71%)	N. 3 azioni B. Toscana contro numero 16 azioni B. Perugia	RECONTA ERNST & YOUNG s.a.s.	Sviluppo dimensioni aziendali
BANCO AMBROSIANO VENETO (aprile)	BANCA DEL VALLONE (100%)	—	—	Progetto di integrazione
BENETTON GROUP (novembre)	BENETTON S.p.A. (100%)	—	—	Semplificazione e razionalizzazione del gruppo. Modifica oggetto sociale; previsione diritto di recesso
CAFFARO (agosto)	PRODECO S.p.A. (100%) CHIMICA DEL FRIULI S.p.A. (100%)	—	—	Razionalizzazione e integrazione societaria; accentrimento delle fonti di produzione energia idroelettrica
CARTIERA ASCOLI (ottobre)	EDITORIALE LA REPUBBLICA S.p.A. (22,58%)	N. 1 azione ordinaria Editoriale La Repubblica contro n. 8 azioni ordinarie Cartiera di Ascoli	KPMG PEAT MARWICK FIDES s.n.c. di G. Angiolini & C.	Sinergie di tipo finanziario
CARTIERE BURGO (maggio)	CARTIERE DEL TIMAVO E DEL SOLE S.p.A. (100%)	—	—	Razionalizzazione produttiva e commerciale

OPERAZIONI DI FUSIONE DELIBERATE NEL 1991 DA SOCIETÀ QUOTATE

Segue: TAVOLA a40

SOCIETÀ INCORPORANTE	Società incorporata % di capitale detenuta dalla incorporazione	Rapporto di cambio	Società di revisione che espresso il parere sulla congruità del rapporto di cambio	NOTE
COMPAGNIA ASSICURATRICE UNIPOL (giugno)	Unidifin s.r.l. (100%); Unicoop Record s.r.l. (100%); Saep s.r.l. (100%); Unimmobiliare Due s.r.l. (100%); Finimmobiliare s.r.l. (100%); Immobiliare Emis s.r.l. (100%)			Copertura riserve tecniche
CEMENTERIA DI MERONE (giugno)	CEMENTI TICINO CE.TI. S.p.A. (100%)	—	—	Razionalizzazione attività produttiva, commerciale e amministrativa
GARBOLI (dicembre)	REP S.p.A. (100%)	—	—	Ristrutturazione e riassetto del polo impiantistico e territoriale all'interno del gruppo IRI, modificazione dell'oggetto sociale
GEWISS (maggio)	STARTEC S.p.A. (100%)			Razionalizzazione delle strutture societarie
IFIL (giugno)	IFIL INVESTIMENTI S.p.A. (100%)			Semplificazione della struttura del gruppo
ITALMOBILIARE (settembre)	SOCIETÀ AUTOFERROVIE BERGAMO S.A.B. s.r.l. (100%)			Processo di riordino delle partecipazioni
SAIAG (giugno)	GALLINO GOMMA S.p.A. (100%)			Sinergie di tipo finanziario
SME (giugno)	ALIVAR S.p.A. (83,11%)	N. 7 azioni SME contro n. 2 azioni Alivar		Ristrutturazione e razionalizzazione delle attività del gruppo
SNIA FIBRE (agosto)	INDUSTRIA TESSILE DI VERCELLI S.p.A. (99,9%)	N. 1 azione ordinaria Snia Fibre contro n. 1 azione ordinaria Industria Tessile di Vercelli	RECONTA ERNEST & YOUNG S.a.S.	Semplificazione della struttura operativa e societaria del gruppo
SNIA TECNOPOLIMERI (agosto)	TECNOBLEND S.p.A. (100%)			Semplificazione e razionalizzazione della struttura operativa e societaria del gruppo
SOPAF (dicembre)	SAN MARCO DODICI s.r.l. (100%)			Riassetto organizzativo
STEFANEL (giugno)	VEGA S.p.A. (100%) BELLATRIX s.r.l. (100%)			Riassetto organizzativo
TORO ASSICURAZIONI (giugno)	ALPINIA SOCIETÀ DI GESTIONE S.p.A. (100%); GAMMA s.r.l. (100%); IMMOBILIARE COMMERCIALE QUARTA s.r.l. (100%)			Copertura riserve tecniche

**DELIBERAZIONI DELL'ASSEMBLEA STRAORDINARIA 1991
CONCERNENTI LA MODIFICA DELLA DENOMINAZIONE SOCIALE**

SOCIETÀ	DATA ASSEMBLEA	DENOMINAZIONE SOCIALE
Ame Finanziaria	30.07.1991	Arnoldo Mondadori Editore
Banca Manusardi	9.08.1991	Banca Fideuram
Cantieri Metallurgici Italiani	28.06.1991	CMI
Cartiera di Ascoli	14.10.1991	Editoriale La Repubblica
Enimont Augusta	01.04.1991	Enichem Augusta
Enimont	18.02.91	Enichem SpA
Garboli - Società per azioni impresa generali di costruzioni	31.12.1991	Garboli - Rep. impresa generali di costruzioni
SELM	25.06.1991	Edison

TAVOLA a42

DELIBERAZIONI DELL'ASSEMBLEA STRAORDINARIA 1991
CONCERNENTI L'OGGETTO SOCIALE

SOCIETÀ	DATA ASSEMBLEA
AME FINANZIARIA	30.7.1991
CANTIERI METALLURGICI ITALIANI	28.6.1991
DE ANGELI FRUA	10.7.1991
MANIFATTURE ROTONDI	28.6.1991

COLLOCAMENTO DI VALORI MOBILIARI
(Classificazione secondo la tipologia dei titoli)

	OPERAZIONI (numero)			CONTROVALORE (miliardi di lire)		
	1989	1990	1991	1989	1990	1991
AZIONI ORDINARIE	62	43	37	7978,7	7091,5	4280,1
AZIONI PRIVILEGIATE	5	5	6	66,7	154,7	91,8
AZIONI RISPARMIO	15	10	10	698,3	544,4	384,5
AZIONI RISP. CONV.	1	2	1	115,3	1362,6	29,0
TOTALE AZIONI	83	60	54	8859,0	9153,3	4785,5
OBBLIGAZIONI	1	—	4	1,3	—	3524,0
OBBLIGAZIONI CON WARRANT	9	6	2	704,3	502,7	510,0
OBBLIGAZIONI CONV. DIRETTE	1	2	—	28,5	257,9	—
OBBLIGAZIONI CONV. INDIRETTE	3	2	4	490,0	19,9	279,2
TOTALE OBBLIGAZIONI	14	10	10	1224,0	780,5	4313,2
WARRANT DIRETTI	13	7	5	87,0	—	937,3
WARRANT INDIRETTI	10	8	3	45,0	—	—
TOTALE WARRANT	23	15	8	132,0	0,0	937,3
TOTALE ...	120	85	72	10215,1	9933,8	10036,0

Elaborazioni CONSOB.

TAVOLA a44

COLLOCAMENTO DI AZIONI QUOTATE
 (Classificazione secondo la tipologia)

	OPERAZIONI (numero)			CONTROVALORE (miliardi di lire)			SOVRAPPREZZO (% media)		
	1989	1990	1991	1989	1990	1991	1989	1990	1991
EMISSIONI									
ORDINARIE	51	38	25	7800,5	6955,7	3585,9	386,6%	249,0%	169,8%
PRIVILEGIATE	3	4	4	59,6	144,7	47,2	123,3%	267,5%	258,8%
RISPARMIO	11	9	10	578,5	544,4	384,5	291,7%	219,8%	309,4%
RISPARMIO CONV.	1	2	1	115,3	1362,6	29,0	5,0%	215,7%	1100,0%
TOTALE	66	53	40	8553,9	9007,4	4046,7	356,8%	242,5%	190,8%
VENDITE									
ORDINARIE	2	2	6	....	23,5	371,3	....	121,3%	1481,8%
PRIVILEGIATE	—	—	—	—	—	—	—	—	—
RISPARMIO	1	—	—	—	—	—	—	—	—
RISPARMIO CONV.	—	—	—	—	—	—	—	—	—
TOTALE	3	2	6	....	23,5	371,3	....	121,3%	1481,8%
TOTALE ...	69	55	46	8553,9	9030,9	4418,0	356,8%	242,2%	299,2%

Elaborazioni CONSOB.

