



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

**RELAZIONE
PER L'ANNO
1996**

ROMA, 31 MARZO 1997

RELAZIONE PER L'ANNO 1996

INDICE

A -	LE LINEE PROGRAMMATICHE	Pag.	9
B -	L'ATTIVITÀ ISTITUZIONALE		
I	LA SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO E LE SOCIETÀ QUOTATE	»	23
	<i>Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio</i>	»	23
	<i>Le offerte finalizzate all'ammissione a quotazione</i>	»	25
	<i>Le privatizzazioni di società quotate</i>	»	28
	<i>Il collocamento di titoli quotati</i>	»	31
	<i>Gli Oicvm: struttura del mercato, informativa e sollecitazione del pubblico risparmio</i>	»	32
	<i>L'offerta al pubblico di nuovi strumenti finanziari</i>	»	35
	<i>L'attività regolamentare e interpretativa</i>	»	39
	<i>L'informativa sulle partecipazioni rilevanti</i>	»	41
	<i>La struttura proprietaria e di controllo delle società quotate</i>	»	43
	<i>Le operazioni deliberate dalle assemblee straordinarie</i>	»	49
II	L'INFORMAZIONE CONTABILE E LA REVISIONE DEI CONTI	»	52
	<i>L'attività di controllo sui bilanci</i>	»	52
	<i>L'armonizzazione delle regole contabili e di revisione</i>	»	58
	<i>L'attività di vigilanza sulle società di revisione</i>	»	59
	<i>L'attività regolamentare e interpretativa</i>	»	63
III	I MERCATI	»	70
	<i>Gli andamenti</i>	»	70
	<i>La regolamentazione</i>	»	76
	<i>L'organizzazione dei mercati</i>	»	80
	<i>Il controllo sulla regolarità degli scambi e sull'uso di informazioni riservate</i>	»	82
	<i>Il mercato italiano dei derivati</i>	»	84
	<i>Il mercato degli strumenti derivati Over the counter</i>	»	86

IV	IL CONTROLLO SULL'USO DI INFORMAZIONI RISERVATE E SULLA MANIPOLAZIONE	»	90
	<i>Le azioni per il rispetto della normativa</i>	»	90
	<i>Problemi applicativi della legge 157/91</i>	»	91
	<i>Ipotesi di modifiche alla normativa</i>	»	93
V	L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE	»	95
	<i>Andamenti e struttura del settore</i>	»	95
	<i>Le attività di intermediazione mobiliare</i>	»	99
VI	LA VIGILANZA SULL'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE	»	102
	<i>L'analisi degli esposti e l'attività ispettiva</i>	»	102
	<i>I provvedimenti cautelari e sanzionatori nei confronti degli intermediari</i>	»	104
	<i>Le crisi degli intermediari e il Fondo nazionale di garanzia</i>	»	108
	<i>La vigilanza sui promotori finanziari</i>	»	111
	<i>L'attività regolamentare in materia di procedure di autorizzazione all'esercizio dei servizi di investimento</i>	»	113
	<i>Gli orientamenti interpretativi in materia di attività di intermediazione mobiliare</i>	»	115
VII	L'ATTIVITA' DELLA CONSOB IN SEDE GIURISDIZIONALE	»	120
	<i>Il contenzioso amministrativo e civile</i>	»	120
	<i>Le segnalazioni di ipotesi di reato e l'attività di supporto prestata all'Autorità Giudiziaria</i>	»	121
	<i>La giurisprudenza</i>	»	123
VIII	LA COOPERAZIONE INTERNAZIONALE	»	129
	<i>L'Unione Europea</i>	»	129
	<i>La Iosco</i>	»	131
	<i>L'Omc e l'Ocse</i>	»	133
	<i>Altre iniziative in ambito internazionale</i>	»	134
	<i>L'attività di cooperazione bilaterale e la cooperazione per finalità di vigilanza</i>	»	135