COLLOCAMENTO DI AZIONI QUOTATE NEL 1991
CLASSIFICAZIONE SECONDO LA TIPOLOGIA
(Dati desunti dai prospetti informativi depositati presso la CONSOB)

	Num Prosp.	Data Prospetto	Valore Nominale	Sovrap- prezzo	Prezzo di Emissione	% Sovr.	Numero Azioni (milioni)	Contro- Valore (miliardi)
EMISSIONI								
Azioni ordinarie								
1 SORIN ORD	1859	05-feb-1991	1000	2000	3000	200,0	36,400	109,200
2 GEFIM ORD	1887	01-mar-1991	1000	2600	3600	260,0	5,000	18,000
3 RAGGIO DI SOLE ORD	1892	07-mar-1991	1000	1500	2500	150,0	10,290	25,725
4 SIMINT ORD	1906	26-mar-1991	500	2500	3000	500,0	0,300	0,900
5 CEMENTIR ORD	1912	08-apr-1991	1000	1000	2000	100,0	34,000	68,000
6 GOTTARDO RUFFONI ORD	1913	10-apr-1991	1000	650	1650	65,0	27,000	44,550
7 FINARTE ORD	1914	10-apr-1991	1000	—	1000	0,0	29,591	29,591
8 FER TORINO NORD ORD	1918	11-apr-1991	1000	50	1050	5,0	29,594	31,074
9 NAV ALTA ITALIA ORD	1919	11-apr-1991	5	3	8	60,0	4659,200	37,274
10 MITTEL ORD	1956	09-mag-1991	1000	—	1000	0,0	22,000	22,000
11 SIMINT ORD	1957	10-mag-1991	500	4000	4500	800,0	2,530	11,385
12 GEMINA ORD	1987	04-giu-1991	500	800	1300	160,0	236,913	307,987
13 SIP ORD	1992	07-giu-1991	1000	130	1130	13,0	789,440	892,067
14 SECCO ORD	1996	10-giu-1991	500	300	800	60,0	40,380	32,304
15 SAIPEM ORD	2033	11-lug-1991	1000	350	1350	35,0	100,000	135,000
16 SCI ORD	2039	23-lug-1991	1000	2000	3000	200,0	14,000	42,000
17 CEM DI MERONE ORD	2079	02-ago-1991	1000	2000	3000	200,0	8,586	25,758
18 GENERALI ORD	2091	06-set-1991	2000	4000	6000	200,0	145,750	874,500
19 FIRS ORD	2094	11-set-1991	500	600	1100	120,0	36,120	39,732
20 UNION. SUBALPINA ASS. ORD	2105	04-ott-1991	1000	7000	8000	700,0	3,675	29,400
21 GARBOLI ORD	2108	10-ott-1991	1000	3000	4000	300,0	25,200	100,800
22 TRIPCOVICH ORD	2120	05-nov-1991	1000	1070	2070	107,0	9,089	18,814
23 EDIT L'ESPRESSO ORD	2121	07-nov-1991	1000	3150	4150	315,0	74,908	310,869
24 BCO NAPOLI ORD	2125	07-nov-1991	1000	3000	4000	300,0	75,000	300,000
25 MILANO ASS. ORD	2130	11-nov-1991	1000	7000	8000	700,0	9,877	79,013
TOTALE						169,8	6424,843	3585,943
Azioni privilegiate								
1 SIMINT PRIV	1906	26-mar-1991	500	500	—	0,0	0,380	0,190
2 FINARTE PRIV	1914	10-apr-1991	1000	—	1000	0,0	12,095	12,095
3 SIMINT PRIV	1957	10-mag-1991	500	2300	2800	460,0	8,174	22,887
4 GIFIM PRIV	1887	01-mar-1991	1000	1400	2400	140,0	5,000	12,000
TOTALE						258,8	25,649	47,172

Segue: TAVOLA a45

	Num Prosp.	Data Prospetto	Valore Nominale	Sovrap- prezzo	Prezzo di Emissione	% Sovr.	Numero Azioni (milioni)	Contro- Valore (miliardi)
Azioni di risparmio								
1 RAGGIO DI SOLE RNC	1892	07-mar-1991	1000	700	1700	70,0	10,290	17,493
2 FINARTE RNC	1914	10-apr-1991	1000	—	1000	0,0	9,857	9,857
3 ERIDANIA RNC	1997	11-giu-1991	1000	3750	4750	375,0	41,890	198,977
4 CEM MERONE RNC	2079	02-ago-1991	1000	500	1500	50,0	25,758	38,637
5 FIRS RNC	2094	11-set-1991	500	20	520	4,0	36,120	18,782
6 TELECO CAVI RNC	2103	04-ott-1991	1000	5300	6300	530,0	6,000	37,800
7 TRIPCOVICH RNC	2120	05-nov-1991	1000	-1070	2070	107,0	4,042	8,367
8 MILANO ASS. RNC	2130	11-nov-1991	1000	7000	8000	700,0	3,444	27,552
9 COSTA CROCIERE RNC	1895	08-mar-1991	1000	500	1500	50,0	12,200	18,300
10 SECCO RNC	1996	10-giu-1991	500	—	500	0,0	17,557	8,778
TOTALE						309,4	167,157	384,543
Azioni di Risparmio convertibili								
1 PININFARINA RISP	2080	02-ago-1991	1000	11000	12000	1100,0	2,420	29,040
TOTALE EMISSIONI						190,8	6620,069	4046,698
VENDITE								
Azioni ordinarie								
1 BAYER AG ORD	2038	23-lug-1991	37306	168929	206235	452,8	0,150	30,935
2 L'ESPRESSO ORD	2100	01-ott-1991	1000	24500	25500	2450,0	7,700	196,350
3 INTERMOBILIARE ORD	1939	19-apr-1991	1000	2000	3000	200,0	3,750	11,250
4 ELSAG BAILEY ORD	2015	20-giu-1991	1000	3620	4620	362,0	22,500	103,950
5 SCI ORD	2039	23-lug-1991	1000	2000	3000	200,0	2,380	7,140
6 VOLKSWAGEN AG ORD	2044	24-lug-1991	37306	233136	270442	624,9	0,080	21,635
TOTALE VENDITE						1481,2	36,560	371,261
COLLOCAMENTO TOTALE						299,2	6656,629	4417,958

ALBO SPECIALE DELLE SOCIETÀ DI REVISIONE AL 31.12.1991

N.	DELIBERA CONSOB(1)		RAGIONE/DENOMINAZIONE SOCIALE E SEDE	NOTE (2)
	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 31.12.1991: 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	Ragione sociale al 31.12.1991: CZ Revisione s.n.c. di Paolo Martinotti & C.
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 al 31.12.1991: 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	
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	

(1) 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.
 (2) Ragione/denominazione sociale diversa da quella risultante dall'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.

Segue: TAVOLA 246

N.	DELIBERA CONSOB(1)		RAGIONE/DENOMINAZIONE SOCIALE E SEDE	NOTE (2)
	Numero	Data		
12	2379 (1116)	9.9.1986 (7.7.1982)	MOORE, STEPHENS & Co. REVISORI CONTABILI DI GIAN-CARLO ROSSI & C. s.a.s. con sede in Milano	
13	4204 (3667) (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, Emilio Palma, Marko Rus, Terry Peter Ryan e Benito Dino Soave, e in forma abbreviata: Price Waterhouse s.a.s. di Renzo Latini & Co., con sede in Milano	
15	1317 (715)	25.5.1983 (7.5.1980)	SALA SCELSE FARINA - Binder Dijker Otte & Co. Società di Revisione Paolo Scelsi, Giorgio Farina & C. s.a.s. con sede in Milano	Ragione sociale al 31.12.1991: Sala Scelsi Farina BDO - Società di Revisione di Paolo Scelsi, Giorgio Farina & C. s.a.s.
16	824	22.1.1981	S.E.R.C.A. Studio e Revisioni Contabili e Aziendali s.n.c. di Brondi Dr. Carlo e Dr. Giovanni, con sede in Brescia	
17	782	23.10.1980	SOFIRESA - Società di Revisione di Vittorio Salvi & C. s.a.s., con sede in Milano	
18	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	
19	3718	18.10.1988	SOCIETÀ ITALIANA DI REVISIONE - ORGANIZZAZIONE E CERTIFICAZIONE CONTABILE DI MARCO BUSALINI & C. s.a.s., con sede in Milano	
20	5041	11.12.1990	SOCIETÀ NAZIONALE DI REVISIONE s.a.s. di Giulio Scala & C., con sede in Milano	Ragione sociale al 31.12.1991: RIA - MAZARS s.a.s. di G. Scala, A. Trevese & C.
21	5152	22.1.1991	EURO REVISIONE s.a.s. di Maurizio Sordini, Guido Zaffaroni & C., con sede in Milano	

(1) 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.
(2) Ragione/denominazione sociale diversa da quella risultante dall'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.

**QUADRO DEGLI INCARICHI DI REVISIONE E
CERTIFICAZIONE PER SOCIETÀ QUOTATE (1)**

Società conferente l'incarico	Numero Incar. (2)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
ACQUA PIA ANTICA MARCIA SPA	4/2	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
ACQUEDOTTO DE FERRARI GALLIERA SPA	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RIA - MAZARS S.A.S. DI G. SCALA, A. TREVESE & C. (3)
ACQUEDOTTO NICOLAY SPA	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RIA - MAZARS S.A.S. DI G. SCALA, A. TREVESE & C. (3)
AEDES SPA - LIGURE LOMBARDA PER IMPRESE E COSTRUZIONI	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
ALCATEL CAVI SPA	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C. (3)
ALENIA SPA - AERITALIA & SELENIA	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
ANSALDO TRASPORTI SPA	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
AUSCHEM SPA	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C. (3)
AUSONIA ASSICURAZIONI SPA	4/2	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
AUTOSTRADA TORINO-MILANO SPA	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
BANCA MERCANTILE ITALIANA SPA	3/3	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.A.S. (3)
BANCA NAZIONALE DEL LAVORO	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.A.S. (3)
BANCA NAZIONALE DELL'AGRICOLTURA SPA	3/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.A.S. (3)/ COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
BANCO DI SANTO SPIRITO SPA	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.

(1) Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti ai sensi del D.P.R. n. 136/75 ed approvati dalla Consob dal 01.01.91 al 31.12.91 società quotate in borsa.

(2) Numero triennio riferito alla società conferente/numero triennio riferito alla società di revisione.

(3) 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.

Segue: TAVOLA a47

Società conferente l'incarico	Numero Incar. (2)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
BASTOGI IRBS SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
BENI STABILI SPA	3/2	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
BERTO - LAMET - IMPES SPA - IND. STAMPI E STAMPAG. LAMIERE	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C. (3)
BOERO BARTOLOMEO SPA	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C. (3)
BONIFICA TERRENI FERRARESI E IMPRESE AGRICOLE SPA	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.A.S. (3)
BONIFICHE SIELE FINANZIARIA SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.A.S. (3)
BREDA SPA - FINANZIARIA ERNESTO BREDA	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
CAFFARO SPA	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
CALCESTRUZZI SPA	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
CALTAGIRONE SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
CALZATURIFICIO DI VARESE SPA (4)	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
CAM FINANZIARIA SPA	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
CARTIERE SOTTRICI BINDA SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
COMAU FINANZIARIA SPA	3/1	30.04.92 - 30.04.93 - 30.04.94	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C. (3)

(2) Numero triennio riferito alla società conferente/numero triennio riferito alla società di revisione.

(3) 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.

(4) Nel corso del 1991 la Società è stata revocata dalla quotazione ufficiale e contestualmente ammessa al Mercato Ristretto.

(segue)

Segue: TAVOLA a4.

Società conferente l'incarico	Numero Incar. (2)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
COSTA CROCIERE SPA	2/2	31.07.92 - 31.07.93 - 31.07.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
CREDITO FONDIARIO SPA - FON-SPA	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
CUCIRINI CANTONI COATS SPA	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C. (3)
DALMINE SPA	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
DE ANGELI FRUA SPA	4/2	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
ELSAG BAILEY SPA	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.A.S. (3)
EUROPA METALLI-LMI SPA	3/2	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C. (3)
F.M.C. SPA - FABBRICA MILANESE CONDUTTORI	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
FAEMA SPA	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
FIAR SPA - FABBRICA ITALIANA APPARECCHIATURE RADIOELETTRICHE	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
FISCAMBI HOLDING SPA	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C.(3)
FOCHI SPA - FILIPPO FOCCHI	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
FRANCO TOSI SPA	4/1	30.06.92 - 30.06.93 - 30.06.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
GEMINA SPA - GENERALE MOBILIARE INTERESSENZE AZIONARIE	5/1	30.06.93 - 30.06.94 - 30.06.95	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.

(2) Numero triennio riferito alla società conferente/numero triennio riferito alla società di revisione.

(3) 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.

(segue)

Segue: TAVOLA a47

Società conferente l'incarico	Numero Incar. (2)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
GEROLIMICH SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
GIFIM - GESTIONE INTERMEDIAZIONE FINANZIAMENTI IMMOBILIARI	1/1	30.06.91 - 30.06.92 - 30.06.93	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C. (3)
INDUSTRIE SECCO SPA	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE
IPI SPA - ISTITUTO PIEMONTESE IMMOBILIARE	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C. (3)
ITALGAS SPA - SOCIETÀ ITALIANA PER IL GAS	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
ITALMOBILIARE SPA	4/1	31.03.93 - 31.03.94 - 31.03.95	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
LA GAIANA SPA	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ITALAUDIT S.P.A. SOCIETÀ ITALIANA DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE
LA MAGONA D'ITALIA SPA	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMMEL & C. S.A.S. (3)
LINIFICIO E CANAPIFICIO NAZIONALE SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMMEL & C. S.A.S. (3)
MARZOTTO SPA - MANIFATTURE LANE GAETANO MARZOTTO & FIGLI	4/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
MEDIOBANCA SPA	3/3	30.06.92 - 30.06.93 - 30.06.94	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMMEL & C. S.A.S. (3)
MITTEL SPA	4/1	30.09.92 - 30.09.93 - 30.09.94	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMMEL & C. S.A.S. (3)
MONDADORI SPA - ARNOLDO MONDADORI EDITORE (5)	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
NECCHI SPA	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C. (3)

(2) Numero triennio riferito alla società conferente/numero triennio riferito alla società di revisione.

(3) 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.

(5) Nel corso del 1991 la Società è stata revocata dalla quotazione ufficiale a seguito della fusione per incorporazione nella AME FINANZIARIA S.p.A.

(segue)

Segue: TAVOLA a47

Società conferente l'incarico	Numero Incar. (2)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
NUOVO PIGNONE SPA	3/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.A.S. (3)
OLCESE SPA - COTONIFICIO OLCESE VENEZIANO	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.A.S. (3)
OLIVETTI SPA - ING. C. OLIVETTI & C.	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
PACCHETTI SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.A.S. (3)
PARTECIPAZIONI FINANZIARIE E INDUSTRIALI SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
POLIGRAFICI EDITORIALE SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C. (3)
POZZI GINORI SPA - FINANZIARIA POZZI GINORI	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
PREMAFIN FINANZIARIA SPA	2/2	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
PREMUDA SPA - SOCIETÀ DI NAVIGAZIONI PER AZIONI	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.A.S. (3)
RISANAMENTO NAPOLI SPA SOCIETÀ DEL RISANAMENTO DI NAPOLI	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
SAIAG SPA - INDUSTRIA ARTICOLI GOMMA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
SAIPEM SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
SANTAVALERIA FINANZIARIA SPA	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
SCHIAPPARELLI 1824 SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.

(2) Numero triennio riferito alla società conferente/numero triennio riferito alla società di revisione.

(3) 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.

(segue)

Segue: TAVOLA a47

Società conferente l'incarico	Numero Incar. (2)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
SCI SPA	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
SERFI SPA	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
SERONO SPA - ISTITUTO FARMACOLOGICO SERONO	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ITALAUDIT S.P.A. SOCIETÀ ITALIANA DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE
SIFA SPA - SOCIETÀ IMMOBILIARE E FINANZIARIA PER AZIONI	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C. (3)
SIRTI SPA	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
SNIA BPD SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
SONDEL SPA - SOCIETÀ NORDELETTRICA	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.A.S. (3)
SORIN BIOMEDICA SPA	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
TEKNECOMP SPA	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
TELECO CAVI SPA	2/2	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
TORO ASSICURAZIONI SPA	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C. (3)
TRENNO SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
UNIONE MANIFATTURE SPA	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	HODGSON LANDAU BRANDS S.A.S. DI DOTT. ROSARIO L. CALOGERO E C.
VIANINI INDUSTRIA SPA	3/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
VIANINI LAVORI SPA	3/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
VITTORIA ASSICURAZIONI SPA	2/2	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.

(2) Numero triennio riferito alla società conferente/numero triennio riferito alla società di revisione.

(3) 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.

**QUADRO DEGLI INCARICHI DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE PER SOCIETÀ
CHE INTENDONO RICHIEDERE L'AMMISSIONE IN BORSA (1)**

Società conferente l'incarico	Numero Incar. (2)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
FINCASA 44 SPA	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.A.S. (3)
I.F.I.S. - ISTITUTO DI FINANZIAMENTO E SCONTO SPA	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RIA - ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
UNIPOL FINANZIARIA SPA	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.A.S. (3)

(1) Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti ai sensi del D.P.R. 31.3.75 n. 136 ed approvati dalla Consob dal 1°.1.91 al 31.12.91 società che intendono richiedere l'ammissione in borsa. Cfr. Comunicazione Consob n. 87/07150 del 29.4.1987, pubblicata in Consob - Bollettino n. 4 - aprile 1987.

(2) Numero triennio riferito alla società conferente/numero triennio riferito alla società di revisione.

(3) 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.

TAVOLA a49

**QUADRO DEGLI INCARICHI DI REVISIONE E
CERTIFICAZIONE PER SOCIETÀ EDITORIALI (1)**

Società conferente l'incarico	Numero Incar. (2)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
ABROND HOUSE COOPERATIVA RESPONSABILITÀ LIMITATA	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE.
ANSA AGENZIA NAZIONALE STAMPA ASSOCIATA SOCIETÀ ARL	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C. (3)
AVVENIRE NUOVA EDITORIALE ITALIANA SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C
BRAMORI MUSIC COOPERATIVA RESPONSABILITÀ LIMITATA	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE
CENTRO DI PRODUZIONE SRL	2/2	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE
COOPERATIVA GIORNALISTICA RIVIERA SRL	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE
COOPERATIVA IRENE SRL	2/2	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
CULTURA EUROPEA EDITRICE S.C.R.L.	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE.
E.A.G. SRL LA PROVINCIA PAVESE	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
EDI.ME. EDIZIONI MERIDIONALI SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
EDITORIALE BRESCIANA SPA GIORNALE DI BRESCIA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.A.S. (4)
EDITORIALE DOMANI S.C.R.L.	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE.
EDITORIALE EURITALIA S.C.R.L.	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE.
EDITORIALE EUROPEA 2001 S.C.R.L.	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE.

(1) Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti ai sensi della L. 5.8.81 n. 416 e successive modificazioni ed integrazioni ed approvati dalla Consob dal 1°.1.91 al 31.12.91 imprese editoriali.

(2) Numero triennio riferito alla società conferente/numero triennio riferito alla società di revisione.

(3) 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.