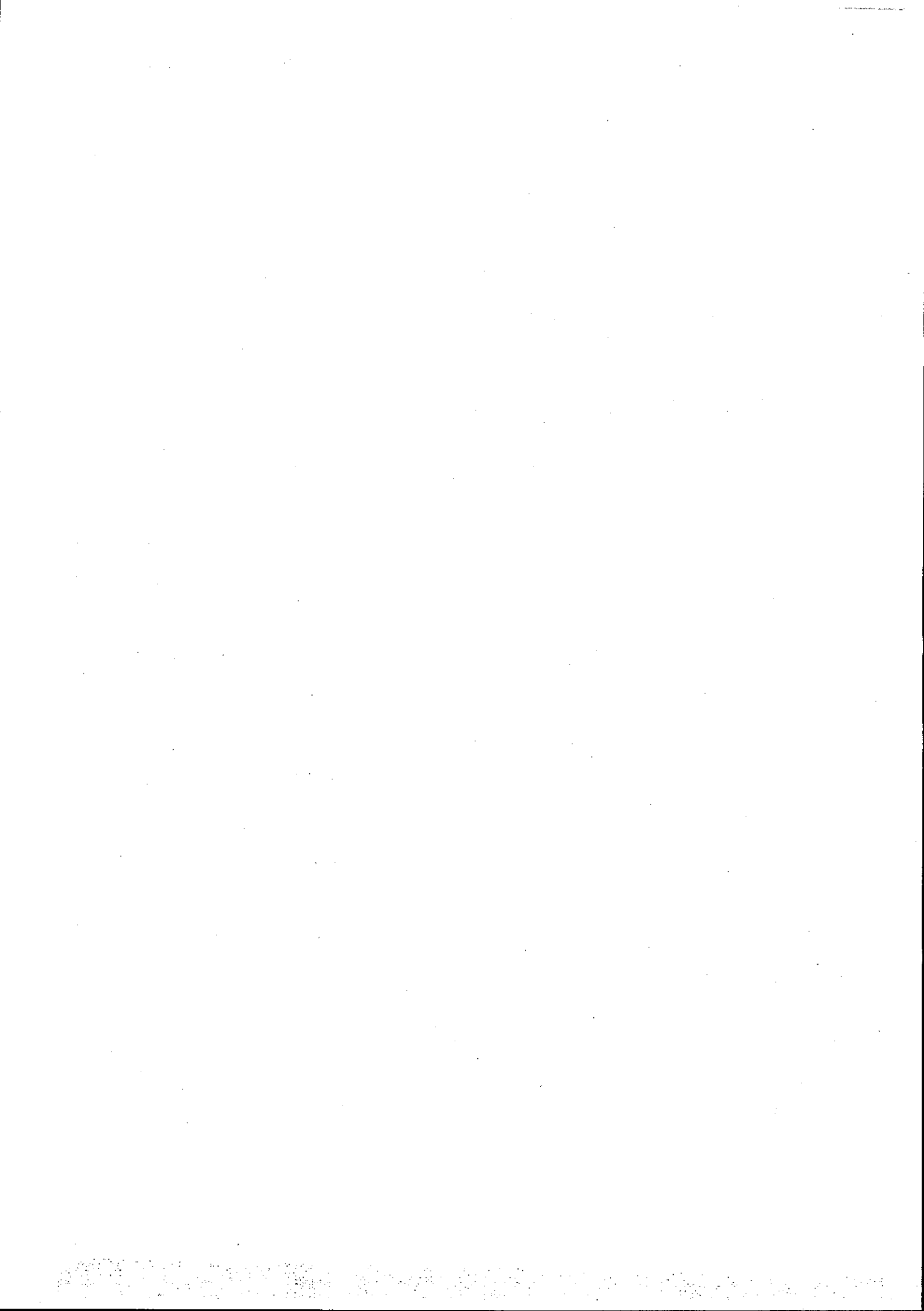
C - LA GESTIONE FINANZIARIA E L'AMMINISTRAZIONE

IX *LE RELAZIONI CON IL PUBBLICO, IL BILANCIO E L'ORGANIZZAZIONE*

	»	139
<i>L'attività di relazioni con il pubblico</i>	»	139
<i>La gestione finanziaria</i>	»	140
<i>L'organizzazione e il personale</i>	»	142
<i>L'attività di controllo interno</i>	»	143

D - APPENDICE STATISTICA

<i>Indice delle tavole</i>	»	147
<i>Tavole statistiche</i>	»	153
<i>Note metodologiche</i>	»	213
<i>Siglaro</i>	»	223



A - LE LINEE PROGRAMMATICHE

Il 17 dicembre dello scorso anno, all'età di settanta anni, è mancato il nostro collega Mario Di Lazzaro. E' stato studioso insigne della matematica applicata, docente universitario particolarmente dedito alla cura dei suoi allievi, impegnato per anni in un'intensa attività di progettazione della didattica, in molte occasioni uomo pubblico al servizio del paese, da ultimo come componente di questa Commissione. Nei cinque anni trascorsi insieme, ne abbiamo apprezzato la competenza tecnica, le iniziative per adeguare gli strumenti e la struttura interna dell'Istituto, le doti umane. Il nostro pensiero, al quale, siamo certi, si unisce quello dei presenti, si rivolge commosso alla Sua memoria.

Le prospettive del mercato italiano

Nel 1996 si è completata la riforma della liquidazione a contante, che ebbe proprio Mario Di Lazzaro tra i suoi principali fautori. Gli effetti della riforma appaiono largamente positivi: nei dodici mesi successivi al suo completamento, che risale al febbraio dello scorso anno, l'incremento della volatilità giornaliera è risultato modesto a fronte di un aumento degli scambi sui titoli che compongono il Mib30 pari al 14 per cento. Confronti internazionali basati su un indicatore di liquidità, che sintetizza la relazione tra variazioni dei prezzi e volumi degli scambi, evidenziano per l'ultimo anno un deciso progresso della borsa italiana. Le operazioni più speculative sono confluite sui prodotti derivati azionari; in termini di controvalore scambiati il contratto *future* sull'indice è oggi il quarto in Europa.

L'anno appena trascorso ha visto altre rilevanti riforme del sistema dei mercati.

La privatizzazione della borsa e la parziale liberalizzazione di alcune attività d'intermediazione, sancite dal decreto 415, rappresentano un'innovazione istituzionale di grande momento. Il decreto si colloca a quasi un secolo di distanza da quando l'attività di negoziazione venne pubblicizzata e riservata ad una categoria di operatori. Con successive normazioni venne esteso il principio della riserva. La crescita dei nostri mercati mobiliari e il processo di integrazione europea richiedevano un diverso quadro legislativo e regolamentare che il decreto 415 ha delineato.