(segue)

Segue: TAVOLA a49

Società conferente l'incarico	Numero Incar. (2)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
EDITORIALE TUTTOGIOVANI S.C.R.L.	4/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE.
q1EDITORIALE IL SOLE 24 ORE SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
EDIZIONI BLU S.C.R.L.	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE.
EDIZIONI BRESCIA SPA	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.A.S. (3)
EDIZIONI CULTURA GIOVANILE S.C.R.L.	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE.
EDIZIONI CULTURA MUSICALE S.C.R.L.	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE.
EDIZIONI FUTURA S.C.R.L.	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE.
EDIZIONI IMPEGNO SOCIALE S.C.R.L.	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE.
EDIZIONI LOCALI SRL	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	HODGSON LANDAU BRANDS S.A.S. DI DOTT. ROSARIO L. CALOGERO E C.
EDIZIONI NUOVA EUROPA	2/2	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
EDIZIONI REPORTER S.C.R.L.	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE.
EDIZIONI TEMPI MODERNI S.C.R.L.	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE.
EDIZIONI VICENTINE SRL	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.A.S. (3)
EQL EDITORIALE QUOTIDIANI LOCALI	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	HODGSON LANDAU BRANDS S.A.S. DI DOTT. ROSARIO L. CALOGERO E C.
HARDI MAGAZINE COOPERATIVA RESPONSABILITÀ LIMITATA	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE.
ILGIORNALE DI SICILIA - EDITORIALE POLIGRAFICO SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C. (3)
IL SOLE 24 ORE SOCIETÀ EDITORIALE MEDIA ECONOMICI SEME	3/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.

(2) Numero triennio riferito alla società conferente/numero triennio riferito alla società di revisione.

(3) 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.

(segue)

Segue: TAVOLA a49

Società conferente l'incarico	Numero Incar. (2)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
INIZIATIVE EDITORIALI ITALIA S.C.R.L.	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE.
L'UNIONE SARDA SPA	4/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	PRICE WATERHOUE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
MAGAZINE ITALIA EDITRICE S.C.R.L.	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE
MONDADORI BUSINESS INFORMATION SPA	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
NUOVA EDITRICE MERIDIONALE	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
NUOVA ERI - EDIZIONI RAI RADIO TELEVISIONE ITALIANA SPA	2/2	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	PRICE WATERHOUE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
NUOVE EDIZIONI EUROPEA S.C.R.L.	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE.
OFFSET MERIDIONALE SRL	2/2	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	PRICE WATERHOUE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
PENTAPOLIS EDITRICE SRL	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE.
RCS EDOTPROALE QUOTIDIANI SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
S.E.G.E.A. - SOCIETÀ EDIZIONE GIORNALI E AFFINI SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
SESAAB SOCIETÀ EDITRICE SS. ALESSANDRO AMBROGIO BASSIANO	2/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C.
SETA - SOCIETÀ EDITRICE TIPOGRAFICA ATESSINA SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
SEV - SOCIETÀ EDITORIALE VARESSINA SPA	3/3	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.A.S.
SILVIO BERLUSCONI EDITORE SPA	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C.
SOCIETÀ EDITORIALE CREMONESE SPA	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
TOP ITALIA EDITORIALE A R.L.	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE.
TUTTOSPORT - SOCIETÀ EDITRICE SPORTIVA SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	S.E.R.C.A. STUDIO E REVISIONI CONTABILI E AZIENDALI S.N.C. DI BRONDI DR. CARLO E DR. GIOVANNI.
MAGAZINE ITALIA EDITRICE S.C.R.L.	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE.
MONDADORI BUSINESS INFORMATION SPA	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.

(2) Numero triennio riferito alla società conferente/numero triennio riferito alla società di revisione.

(3) 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.

**QUADRO DEGLI INCARICHI DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE
PER SOCIETÀ CHE SOLLECITANO IL PUBBLICO RISPARMIO (1)**

Società conferente l'incarico	Numero incar. (2)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
AGOS GESTIONI PATRIMONIALI S.P.A.	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.A.S.
AZIMUT CONSULENZA PER INVESTIMENTI S.P.A.	2/2	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.A.S.
BANCA CREDITO AGRARIO BRESCIANO S.P.A.	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.A.S.
CASSA DI RISPARMIO DI PARMA	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.A.S.
CENTRONORD AMMINISTRAZIONI SOCIETÀ FIDUCIARIA SIM S.P.A.	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ALODOLFO MAMOLI & C. (3)
CENTRONORD CONSULENTI SIM S.P.A.	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ALODOLFO MAMOLI & C. (3)
COFINA COMPAGNIA FINANZIARIA INVESTIMENTI AZIONARI S.P.A.	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.A.S.
COMPAGNIA FINANZIARIA MOBILIARE FIDUCIARIA S.P.A.	2/2	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ITALAUDIT S.P.A. SOCIETÀ ITALIANA DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE
CONFIDA FIDUCIARIA S.P.A.	2/2	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ITALAUDIT S.P.A. SOCIETÀ ITALIANA DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE
CONFIDA SERVIZI FINANZIARI S.P.A.	2/2	30.06.92 - 30.06.93 - 30.06.94	ITALAUDIT S.P.A. SOCIETÀ ITALIANA DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE
CORDUSIO SOCIETÀ FIDUCIARIA PER AZIONI	2/2	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
CREDIT CONSULT SIM 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.
DISTRIBUZIONE VALORI DIVAL S.I.M. S.P.A.	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.A.S.

(1) 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 ed approvati dalla Consob dal 01.01.91 al 31.12.91 società che sollecitano il pubblico risparmio. Vedi Bollettino Consob - Edizione Speciale 27.12.1989.

(2) Numero triennio riferito alla società conferente/numero triennio riferito alla società di revisione.

(3) 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.

Segue: TAVOLA a50

Società conferente l'incarico	Numero Incar. (2)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
EURCO S.I.M. S.P.A.	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.A.S. (3)
EUROCONSULT S.I.M. S.P.A.	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	COOPER & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
EVERY CARD S.I.M. S.P.A.	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.A.S.
FEI FINANZIARIA EUROPEA INVESTIMENTI S.P.A.	2/2	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE
FIDAR S.P.A.	2/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.A.S.
FIDEURAM S.P.A. (4)	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.A.S.
FIDUCIARIA GRUPPO 2000 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.
FIDUCIARIA SHEARSON LEHMAN BROTHERS S.P.A.	2/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.A.S.
FINANZA EUROPA S.I.M. S.P.A.	2/2	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.A.S.
FINANZIARIA ICCRI-BRUXELLES LAMBERT S.P.A.	2/2	30.09.92 - 30.09.93 - 30.09.94	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.A.S.
FINANZIARIA SAN ZENO S.P.A.	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	CZ REVISIONE S.N.C. DI PAOLO MARTINOTTI & C. (3)
FININVEST FIDUCIARIA S.P.A.	3/1	30.06.92 - 30.06.93 - 30.06.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & Co.
FORINVEST SIM 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.
GEFIDI GENERALE FIDUCIARIA DISTRIBUZIONE S.P.A.	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RIA MAZARS S.A.S. DI G. SCALA, A. TREVESE & C. (3)

(2) Numero triennio riferito alla società conferente/numero triennio riferito alla società di revisione.

(3) 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.

(4) La Società è stata incorporata in data 31.12.1991 dalla BANCA MANUSARDI.

(segue)

Segue: TAVOLA a50

Società conferente l'incarico	Numero Incar. (2)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
GEMOFID - SOCIETÀ FIDUCIARIA E DI REVISIONI AMMINISTRATIVE 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.
GENERCOMIT DISTRIBUZIONE S.P.A. (5)	3/3	31.12.91 -	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
GESPAR	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE
GESTIONI INTERNAZIONALI S.P.A.	2/2	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & Co.
GOLF TOLCINASCO S.R.L.	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & Co.
IFIR ISTITUTO FIDUCIARIO ITALIANO E RI REVISIONE S.P.A.	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE
INTERGEST - SOCIETÀ FIDUCIARIA E DI REVISIONE S.P.A.	2/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ITALAUDIT S.P.A. SOCIETÀ ITALIANA DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE
INTERMOBILIARE FIDUCIARIA S.P.A.	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.A.S.
LA COMPAGNIA FINANZIARIA - SERVIZI FIDUCIARI S.P.A.	2/2	30.06.91 - 30.06.92 - 30.06.93	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.A.S.
LA COMPAGNIA FINANZIARIA DISTRIBUZIONE S.P.A.	2/2	30.06.92 - 30.06.93 - 30.06.94	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.A.S.
LA COMPAGNIE FIDUCIAIRE S.P.A.	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
MEDIOGEST FIDUCIARIA S.P.A.	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & Co. S.A.S.
MITOFIN FIDUCIARIA S.P.A.	2/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RIA - MAZARS S.A.S. DI G. SCALA, A. TREVESE & C. (3)

(2) Numero triennio riferito alla società conferente. numero triennio riferito alla società di revisione.

(3) 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.

(5) Incarico revocato per esigenze di gruppo delle società azioniste a far data dalla conclusione della certificazione del bilancio dell'esercizio 1991. La Società ha contestualmente provveduto a conferire alla RECONTA ERNST & YOUNG s.a.s. l'incarico per il triennio 1992/1994 in relazione all'istanza di iscrizione nell'Albo SIM (vedi tav. a53).

(segue)

Segue: TAVOLA a50

Società conferente l'incarico	Numero Incar. (2)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
MIBILINVEST SOCIETÀ FIDUCIARIA E DI REVISIONE S.P.A.	1/1	31.12.90 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.A.S. (3)
NAGRAFIN FIDUCIARIA S.P.A.	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
PROGETTO INVESTIMENTI SIM S.P.A.	3/1	30.06.92 - 30.06.93 - 30.06.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
PROGRAMMA ITALIA INVESTIMENTI S.I.M. S.P.A.	3/2	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & Co.
PROMOFINAN FIDUCIARIA S.P.A.	2/1	31.12.91 -	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI & C.
S.F.A. SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE S.P.A.	2/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ITALAUDIT S.P.A. SOCIETÀ ITALIANA DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE
SELFID S.P.A.	2/2	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C.S.A.S. (3)
SFIRMI - SOCIETÀ FIDUCIARIA E DI REVISIONE DI MILANO S.P.A.	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.A.S.
SO.GE.FI. SOCIETÀ FIDUCIARIA E DI REVISIONE S.P.A.	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
SOCIETÀ FIDUCIARIA E DI REVISIONE ITALIA FIDUCIARIA	3/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ITALAUDIT S.P.A. SOCIETÀ ITALIANA DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE
SOCIETÀ INTERBANCARIA NAZIONALE INVESTIMENTI SIM S.P.A.	3/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.A.S. (3)
SVILUPPO FIDUCIARIA S.P.A.	2/2	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C. (3)
UNIFID FIDUCIARIA S.P.A.	2/1	30.06.92 - 30.06.93 - 30.06.94	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.A.S. (3)
UNIONE FIDUCIARIA S.P.A.	3/3	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
ZETASIM S.P.A.	2/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	CZ REVISIONE S.N.C. DI PAOLO MARTINOTTI & C. (3)

(2) Numero triennio riferito alla società conferente/numero triennio riferito alla società di revisione.

(3) 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.

**QUADRO DEGLI INCARICI DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE PER SOCIETÀ
CHE INTENDONO PROCEDERE AD OPERAZIONI DI SOLLECITAZIONE (1)**

Società conferente l'incarico	Numero Incar. (2)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
AREA TRADING SOCIETÀ FIDUCIARIA SPA	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C. (3)
PARIN FIDUCIARIA SPA (4)	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
PROMOTION SERVICE SPA (5)	1/1	31.12.90 - 31.12.91 - 31.12.92	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.

(1) Incarichi di revisione e certificazione del bilancio ai sensi del D.P.R. n. 136/75 in applicazione dell'art. 1/18 quater L. n. 216/74 ed approvati dalla Consob dal 01.01.91 al 31.12.91 società che intendono procedere ad operazioni di sollecitazione. Cfr. Comunicazione Consob n. 87/07150 del 29.4.1987, pubblicato in Consob - Bollettino n. 4 - aprile 1987.

(2) Numero triennio riferito alla società conferente/numero triennio riferito alla società di revisione.

(3) 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.

(4) La società non è più assoggettata al d.p.r. 31.3.1975, n. 136 per il venir meno dell'intenzione di sollecitare il pubblico risparmio.

(5) La società non è più assoggettata al d.p.r. 31.3.1975, n. 136 a seguito di declaratoria di improcedibilità da parte della Commissione dell'istanza di autorizzazione ai sensi del Regolamento Consob, adottato con Delibera n. 1739 del 10.7.1985.

TAVOLA a52

**DESIGNAZIONI DI INCARICHI DI REVISIONE
EFFETTUATE DALLA CONSOB NEL 1991 (1)**

DELIBERA		SOGGETTO	OPERAZIONE	SOCIETÀ DI REVISIONE INCARICATA	DATA DI RIFERIMENTO
N.	DATA				
5573	27.11.91	EUROPROGRAMME FIDUCIARIA S.p.A.	Collocamento nel territorio dello Stato del fondo comune estero immobiliare aperto denominato EURO-PROGRAMME INTERNATIONAL emesso da IFI-INTERFININVEST S.A.	KPMG Peat Marwick Fides s.n.c. di G. Angiolini e C.	31.12.91
5572	27.11.91	EUROPROGRAMME FIDUCIARIA S.p.A.	Collocamento nel territorio dello Stato del fondo comune estero immobiliare aperto EUROPROGRAMME INTERNATIONAL Serie 1969 emesso da IFI - Interfininvest S.A.	KPMG Peat Marwick Fides s.n.c. di G. Angiolini e C.	31.12.91
5561	27.11.91	BANCA MANUSARDI & C. S.p.A. (ora BANCA FIDEURAM)	Collocamento nel territorio dello Stato del fondo comune estero mobiliare aperto «FONDITALIA» emesso da Fonditalia Management Company S.A.	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.	31.12.91
5130	15.1.91	BANCA MANUSARDI & C. S.p.A. (ora BANCA FIDEARAM)	Collocamento nel territorio dello Stato delle azioni rappresentative del Fondo comune di diritto lussemburghese di investimento INTERNATIONAL SECURITIES FUND SOCIETÀ ANONIMA	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.	31.12.91 31.12.91 31.12.92
5130	15.1.91	BANCA MANUSARDI & C. S.p.A. (ora BANCA FIDEARAM)	Collocamento nel territorio dello Stato delle azioni rappresentative del Fondo comune di diritto lussemburghese di investimento INTERFUND SOCIETÀ ANONIMA	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.	31.12.91 31.12.91 31.12.92
5300	14.05.91	BANCO DI ROMA	Collocamento nel territorio dello Stato del fondo comune di diritto lussemburghese di investimento mobiliare aperto «ROMINVEST INTERNATIONAL FUND» emesso da Societ� de Gestion du Rominvest International Fund S.A.	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.	30.09.91 30.09.91

(1) Designazioni societ  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 1991.

(segue)

Segue: TAVOLA a52

DELIBERA		SOGGETTO	OPERAZIONE	SOCIETÀ DI REVISIONE INCARICATA	DATA DI RIFERIMENTO
N.	DATA				
5235	19.03.91	PROMEDIL s.r.l.	Certificati emessi in relazione al contratto di associazione in partecipazione con la FIN-DAL-FINANZIARIA D'ale-ramo s.r.l. che regola l'operazione denominata «Residence Horizonti»	ITALAUDIT S.p.A. Società Italiana di Revisione e Certificazione.	31.12.90
5560	19.11.91	AGOS S.p.A.	Collocamento nel territorio dello Stato del fondo comune di diritto lussemburghese di investimento mobiliare denominato «ITALFORTUNE INTERNATIONAL FUND S.I.S.A.V.»	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.	31.12.91 31.12.92 31.12.93
5538	05.11.91	GRUPPO FINANZIARIO	Emissione dei titoli denominati «buoni di deposito» nominativi a rendimento fisso predeterminato	RIA - MAZARS s.a.s. di G. Scala, A. Trevese & C. (2)	31.12.91
5524	29.10.91	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 & TOUCHE s.n.c. di Adolfo Mamoli & c. (2)	30.09.91 30.09.92 31.12.92
5129	15.01.91	CREDITO ITALIANO S.p.A.	Collocamento nel territorio dello Stato del fondo comune di diritto lussemburghese di investimento mobiliare CAPITAL ITALIA S.A.S.	DELOITTE & TOUCHE s.n.c. di Adolfo Mamoli & c. (2)	31.12.90 31.12.91 31.12.92

(2) Ragione sociale attuale, diversa da quella risultante dall'Albo Speciale in attesa del provvedimento del Ministro dell'Industria del commercio e dell'artigianato.

TAVOLA a53

**QUADRO DEGLI INCARICHI DI REVISIONE E
CERTIFICAZIONE PER SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE (1)**

Società conferente l'incarico	Numero Incar. (2)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
A.B.P. SIM SPA	1/1	30.06.92 - 30.06.93 - 30.06.94	CONSULAUDIT S.A.S. DI DOTT. A. ARIETTI E C.
ASSIAFIN SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C. (3)
BSI UNDERWRITER	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
COFIGEST INTERMEDIAZIONE SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
COFIGEST S.I.M. SPA	1/1	30.06.92 - 30.06.93 - 30.06.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
COMPAGNIA PRIVATA DI SERVIZI FINANZIARI - SIM - SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
CONCORDIA SIM SPA	1/1	30.06.92 - 30.06.93 - 30.06.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
CUSANO SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
FINCREA SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	CONSULAUDIT S.A.S. DI DOTT. A. ARIETTI E C.
G.I. PROFIDI S.I.M. DISTRIBUZIONE DI PRODOTTI FINANZIARI SPA	2/2	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.A.S. (3)
GAMMA REVISIONE SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE
GEMINA-CREDIT LYONNAIS SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
GENERCOMIT DISTRIBUZIONE SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG DI BRUNO GIMPEL & C. S.A.S. (3)

(1) Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti ai sensi del D.P.R. 31.3.1975, n. 136 - art. 10 legge 2.1.1991, n. 1 ed approvati dalla Consob dal 01.01.91 al 31.12.91 società di intermediazione mobiliare richiedenti iscrizione all'albo.

(2) Numero triennio riferito alla società conferente/numero triennio riferito alla società di revisione.

(3) 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.

(segue)

Segue: TAVOLA a53

Società conferente l'incarico	Numero Incar. (2)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
IFIGEST FIDUCIARIA SPA	3/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C. (3)
INTERMOBILIARE NEGOZIAZIONE SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
MARGEST FIDUCIARIA SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ITALAUDIT S.P.A. SOCIETÀ ITALIANA DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE
ROMA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
S.E.FIN. S.I.M SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE
S.I.M. & F.E.D. SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	BOMPANI AUDIT DI BRUNO DEI & C. - SOCIETÀ IN ACCOMANDITA SEMPLICE
SIMCASSE S.I.M. SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	CONSULAUDIT S.A.S. DI DOTT. A. ARIETTI E C.
SIMCREDIT SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
SIREF SOCIETÀ ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA SPA	2/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C. (3)
STUDIO SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ITALAUDIT S.P.A. SOCIETÀ ITALIANA DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE
SVILUPPO MOBILIARE SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C. (3)
TECNOLOGIE FINANZIARIE	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ITALAUDIT S.P.A. AVANZATE SIM SPA SOCIETÀ ITALIANA DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE
UNIPROF SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	CONSULAUDIT S.A.S. DI DOTT. A. ARIETTI E C.