Il decreto modifica la natura dell'intervento della Consob nei mercati. Le potestà pubblicistiche, tipiche della preesistente legislazione amministrativa, vengono limitate alla nascita e all'eventuale crisi della società di gestione dei mercati, all'autorizzazione dei regolamenti e alle relative variazioni. Sono poteri ispirati al modello di una Autorità di garanzia e di alta vigilanza; il potere sostitutivo è da considerarsi eccezionale. Agli operatori viene riconosciuta non solo la funzione regolamentare, ma anche di controllo sui comportamenti e sanzionatoria, laddove si prevede che la società di gestione possa disporre la sospensione degli strumenti e degli operatori dalle negoziazioni.

Come affermato nella delibera di approvazione del progetto di trasformazione della borsa, la scelta a favore della privatizzazione e dell'autoregolamentazione non fa comunque venire meno

la forte inerenza al pubblico interesse per un mercato mobiliare sviluppato e competitivo.

Nell'esaminare lo statuto della società di gestione, la Commissione ha sollecitato il Consiglio di borsa a introdurre un sistema di governo della società mercato che minimizzasse i possibili casi di conflitti d'interesse. Gli intermediari che deterranno il controllo della società mercato saranno infatti anche regolatori, negoziatori, gestori di patrimoni ed in alcuni casi emittenti.

La Commissione ha tuttavia ritenuto che i poteri ad essa conferiti dal decreto, in materia di statuto, non consentissero di subordinare l'approvazione all'adozione di criteri per la nomina degli amministratori. Una rappresentanza conforme ai limiti fissati dal decreto ma equilibrata tra le diverse categorie resta comunque soluzione particolarmente idonea ad una composizione dei diversi interessi.

Il decreto 415 rappresenta il primo passo di un più ampio disegno riformatore, solo in parte sollecitato dal legislatore comunitario, reso necessario dal tentativo, i cui esiti restano ancora incerti, di mantenere per il mercato italiano dei titoli privati uno spazio adeguato alla nostra economia.

L'introduzione dell'euro trasformerà le emissioni di valori mobiliari, che saranno omogenee in termini di valuta. La maggiore uniformità degli strumenti farà emergere altre componenti nella scelta del mercato sul quale operare: fra queste, le procedure di negoziazione, liquidazione e compensazione.

Sul sistema borsa si sono stratificati nel corso degli ultimi dieci anni diversi interventi legislativi. E' necessario procedere ad un riesame sistematico delle leggi, degli assetti azionari, dei regimi di concessione dei servizi di Ced, Montetitoli, Cassa di compensazione e garanzia, nonché all'approntamento di un quadro normativo realmente orientato ad incentivare la minimizzazione dei costi. Argomenti che dovrebbero essere inseriti nell'agenda di politica economica sui mercati mobiliari e presenti all'attenzione degli operatori. A questi ultimi spetta in particolare la predisposizione di una piattaforma tecnologica efficiente, integrata e a basso costo, che costituirà un fattore decisivo per il mercato italiano.

Il futuro ruolo della borsa è anche affidato alla sua capacità di specializzarsi. Se il servizio principale offerto dai mercati è la liquidità, una parte significativa del nostro listino potrà essere meglio trattata da intermediari in grado di specializzarsi in strumenti finanziari che, per le dimensioni dell'emittente, attraggono un limitato flusso di ordini. In prospettiva, il mercato localizzato in Italia, oltre a non perdere operatività sui principali titoli, dovrà sviluppare la capacità di offrire liquidità ai titoli minori.

Una parte più cospicua del risparmio nazionale verrebbe così canalizzata, attraverso la borsa, nelle imprese italiane. Positivi segnali in questa direzione provengono dalla quotazione, nell'ultimo biennio, di numerose società di piccola e media dimensione, che hanno ottenuto un buon apprezzamento da parte del mercato. L'entità del risparmio affluito resta ancora modesta: le offerte di sottoscrizione e di vendita - con l'esclusione dell'Eni - ammontano in media a 2.000 miliardi di lire annui. Il fenomeno delle nuove quotazioni, congiuntamente alla cancellazione di

alcune società appartenenti a gruppi, contribuisce comunque ad una composizione del listino più rappresentativa dell'economia italiana.

La prosecuzione del processo di privatizzazione delle imprese e delle banche resta il secondo motore di sviluppo del mercato. In questi anni la Commissione ha raccomandato che l'occasione fosse pienamente valorizzata. Molte volte la preoccupazione che il mercato non avesse sufficienti capacità di assorbimento è stata dominante. Restiamo convinti che operazioni ben strutturate, attuate nel pieno rispetto delle regole di mercato, per società profittevoli, incontrino l'apprezzamento degli investitori - italiani ed internazionali - e che anche il problema dell'individuazione degli azionisti di controllo possa trovare soluzione attraverso operazioni di mercato.

La capacità del mercato finanziario di attrarre risparmio dipende anche da alcuni fattori esogeni, relativi agli assetti politico-istituzionali. Le difficoltà dei governi ad impegnarsi in politiche di riforma di lungo periodo influenzano le aspettative degli operatori. Evidenze empiriche ormai solide indicano come il rischio-paese abbia un effetto significativo sulla volatilità delle borse: la relazione è confermata per il mercato italiano, che presenta, nonostante i ricordati progressi, un'elevata volatilità.