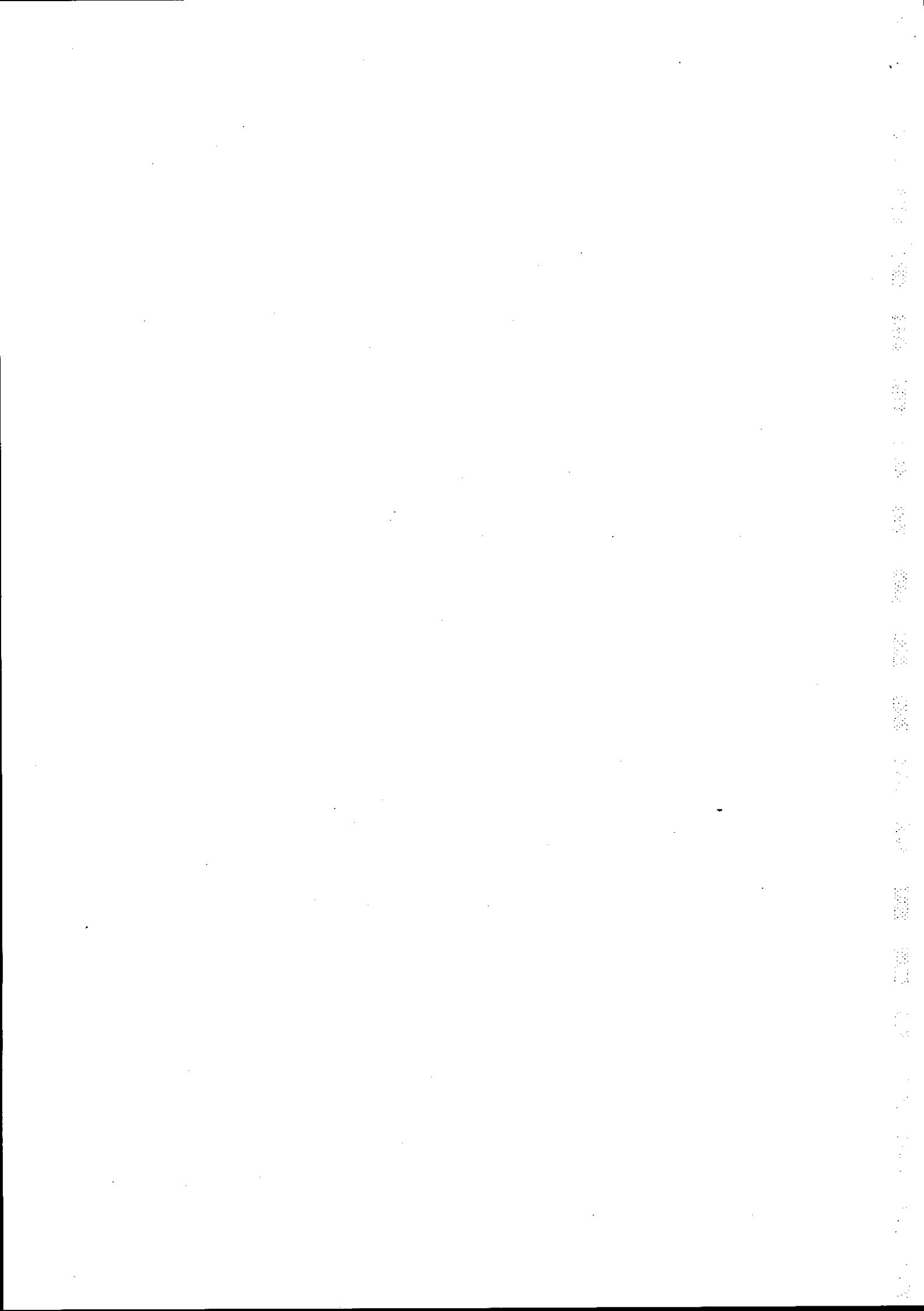
(2) Numero triennio riferito alla società conferente/numero triennio riferito alla società di revisione.

(3) 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.

TAVOLA a54

**PROSPETTO RIEPILOGATIVO DEGLI ESAMI DI IDONEITÀ
RELATIVI ALLE SESSIONI ANNUALI DAL 1983 AL 1991**

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
1991	109	104	44	38	11	11



STANDARD DI REDAZIONE DELLE TAVOLE

Nelle tavole delle Sezioni A, B e C e nell'Appendice sono utilizzati alcuni segni convenzionali. Una linea (-) indica che il fenomeno non esiste oppure non si è verificato; due puntini (..) indicano che i dati rilevati non raggiungono la dimensione minima considerata; quattro puntini (....) indicano che il fenomeno esiste ma che i dati non sono disponibili al momento della redazione della tavola.

La somma dei dati parziali può differire lievemente dai totali riportati a causa dell'arrotondamento.

NOTE METODOLOGICHE

GRAFICO 1

- Elaborazioni Consob su dati OCSE e Banca d'Italia. I tassi utilizzati sono al lordo delle eventuali imposizioni fiscali.
- Tassi ufficiali di riferimento: tasso di sconto (USA, Giappone, Germania, Italia), *base rate* (Regno Unito), tasso di intervento (Francia).
- Tassi del mercato monetario: tasso sui Buoni del Tesoro a 3 mesi (USA), tasso sui titoli privati a 2 mesi (Giappone), tasso interbancario a 3 mesi (Regno Unito, Germania, Francia), tasso sui BOT a 6 mesi (Italia).
- Tassi del mercato obbligazionario (mercato secondario): tasso dei titoli del Tesoro a 10 anni (USA, Giappone), tasso delle obbligazioni dello Stato a 20 anni (Regno Unito), obbligazioni dello Stato a 10 anni (Germania), obbligazioni dello Stato a lungo termine (Francia), tasso sui BTP con vita residua superiore a 12 mesi (Italia).

GRAFICO 2

- Elaborazioni Consob su dati OCSE, Banca d'Italia.
- Per i tassi utilizzati, si vedano le note al grafico 1.
- Tra gli indici di borsa disponibili per i periodi in esame sono stati scelti quelli calcolati con riferimento al maggior numero di titoli azionari quotati sul mercato principale: Standard & Poor's 500 (USA-New York Stock Exchange), Topix (Giappone-Borsa di Tokio), Financial Times All (Regno Unito-London Stock Exchange), DAX (Germania-Borsa di Francoforte), Cac Général (Francia-Borsa di Parigi), MIB (Italia-Borsa valori di Milano).

GRAFICO 3

- Elaborazioni Consob su dati OCSE, Banca d'Italia.
- Per i tassi e gli indici di borsa utilizzati, si vedano le note ai grafici 1 e 2.

TAVOLA 1

- Elaborazioni Consob su dati OCSE, Banca d'Italia.
- Per i tassi e gli indici di borsa utilizzati, si vedano le note ai grafici 1 e 2.

GRAFICO 4

- Elaborazioni Consob su dati Banca d'Italia e ISTAT.
- Tasso sui depositi: tasso medio per le operazioni con la clientela.
- Tasso sui BOT: media dei tassi delle aste mensili ponderati con le quantità assegnate per le diverse scadenze.
- Tasso sui BTP, CCT e Obbligazioni: rendimenti attesi netti calcolati dalla Banca d'Italia con riferimento ai titoli quotati presso la Borsa valori di Milano.
- Tasso di inflazione: variazione su base annua (tendenziale) dell'indice dei prezzi al consumo per famiglie di operai ed impiegati.

GRAFICO 5

- Elaborazioni Consob su dati Banca d'Italia.
- La voce «depositi bancari» comprende anche i depositi postali e i certificati di deposito.
- La voce «BOT» comprende anche le accettazioni bancarie e i CTE.
- La voce «BTP+CCT» comprende anche CTE, CTS, CTO e altri Titoli di Stato.
- La voce «obbligazioni» comprende i titoli a medio e lungo termine emessi da aziende pubbliche, private e ICS.

GRAFICO 6

- Elaborazioni Consob su dati Banca d'Italia e Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano.
- Sono riportati i valori mensili dei rendimenti calcolati come variazione percentuale su base annua dei rispettivi indici. BTP e CCT: indici di capitalizzazione Banca d'Italia calcolati con riferimento ai titoli quotati presso la Borsa valori di Milano. Azioni: indice MIB Storico. Fondi comuni di investimento di diritto italiano: indici di capitalizzazione Banca d'Italia.

GRAFICO 7

- Elaborazioni Consob su dati delle singole borse valori.
- Per la scelta degli indici, si veda la nota al grafico 2.

GRAFICO 8

- Elaborazioni Consob su dati delle singole borse valori.
- Per la scelta degli indici si vedano le note al grafico 2 e alla tavola al.

GRAFICO 9

- Elaborazioni Consob su dati delle singole borse valori, OCSE e Morgan Stanley International.

GRAFICO 10

- Elaborazioni Consob su dati delle singole borse valori.
- Il dato riportato è una elaborazione della deviazione standard *rolling* giornaliera delle variazioni logaritmiche degli indici di borsa, calcolata sul periodo degli ultimi 30 giorni.
- Per finalità di *smoothing* il dato calcolato è stato sottoposto ad una media mobile di pari ampiezza.

GRAFICO 11

- Elaborazioni Consob su dati delle singole borse valori.
- La volatilità globale è calcolata come media aritmetica semplice dei valori riportati nel grafico 10.

- Per il calcolo dell'indicatore di interdipendenza si è proceduto in primo luogo a calcolare i coefficienti di correlazione *rolling* (periodo 30 giorni) tra le singole borse, tenendo conto degli effetti di fuso orario (per il quale le borse europee e asiatiche sono influenzate dai risultati americani del giorno precedente, mentre esercitano una influenza sull'andamento dello stesso giorno delle borse americane). Per ogni borsa, considerate le piazze in grado di esercitare una influenza, è stato quindi calcolato un coefficiente di interdipendenza dato dalla media aritmetica semplice dei coefficienti di correlazione descritti. La media aritmetica di questi sei coefficienti, corretta con una media mobile di ampiezza 30 giorni, costituisce l'indicatore di interdipendenza riportato nel grafico.

TAVOLA 2

- Elaborazioni Consob su dati delle singole borse valori.
- I coefficienti riportati sono calcolati con riferimento alle variazioni logaritmiche mensili (primo riquadro) e giornaliera (secondo riquadro) all'interno dei periodi indicati.

GRAFICO 12

- Elaborazioni Consob su dati Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano e CED Borsa Milano.
- La capitalizzazione a fine anno (calendario civile) è calcolata escludendo le azioni sospese dalle contrattazioni.

GRAFICO 13

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano.
- La determinazione di un indicatore del volume scambiato non può essere effettuata con il semplice riferimento alle quantità di azioni, il cui livello è influenzato in misura rilevante da variazioni del valore nominale o dall'effettuazione di aumenti di capitale. L'andamento del controvalore degli scambi (somma dei prodotti tra prezzo e quantità relativi ad ogni scambio) tende d'altra parte ad avere un andamento ciclico con quello dei corsi azionari, espresso dall'indice di borsa. In questo modo un basso volume di scambi in un periodo di corsi elevati risulta uguale ad un elevato volume di scambi in una fase di prezzi bassi. Per tali ragioni si è preferito calcolare un indicatore del volume trattato deflazionando il dato del controvalore con l'indice di borsa. Il valore ottenuto è un indice adimensionale (posto nel grafico con la media annua uguale a 100), in grado di descrivere fedelmente l'andamento del volume degli scambi nel corso del tempo, con l'unica distorsione corrispondente alla misura in cui la composizione dei titoli azionari per controvalore scambiato differisce dalla struttura di ponderazione dell'indice MIB, riferita alla capitalizzazione relativa a inizio anno.

GRAFICO 14

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano.
- L'indicatore del volume scambiato è stato calcolato con la procedura descritta nella nota relativa al grafico 14, ponendo il dato di gennaio 1980 uguale a 100.

TAVOLA 3

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano, effettuate con riferimento agli anni del calendario civile.

GRAFICO 15

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano

- Il rendimento è dato dalla variazione percentuale dell'indice MIB storico riferito all'ultimo giorno di borsa aperta dei mesi della calendario civile.
- La volatilità è calcolata come deviazione standard delle variazioni logaritmiche giornaliere comprese in ogni mese.

GRAFICO 16

- Elaborazioni Consob su dati Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano e ISTAT.
- Il rendimento è dato dalla variazione percentuale dell'indice MIB storico (deflazionato con l'indice dei prezzi al consumo per famiglie di operai ed impiegati) riferito all'ultimo giorno di borsa aperta degli anni del calendario civile.
- La volatilità è calcolata come deviazione standard delle variazioni logaritmiche giornaliere comprese in ogni anno.

TAVOLA 4

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano.

TAVOLA 5

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano.
- Mesi del calendario civile.

TAVOLE 6 E 7

- Elaborazioni Consob.
- Anni del calendario civile.

TAVOLE 8 E 9

- Elaborazioni Consob su dati Consob e Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano.
- Anni del calendario civile.

GRAFICO 17

- Elaborazioni Consob su dati Consob e Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano.
- Il saldo giornaliero è calcolato sul totale delle operazioni effettuate dai gruppi ai sensi della delibera Consob 2681 di volume inferiore ai due miliardi.
- I dati giornalieri del saldo e dell'indice MIB sono stati sottoposti, per ragioni di *smoothing* a una media mobile di ampiezza 20 giorni.

GRAFICO 18

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano.
- I dati mancanti si riferiscono ai periodi in cui vigeva il divieto di vendite allo scoperto o ai giorni di sciopero dei procuratori degli agenti di cambio.

GRAFICO 19

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano.
- Per i dati mancanti si veda la nota al grafico 18.

GRAFICO 20

- Elaborazioni Consob su dati *London Stock Exchange* e CED Borsa Milano.
- I dati sono relativi agli scambi su entrambi i mercati del gruppo di titoli indicato nella tavola 10.
- I dati disponibili per gli scambi sul mercato londinese sono relativi alle sole quantità scambiate. I soli dati di prezzo diffusi sono infatti quelli delle condizioni (*bid* e *ask*) offerte dagli intermediari sul circuito telematico di diffusione delle informazioni. Data la struttura di contrattazione basata sui *market makers*, a Londra ogni scambio viene conteggiato tanto dall'acquirente quanto dal venditore (in casi di scambi *infra-dealers* un singolo trasferimento di titoli tra due investitori viene conteggiato anche più di due volte). Per ovviare a questa difformità, le quantità scambiate a Londra sono state divise per due. Data l'assenza dei prezzi effettivi degli scambi, la loro valorizzazione è stata effettuata con i prezzi ufficiali del Listino ufficiale della Borsa valori di Milano.

GRAFICI 21 E 22

- Elaborazioni Consob su dati *London Stock Exchange* e CED Borsa Milano.
- La determinazione del controvalore scambiato al SEAQ International è effettuata secondo la metodologia esposta nella nota del grafico 20.
- Il dato riportato nel grafico è calcolato come il rapporto percentuale del controvalore scambiato a Londra su quello totale (Milano più Londra).

TAVOLA 10

- Elaborazioni Consob su dati *London Stock Exchange* e CED Borsa Milano.
- La determinazione del controvalore scambiato al SEAQ International e della sua incidenza percentuale è effettuata secondo la metodologia esposta nelle note dei grafici 20 e 21.

TAVOLA 11

- Elaborazioni Consob su dati *London Stock Exchange*.
- In questo caso i dati relativi alle contrattazioni di titoli azionari non britannici comprendono tanto quelle effettuate sul SEAQ International quanto quelle relative ai (pochi) titoli regolarmente ammessi a quotazione.

TAVOLA 12

- Elaborazioni Consob su dati delle singole borse, OCSE e *London Stock Exchange*.
- Per la determinazione del volume negoziato a Londra si vedano le note al grafico 20 e alla tavola 11.
- Tutti i dati sono relativi, per ogni paese, all'incidenza percentuale degli scambi sull'aggregato dei titoli negoziati a Londra.
- Per l'Italia il dato relativo all'incidenza percentuale degli scambi londinesi sul totale differisce da quello indicato nella tavola 10 per un diverso criterio di valorizzazione.

TAVOLA 13

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano.
- Le divisioni temporali sono riferite al calendario di borsa.

GRAFICO 23

- Elaborazioni Consob su dati Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano e CARIPLO.

GRAFICO 24

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e CARIPLO.

GRAFICO 25

- Elaborazioni Consob su dati Consob e Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano.
- I dati dell'attività dei fondi comuni di investimento di diritto italiano sono relativi alle prime 15 società di gestione, pari al 77,8% del patrimonio gestito a fine 1991.
- Dal grafico sono stati esclusi i saldi rilevati in occasione dei più importanti giorni di stacco dividendo, che presentano andamenti anomali determinati da operazioni di compravendita effettuate per ragioni diverse da quelle delle strategie di gestione di portafoglio.

GRAFICO 26

- Elaborazioni Consob su dati Consob, CED Borsa Milano e Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano.
- Per la determinazione del controvalore scambiato dai fondi, si veda la nota al grafico 25.

GRAFICO 27

- Elaborazioni Consob su dati Listino ufficiale della Borsa valori di Milano e Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano.
- Il monte dividendi di ogni società è stato calcolato moltiplicando il dividendo relativo all'esercizio 1990 per il numero di titoli azionari quotati.
- La capitalizzazione è riferita al 31 dicembre 1990.

GRAFICO 28

- Elaborazioni Consob su dati Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano.
- Il dato della raccolta di denaro fresco è relativo agli aumenti di capitale a pagamento, alla parte a pagamento degli aumenti di capitale misti e ai fondi raccolti con l'emissione di obbligazioni convertibili da parte di società quotate sul Listino ufficiale della Borsa valori di Milano. Può quindi differire dai dati riportati nelle tavole a31 e seguenti dell'Appendice, relativi alle sole operazioni di aumento di capitale da parte delle società quotate anche presso altre borse italiane.

GRAFICO 29

- Elaborazioni Consob su dati Consob e Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano.
- La capitalizzazione media è data dalla semisomma delle capitalizzazioni al 31 dicembre degli anni adiacenti.

GRAFICO 30

- Elaborazioni Consob su dati delle singole borse valori e Consob.

GRAFICO 31

- Elaborazioni Consob su dati Consob e Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano.
- In questo caso i dividendi sono considerati nell'anno del calendario civile in cui è avvenuta la loro distribuzione, indipendentemente dall'esercizio per il quale sono stati corrisposti.

TAVOLE 14 e 15

- Elaborazioni Consob desunte dall'analisi dei prospetti informativi depositati presso l'Archivio Consob.
- La classificazione cronologica è riferita alla data di presentazione del prospetto e non a quella dell'effettuazione delle operazioni.

TAVOLA 16

- Elaborazioni Consob desunte dall'analisi dei prospetti informativi depositati presso l'Archivio Consob.
- Per la classificazione cronologica, si veda la nota alla tavola 14.
- Il dato del controvalore è relativo al valore complessivo programmato, e non a quello effettivamente realizzato al termine dell'operazione.