L'attività di vigilanza della Consob

L'azione dell'Istituto in materia di vigilanza è orientata al rafforzamento dell'attività preventiva; in questi ultimi tre anni sono state condotte 141 ispezioni nei confronti di intermediari e 27 ispezioni su società quotate e società di revisione. Nell'ultimo triennio vi sono stati 36 casi di commissariamento di Sim e fiduciarie, dei quali 18 si sono tradotti in insolvenze.

Il decreto 415 ha modificato il sistema di gestione di crisi delle Sim. Il nuovo regime è mutuato da quello a suo tempo definito per le banche. La procedura dell'amministrazione straordinaria si rivela peraltro poco idonea quando il valore dell'avviamento è contenuto, come tipicamente accade per le piccole imprese d'investimento. Le difficoltà emerse in sede di prima applicazione del decreto potranno trovare soluzione nella prassi attuativa ed, eventualmente, nelle opportune modifiche legislative.

Sono state altresì modificate le procedure di ingresso degli intermediari nel mercato: oltre alle modalità di valutazione di specifici requisiti di accesso, alla Consob - e alla Banca d'Italia in sede consultiva - viene riconosciuto il potere generale di negare l'autorizzazione ove non risulti garantita la sana e prudente gestione dell'intermediario. In tal modo si è inserita, nell'ambito del procedimento autorizzativo, una valutazione di tipo discrezionale, che si aggiunge all'accertamento di requisiti predefiniti; ciò a differenza di quanto previsto in materia dalla legge 1/91, che subordinava il rilascio dell'autorizzazione al mero riscontro del possesso di requisiti oggettivi predeterminati.

Il tendenziale aumento degli intermediari polifunzionali rende di importanza critica il ruolo

delle procedure concernenti la separatezza organizzativa. Le modifiche legislative recentemente introdotte dal decreto 415 sembrano tuttavia delineare una separazione meno netta tra le diverse attività.

Particolare rilievo assumerà pertanto l'attenzione che sarà data a tale profilo in sede di emanazione dei regolamenti attuativi, all'opera di *moral suasion* che la Consob e la Banca d'Italia eserciteranno nei confronti dei soggetti vigilati, ai codici di autodisciplina che, nell'esperienza estera, rappresentano un deterrente all'adozione di comportamenti in conflitto d'interesse.

Nell'anno trascorso, l'attività di vigilanza della Consob ha condotto all'individuazione di un elevato numero di ipotesi di reato. Escludendo le ipotesi di minore offensività, circa 180 sono le segnalazioni effettuate all'Autorità giudiziaria. Esse hanno riguardato diverse tipologie di soggetti, nazionali ed esteri. Si tratta di una attività vasta, che richiede capacità di indagine e di istruttoria e che segnala la necessità di una costante azione di controllo.

Maggiori garanzie dovranno in futuro essere offerte agli investitori in materia di integrità dei mercati. Occorre, in particolare, che la fiducia non sia compromessa dalla presenza di pratiche manipolative o dall'uso illecito di informazioni riservate.

Le difficoltà applicative della legge sull'*insider trading*, particolarmente innovativa, hanno portato fino ad oggi a 2 condanne. La Consob ha ulteriormente incrementato in questi anni l'attività di indagine. Nel 1996 sono state inviate 9 relazioni motivate alla Autorità Giudiziaria. Dall'entrata in vigore della legge sono 21. Si ritiene pertanto possibile confidare in un aumento delle pronunce giurisprudenziali.

La Commissione ha allo studio alcune ipotesi di modifica e di integrazione della legge sull'*insider trading* che riguardano, segnatamente, i poteri di indagine della Consob, la modifica dell'apparato sanzionatorio, la revisione della disciplina della manipolazione. Oggetto di riflessione, infine, è la possibilità di introdurre, similmente a quanto è avvenuto in altri paesi, un procedimento sanzionatorio di carattere amministrativo. Verrebbero in tal modo conferite maggiore efficacia e rapidità all'azione repressiva. Il procedimento amministrativo potrebbe affiancarsi o, alternativamente, sostituire quello penale.

La disciplina repressiva, specie di carattere penale, e la relativa attività di indagine della Consob devono comunque rivestire un carattere residuale, colpendo quei comportamenti che l'ordinamento e la deontologia degli operatori presenti sul mercato non sono in grado di scoraggiare. Gli strumenti che devono operare in via ordinaria, evitando o limitando le occasioni di possibili abusi informativi, devono essere altri. Tra questi, innanzitutto, una maggiore attenzione da parte delle società quotate ad una corretta e tempestiva informazione al mercato, regole di condotta degli emittenti e degli intermediari tese al controllo della circolazione delle informazioni *price sensitive*, il diffondersi di una cultura ostile agli abusi degli "iniziati".

Con riferimento ai profili di vigilanza nel contesto della crescente integrazione tra i mercati e al verificarsi di rilevanti episodi di crisi sui mercati dei prodotti derivati, è necessario rafforzare la cooperazione internazionale. Essa va estesa anche alle Autorità di mercato e agli organismi incaricati di svolgere funzioni di compensazione. Un efficiente sistema di scambio di

informazioni, infatti, consente di limitare gli effetti di situazioni di crisi di uno o più partecipanti ai mercati, evitando il rischio di contagio e quindi l'insorgere di potenziali rischi sistemici.

Sarebbe, tuttavia, opportuna una regolamentazione che assicuri adeguate forme di riservatezza delle informazioni, nonchè un loro utilizzo esclusivamente per fini di vigilanza. La natura privatistica delle Autorità di mercato o degli organismi di Compensazione può, infatti, favorire l'insorgere di situazioni di conflitto di interesse.

La Dichiarazione congiunta, firmata a Boca Raton, il 15 marzo 1996 in occasione dell'incontro annuale delle Autorità di vigilanza sui mercati dei prodotti derivati, e sottoscritta dalla Consob, consente una parziale soluzione del problema sopra ricordato: si prevede che ove le Autorità di mercato non dispongano delle informazioni necessarie a prestare l'assistenza richiesta da un'Autorità estera, possa intervenire la cooperazione con l'Autorità pubblica di vigilanza del paese interessato.

Fiscalità e mercati mobiliari

Nelle ultime Relazioni annuali della Consob si è più volte richiamata l'attenzione sugli effetti per i mercati mobiliari dell'aspra concorrenza fiscale tra sistemi nazionali, in presenza di elevata mobilità dei capitali. Il nostro paese, stretto dai vincoli di bilancio pubblico, non poteva che ritrovarsi in posizione di debolezza. Lo sviluppo di strumenti finanziari diversi dai titoli di Stato ne ha pesantemente risentito; la remunerazione del capitale di rischio si è trovata in condizioni di discriminazione.

Il Governo interverrà nella complessa materia della fiscalità attraverso l'esercizio della delega prevista dalla legge 662 del dicembre 1996. Tre sono i settori particolarmente rilevanti per i mercati mobiliari: le attività finanziarie; il reddito societario ed eventuali regimi agevolativi per la quotazione delle società; i contratti di borsa.

Un sistema di tassazione dei redditi finanziari e delle plusvalenze deve tendere al raggiungimento contestuale di tre obiettivi: completezza del sistema, nel senso che devono essere assoggettati ad imposizione tutti i redditi finanziari, garantendone il controllo e l'accertamento; neutralità, nel senso che la tassazione non deve influenzare le scelte degli investitori; semplicità, nel senso che, per il risparmiatore, i costi di adempimento del prelievo devono essere minimizzati.

La delega persegue l'obiettivo della completezza, prevedendo l'estensione della tassazione a tutti i redditi finanziari, inclusi quelli generati da prodotti derivati, assicurando ciò anche attraverso l'introduzione di idonee norme di chiusura con finalità antielusive. Restano invece aperte, a seconda dell'effettiva attuazione della delega, le scelte in tema di neutralità e semplicità.

In particolare, riguardo alla neutralità, può considerarsi definitivamente acquisita la scelta dell'imposizione sostitutiva. La determinazione delle aliquote e la loro diversificazione, in ragione della natura degli investitori e soprattutto del tipo di investimento, appaiono, in parte,

ancora condizionate dall'esigenza di favorire i titoli di Stato.

Per quanto attiene la tassazione del risparmio, la delega è di incerto contenuto. Sembra introdursi una differenziazione di trattamento tra risparmio gestito e risparmio amministrato, a favore del primo, per il quale potrebbe essere prevista la deducibilità delle minusvalenze e delle perdite. Viene altresì eliminata l'imposta patrimoniale sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari.

Nessuna agevolazione specifica viene riservata ai fondi chiusi, diversamente da quanto da più parti auspicato al fine di favorire l'investimento nel capitale di rischio delle imprese di minori dimensioni.

La delega non contiene indicazioni sostanziali sugli aspetti internazionali della tassazione dei redditi di capitale. Sotto questo profilo, il prelievo sulle attività finanziarie dovrebbe essere disegnato in modo tale da garantire l'indifferenza nella scelta tra gli investimenti finanziari domestici e gli investimenti esteri da parte dei risparmiatori residenti; nei confronti dei non residenti, comunque, dovrebbero trovare applicazione i regimi convenzionali, quando esistenti.

Inoltre, per un investitore residente dovrebbe essere fiscalmente indifferente investire tramite intermediari residenti o tramite intermediari esteri. Questi ultimi, qualora non abbiano una succursale nel territorio italiano, sfuggono tuttavia all'obbligo di prelievo sostitutivo sui redditi di capitale. In assenza di adeguati scambi di informazioni e tenuto conto delle perplessità sull'efficienza della canalizzazione obbligatoria dei movimenti di capitale con l'estero, si configura un incentivo per gli investitori residenti ad investire all'estero o ad avvalersi di intermediari esteri. L'esposizione del sistema alla possibilità di arbitraggi di natura fiscale resta quindi elevata.

In materia di tassazione dei redditi societari, la disciplina agevolativa introdotta nel 1994 ha contribuito all'incremento della quotazione di piccole e medie imprese. Peraltro, si impongono interventi di carattere più strutturale, finalizzati a ridurre il divario tra trattamento fiscale riservato alla remunerazione del capitale di debito e trattamento fiscale del capitale di rischio. Le misure di incentivo alla quotazione dovrebbero avere natura non transitoria.