TAVOLA 17

- Fonti: COB, SIB, OCSE, IOSCO.

TAVOLE 18, 19 E 20

- Fonti: OCSE, IOSCO, Bollettino CEE, singole borse valori.

TAVOLA 21

- Elaborazioni Consob.

TAVOLA a1

- Elaborazioni Consob su dati delle singole borse valori.
- Per la scelta degli indici si veda la nota al grafico 2.
- I dati riportati sono calcolati come variazione percentuale dei dati relativi all'ultimo giorno di borsa aperta di ogni anno del calendario civile.
- Per agevolare i confronti riportati nelle tavole successive, si è scelto di riportare solamente il mercato più importante di ogni singolo paese.

TAVOLA a2

- Elaborazioni Consob su dati delle singole borse valori, OCSE, ECU Newsletter e Morgan Stanley International.
- La capitalizzazione è calcolata con riferimento alle sole azioni nazionali valutate nell'ultimo giorno dell'anno del calendario civile.
- I dati della capitalizzazione a fine 1991 sono provvisori.
- Il dato del PIL 1991 è stato ricavato dalle stime OCSE.

TAVOLA a3

- Elaborazioni Consob su dati delle singole borse valori.
- Per le borse valori caratterizzate da una struttura di *market makers*, per le ragioni esposte nella nota al grafico 20, il dato del controvalore scambiato è stato diviso per due per evitare il doppio conteggio. Il rapporto di *turnover* è calcolato con riferimento alle sole azioni nazionali.
- I dati della borsa di Londra considerano come nazionali anche le azioni emesse da società irlandesi.

TAVOLA a4

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano, Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano, Listino ufficiale della Borsa valori di Milano.
- I dati di stock (società, azioni e capitalizzazione) sono relativi all'ultimo giorno dell'anno solare. I dati di flusso sono relativi all'anno solare.
- Il numero di società quotate comprende anche quelle sospese dalle contrattazioni, pari a 2 nel 1975, 4 nel 1976, 10 nel 1977, 8 nel 1978, 6 nel 1979, 9 nel 1980, 9 nel 1981, 10 nel 1982, 10 nel 1983, 12 nel 1984, 16 nel 1985, 18 nel 1986, 20 nel 1987, 13 nel 1988, 15 nel 1989, 6 nel 1990, 4 nel 1991.

- Il numero di azioni quotate comprende anche quelle sospese dalle contrattazioni, pari a 2 nel 1975, 4 nel 1976, 10 nel 1977, 9 nel 1978, 7 nel 1979, 11 nel 1980, 9 nel 1981, 12 nel 1982, 10 nel 1983, 14 nel 1984, 21 nel 1985, 20 nel 1986, 23 nel 1987, 22 nel 1988, 22 nel 1989, 11 nel 1990, 6 nel 1991.
- Il numero di azioni quotate non comprende le linee di quotazione di azioni a godimento differito, istituite su richiesta delle società quotate in occasione di aumenti di capitale, conversione di obbligazioni o mancata corresponsione di dividendi ad azioni di risparmio. Le azioni a godimento differito presenti sul Listino ufficiale sono state 1 nel 1975, 1 nel 1976, 2 nel 1977, 0 nel 1978, 0 nel 1979, 4 nel 1980, 3 nel 1981, 0 nel 1982, 5 nel 1983, 4 nel 1984, 8 nel 1985, 5 nel 1986, 3 nel 1987, 1 nel 1988, 2 nel 1989, 5 nel 1990, 6 nel 1991.
- La capitalizzazione di borsa è calcolata con riferimento alla situazione di fine anno solare delle azioni ammesse alle contrattazioni.
- Il controvalore degli scambi degli anni 1975, 1976 e 1977 è calcolato moltiplicando per ogni mese le quantità per i prezzi di compenso. Dal 1978 in poi il dato è calcolato con riferimento ai prezzi effettivi di ciascuno scambio effettuato nel corso dell'anno solare.
- Il dato degli aumenti di capitale è relativo al denaro fresco effettivamente affluito alle società per mezzo degli aumenti di capitale a pagamento e dell'emissione di obbligazioni convertibili.

TAVOLA 5

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e delle borse valori di Bologna, Napoli, Palermo, Trieste e Venezia.
- Dati riferiti all'anno del calendario di borsa.

TAVOLA a6

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano.
- Gli scambi azionari sono riferiti ai mesi del calendario civile.

TAVOLA a7

- Elaborazioni Consob su dati Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano, Banca Commerciale Italiana, Mediobanca, Banca Nazionale del Lavoro e Studio Aletti.
- Variazioni percentuali dei livelli degli indici dell'ultimo giorno degli anni del calendario civile.
- L'indice MIB Storico (base 2.01.1975=1000) e l'indice COMIT (base 1972=100) sono calcolati con riferimento ai prezzi ufficiali di tutti i titoli azionari quotati sul Listino ufficiale, le cui variazioni di prezzo sono ponderate secondo la capitalizzazione relativa. I due indici differiscono solo per la diversa modalità di rilevazione delle variazioni del numero dei titoli quotati, delle cancellazioni e delle nuove ammissioni.
- Gli indici Mediobanca (base 2.01.1961 = 100) e Sole-24 Ore (base 1938=1) sono invece calcolati con riferimento ai prezzi ufficiali di un campione chiuso di titoli; di conseguenza con il passare degli anni ed il mutare della composizione del Listino ufficiale il loro grado di accuratezza nella descrizione dell'andamento dell'intero mercato si è ridotto.
- L'indice BNL (base 1953=100) è calcolato con riferimento ai prezzi valutati al corso secco (cioè depurati della quota imputabile alla maturazione del dividendo) di un campione chiuso di titoli. Anche in questo caso vale l'avvertenza ricordata poco prima, che spiega la ragione del differente andamento dei diversi indici nel corso del tempo.

TAVOLA a8

- Elaborazioni Consob su dati Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano.
- Livelli degli indici e variazioni percentuali riferite all'ultimo giorno degli anni del calendario civile.

TAVOLA a9

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Listino ufficiale della Borsa valori di Milano, Roma, Torino, Genova e Venezia.

- I titoli azionari sono classificati secondo la sede principale di contrattazione.
- Le denominazioni dei titoli azionari utilizzate sono quelle del CED Borsa Milano, e possono in alcuni casi non coincidere con quelle riportate sul Listino ufficiale. I titoli azionari che hanno modificato la denominazione nel corso dell'anno sono indicati con quella in atto al 31 dicembre.
- Il dato relativo al numero di titoli esistenti al 31 dicembre per ogni azione non include la quota eventualmente non ammessa a quotazione.
- Il rapporto di *turnover* è calcolato rapportando il controvalore scambiato alla capitalizzazione media (semisomma dei valori al 31 dicembre 1990 e 1991).
- La *performance* è stata calcolata confrontando i prezzi ufficiali del 31 dicembre 1990 e 1991, opportunamente modificati con i coefficienti di rettifica elaborati dall'AIAF per tener conto delle eventuali variazioni di capitale intercorse nel 1991.
- Il *dividend yield* è stato calcolato rapportando, ove esistente, il valore del dividendo distribuito nel corso dell'anno al prezzo ufficiale del giorno di stacco. In alcuni casi (Bayer, Elsag, Intermobiliare, SCI, Volkswagen) il titolo è stato ammesso a quotazione in data successiva allo stacco del dividendo, o (Jolly Hotel di risparmio) non ha fatto rilevare prezzi in tale data. In questi casi il *dividend yield* è stato calcolato rapportando il valore del dividendo al primo prezzo ufficiale registrato dopo la data di stacco.

TAVOLA a10

- Elaborazioni Consob su dati Listino ufficiale della Borsa valori di Milano, Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano e CED Borsa Milano.

TAVOLA a11

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano.

TAVOLE a12, a13, e a14

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano.

TAVOLA a15

- Elaborazioni Consob su dati Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano.

TAVOLE a16, a17, e a18

- Elaborazioni Consob su dati Consob e Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano.

TAVOLE a19 e a20

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Mercati ristretti di Firenze e Napoli.
- Dati riferiti al calendario civile.

TAVOLE a21 e a22

- Elaborazioni Consob su dati Comitato del Mercato ristretto di Milano, Listino ufficiale del Mercato ristretto di Milano, CED Borsa Milano.
- Dati riferiti al calendario civile.

TAVOLE a23 e a24

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano, Mercati ristretti di Firenze e Napoli, Listini ufficiali dei Mercati ristretti italiani.

TAVOLA a25

- Elaborazioni Consob.

TAVOLA a26

- Fonte: Studi Finanziari.

TAVOLA a27

- Fonte: Assogestioni.

TAVOLA a28

- Fonte: Studi Finanziari.

TAVOLE a29 E a30

- Elaborazioni Consob su dati Banca d'Italia, Consob e Studi Finanziari.
- I dati 1991 relativi a gestioni ed assicurazioni sono stime.
- Data la particolare struttura di bilancio, i dati del patrimonio netto delle assicurazioni (ramo vita) sono relativi al totale delle attività finanziarie: liquidità, titoli e mutui netti.

TAVOLE a43, a44, E a45

- Elaborazioni Consob.
- La classificazione cronologica è riferita alla data di presentazione del prospetto e non a quella dell'effettuazione delle operazioni.
- Il dato del controvalore è relativo al valore complessivo programmato, e non a quello effettivamente realizzato al termine dell'operazione.