Una rilevante innovazione introdotta dalla delega è la cosiddetta *Dual Income Tax*, che ha lo scopo di agevolare i redditi derivanti da nuovi investimenti, finanziati con emissione di capitale a pagamento o con utili trattenuti. Anche in questo caso, solo l'esercizio della delega potrà consentire una valutazione degli effetti delle modifiche annunciate nella scelta tra capitale di debito e capitale di rischio. Un giudizio complessivo sulla *Dual Income Tax* non potrà prescindere dalla valutazione degli effetti dell'Imposta Regionale sul Reddito Prodotto, di imminente introduzione, che renderà relativamente più oneroso il ricorso al capitale di debito.

Per quanto attiene l'eventuale regime agevolativo per le società che decidessero di quotarsi, l'incentivo potrebbe essere commisurato alle dimensioni delle offerte realizzate, preferibilmente sotto forma di raccolta di denaro fresco.

La delega prevede altresì l'abrogazione della tassa sui contratti di borsa, aventi ad oggetto valori mobiliari quotati in mercati regolamentati, e conclusi nell'ambito dei medesimi. La misura

è, come noto, finalizzata a recuperare spazi competitivi al nostro mercato. Peraltro, la via dell'esenzione avrebbe forse reso più agevole l'opera del legislatore delegato.

La delega alla predisposizione del Testo unico sulla finanza

Il futuro della finanza privata italiana richiede un quadro normativo adeguato alla concorrenza dei mercati internazionali. Nel corso degli anni novanta numerosi e significativi progressi sono stati compiuti nel diritto dei valori mobiliari. Il diritto societario resta invece sostanzialmente quello disegnato da un legislatore che non aveva tra i suoi fini prioritari la canalizzazione del risparmio attraverso il mercato. L'attuazione della delega del Testo unico della finanza è quindi una riforma di grandissimo rilievo.

La nuova disciplina dovrà aumentare il grado di trasparenza e correttezza del mercato finanziario e la tutela degli investitori. Dovranno diminuire gli adempimenti burocratici preordinati a controlli di natura meramente formale e, al contempo, essere rafforzati i sistemi interni all'impresa per il controllo sugli atti e sulle operazioni di emissione di valori mobiliari, al fine di ottenere un miglior grado di protezione degli investitori. Si potrà così giungere ad una migliore valutazione dei rischi da parte degli investitori, anche professionali. Ne conseguiranno una maggior fiducia ed un maggior apprezzamento nei confronti del mercato.

La norma di delega prevede due diversi ambiti di attuazione. Il primo di essi ha ad oggetto essenzialmente il mero coordinamento delle disposizioni di più recente emanazione con il quadro normativo preesistente.

Più ampi sono i limiti della delega in materia di disciplina sulle società emittenti titoli sui mercati regolamentati, con la quale si potrà realizzare una vera e propria innovazione legislativa. Oltre ai settori che la norma espressamente indica (collegio sindacale, poteri delle minoranze, sindacati di voto, rapporti di gruppo), il programma di revisione dovrà riguardare, in primo luogo, le norme disciplinanti la vita interna e gli assetti di governo delle società emittenti. In secondo luogo, l'uso della dizione "disciplina relativa alle società emittenti" rende realizzabile, nella medesima sede, un riassetto delle regole applicabili agli emittenti titoli su mercati regolamentati, non riguardanti direttamente il sistema di governo societario, come la disciplina dell'acquisto di partecipazioni rilevanti, delle offerte pubbliche e soprattutto dell'Opa obbligatoria, dell'*insider trading* e dei connessi obblighi informativi, dell'informazione societaria e contabile, delle società di revisione e della certificazione dei bilanci.

Ci si interroga sulla possibile estensione del modello dell'autoregolamentazione, adottato per i mercati, ad altri ambiti della regolamentazione finanziaria. E' questa una prospettiva che richiede cautela. In un mercato piccolo come il nostro, dove alcuni operatori hanno grande potere d'influenza, il rischio della perdita della reputazione, tipico di sistemi concorrenziali, può esercitare uno scarso effetto dissuasivo. In particolare, quando ad organismi rappresentativi degli operatori fosse conferito il potere di concedere autorizzazioni in cui un elevato grado di

discrezionalità è associato con un forte interesse economico delle parti, il beneficio di comportamenti collusivi potrebbe rappresentare un incentivo immediato e difficilmente resistibile. L'indipendenza delle decisioni ne potrebbe risultare compromessa.

L'aver limitato i destinatari della riforma alle sole «società emittenti titoli negoziati sui mercati regolamentati» potrebbe accentuare le asimmetrie tra gli obblighi cui sono tenute le società quotate e gli obblighi, invece, facenti capo alle società non quotate che, comunque, fanno appello al pubblico risparmio.

Considerazioni di tal genere inducono a ritenere che il riordinamento normativo da realizzare attraverso il Testo unico debba svolgersi parallelamente ad una riforma del diritto comune. In questa diversa sede, si potrà valorizzare la distinzione contenuta nella Relazione al codice civile tra società a responsabilità limitata e società per azioni ed enucleare un tipo societario caratterizzato prevalentemente dal ricorso al pubblico risparmio.

I controlli sulle società

La Commissione, nel febbraio di quest'anno, in attesa di un intervento normativo e in assenza di un'iniziativa autonoma da parte degli operatori, ha raccomandato l'adozione di alcuni principi in materia di controlli societari.

In primo luogo, viene sollecitato un controllo più incisivo sulla gestione da parte del collegio sindacale.

In secondo luogo, la raccomandazione prospetta una ridefinizione della disciplina delle deleghe di poteri nell'ambito del consiglio di amministrazione delle società quotate, in modo tale da attribuire agli amministratori non esecutivi una piena vigilanza sull'operato degli amministratori esecutivi.

Con il Testo unico potrebbe essere adottato più compiutamente un modello di disciplina fondato sulla dualità tra organo di gestione e organo di controllo, coerente con la tradizione italiana, ma attento alle indicazioni provenienti dalle esperienze internazionali.

Con riferimento, in particolare, ai compiti del collegio sindacale, occorrerà eliminare l'attuale sovrapposizione di competenze tra l'organo di controllo ed il revisore esterno, attribuendo a quest'ultimo l'intera responsabilità del controllo contabile.

Al collegio sindacale non dovrebbero spettare compiti di natura autorizzatoria di atti di gestione, ma soltanto pareri di ragionevolezza tesi alla salvaguardia della stabilità complessiva dell'impresa, oltre che giudizi sul rispetto delle regole e dei doveri fiduciari degli amministratori.

Appare inoltre necessario che le funzioni di vigilanza sul rispetto della legge e dello statuto facciano presa su un sistema di controllo interno predisposto dal consiglio di amministrazione della società e monitorato da un apposito revisore interno in costante rapporto con il collegio sindacale.

Le funzioni indicate non possono essere svolte dall'organo di controllo in assenza di

adeguati strumenti di supporto e di reazione. Con riferimento a quest'ultimo profilo, dovrebbe essere consentito ai sindaci di rivolgersi al consiglio di amministrazione, all'assemblea, alla Consob o al Tribunale a seconda delle violazioni rilevate. In particolare, è opportuno ipotizzare che il collegio sindacale comunichi alla Consob le eventuali irregolarità in materie di competenza della Commissione.

I lavori di ridefinizione del sistema dei controlli societari non possono essere visti in maniera disgiunta dal problema dei rapporti di gruppo, la cui disciplina, sulla base della legge comunitaria per il 1994, può essere opportunamente modificata.

Evidenti sono i nessi tra la tematica del gruppo e il controllo legale dei conti. Si presentano almeno due ordini di problemi: la limitata porzione del gruppo sottoposta a revisione contabile; la distribuzione degli incarichi all'interno del gruppo, spesso svincolata da logiche tecniche di valutazione del rischio di revisione.

Una corretta e trasparente gestione dei rapporti infragruppo richiederà la determinazione di alcuni principi legislativi, primi tra tutti la sottoposizione al regime della revisione legale delle società appartenenti al gruppo e la disciplina dei rapporti tra collegi sindacali nell'ambito del gruppo. Si può poi ipotizzare un'attività di normazione secondaria che nel concreto contribuisca a garantire una consapevole assunzione di responsabilità del revisore dei conti della *holding*, soprattutto laddove l'articolazione geografica del gruppo superi i confini nazionali.

La stessa giustificazione strategica in termini economici e finanziari delle cosiddette società *off-shore* dovrà essere attentamente valutata nell'esercizio del controllo e non sarà possibile consentire che queste micro-entità, spesso fonte di operazioni poco trasparenti, possano essere revisionate da revisori secondari o non sottoposte ad alcun controllo.

L'attenzione che si deve prestare al tema è ampiamente giustificata dall'interesse che esso suscita oggi a livello internazionale, laddove si consideri che il Libro verde della Comunità Europea sul ruolo, la posizione e la responsabilità del revisore dei conti dedica uno specifico punto al tema dei gruppi. E' inoltre attualmente in discussione un principio di revisione internazionale che appare molto stringente in tema di responsabilità del revisore della capogruppo.

Gli assetti regolamentari del risparmio gestito

Nel Testo unico potrà essere delineato un quadro unitario per i controlli sull'*asset management*. Attualmente la disciplina, conformemente a quella comunitaria, è basata sul principio della riserva di attività. Modifiche potranno essere apportate per tener conto del processo di convergenza tra le diverse forme di risparmio gestito.

In questa prospettiva si pongono due tipi di problemi di natura regolamentare: l'appropriata delimitazione del servizio di gestione del risparmio e la conseguente prospettiva dei controlli e della vigilanza.

Per quanto riguarda il contenuto oggettivo dei servizi - il primo dei due profili testé menzionati - si osserva come i confini tra le attività di gestione individuale e di gestione collettiva vadano attenuandosi. Restano peraltro diversi i diritti che sorgono in capo all'investitore.

Parallelamente, si riducono le differenze nei servizi di risparmio gestito associabili alla natura dell'offerente. Il servizio di gestione patrimoniale è proposto indistintamente da diverse tipologie di intermediari: tra queste, le compagnie di assicurazione, quando erogano prodotti a capitalizzazione dal prevalente contenuto finanziario. Un sistema di vigilanza ancorato alla tradizionale ripartizione per soggetti, che non distingue opportunamente tra i profili relativi alla produzione dei servizi e quelli relativi alla erogazione, ha finora escluso i servizi assicurativi a capitalizzazione dall'applicazione delle norme di trasparenza previste per la sollecitazione del pubblico risparmio e solo in parte vi ha ricompreso i principi di tutela dai conflitti d'interesse.

La disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio è invece già attualmente richiamata dalla normativa sui fondi pensione aperti.

La regolamentazione della previdenza integrativa non limita le capacità operative degli intermediari già presenti nel mercato e consente che si possano istituire forme pensionistiche complementari mediante la costituzione di fondi «aperti» all'adesione dei destinatari. Restano ferme le disposizioni previste per la sollecitazione del pubblico risparmio, indipendentemente dalla tipologia del soggetto promotore. Gli aderenti possono essere infatti privi degli elementi conoscitivi in merito alle caratteristiche del fondo e al tipo di prestazione offerta. Rilevano in tal senso soprattutto le disposizioni relative alla trasparenza e ai profili informativi.

Si amplia pertanto il novero degli intermediari finanziari che operano nel settore del risparmio gestito e diviene più urgente un riordino sistematico delle relative norme di vigilanza, soprattutto ai fini di una maggiore tutela del delegante.

Con la gestione professionale del risparmio mutano le relazioni tra le diverse categorie di soggetti presenti nel mercato e le finalità dell'intervento di vigilanza. Si modifica il destinatario principale delle regole in materia di trasparenza e di informativa al mercato da parte delle società emittenti, ad oggi delineate prevalentemente per tutelare il risparmiatore individuale.

L'onere di assicurare un'informativa chiara, tempestiva, facilmente interpretabile a favore dei risparmiatori si sposta sull'investitore professionale.

Lo sviluppo descritto rafforza la necessità che il risparmiatore sia in grado di valutare il servizio offerto, non sia attratto con promesse di guadagni basate sulla mera estrapolazione dei risultati pregressi, sia informato tempestivamente delle mutate condizioni di rischio - rendimento. Le probabilità che sorgano conflitti tra l'interesse dell'intermediario in qualità di gestore e l'intermediario in qualità di collocatore o di negoziatore, se non addirittura di emittente, si fanno più consistenti.

Il dibattito internazionale sulla trasparenza dei gestori professionali è decisamente influenzato dalle esigenze testé richiamate. Esse cominciano ad avvertirsi anche nel nostro paese.

La necessità di delineare un quadro di controlli unitario, che non consenta la sopravvivenza di nicchie di opacità nel sistema e che trovi un solido ancoraggio nella cultura del regolatore,

si fa più pressante.

L'impostazione nella ripartizione dei controlli che venne introdotta con la legge 1/91 ha trovato una sostanziale conferma ed una più puntuale esplicitazione con il decreto 415. Si tratta di un utile modello di cooperazione tra la banca centrale e l'organismo di controllo sulla borsa. In materia di vigilanza regolamentare, si prevede che la Consob disciplini i comportamenti con particolare riguardo alla minimizzazione dei conflitti d'interesse; è di conseguenza individuabile la competenza, a cui fa riferimento l'articolo 29 del decreto, quale criterio per definire la ripartizione dei controlli con la Banca d'Italia in materia di vigilanza ispettiva.

A tale ripartizione - che si basa sulle finalità - sfugge sostanzialmente la legge del 1983, che ha istituito i fondi comuni, e ne ha delineato il sistema dei controlli. Gli articoli della legge 1/91 - non abrogati dal decreto 415 - che attribuiscono alla Consob competenze di tipo regolamentare ed ispettivo sui fondi comuni non hanno ovviato a questa asimmetria.

La fine delle riserve esclusive può rappresentare un utile e opportuno strumento per un aumento della concorrenza, ma deve essere accompagnata da un corrispondente mutamento nella vigilanza. Si deve abbandonare ogni residua ripartizione basata sulla natura dei soggetti e assumere il criterio della finalità. Diversamente si configura un sistema squilibrato, nel quale differenze regolamentari possono originare vantaggi competitivi.

In attesa del riordino della normativa, gli intermediari attivi nel settore stanno rivedendo il loro assetto organizzativo. I principali gruppi hanno scelto di costituire strutture autonome, esterne all'azienda bancaria in modo da massimizzare l'efficienza operativa.

Tra le soluzioni adottate, quella che corrisponde anche alle esperienze dei principali operatori internazionali del settore presenta al vertice una struttura - tipicamente una società di investimento - dove si realizza la cosiddetta *asset allocation* dinamica e alla base le singole società prodotto.

Altre soluzioni non sembrano coerenti con le norme che stabiliscono l'unicità dell'oggetto sociale e non offrono quella garanzia di trasparenza implicita in una gestione che persegue un'armonizzazione dei profili di rischio all'interno del gruppo.

* * * *

Quando la Commissione nominata nel febbraio del 1992 iniziò il suo mandato, il quadro normativo era appena entrato in un periodo di profonda trasformazione: la legge sulle Sim e quella sull'*insider trading* erano da poco approvate; la legge sulle offerte pubbliche d'acquisto aveva da qualche giorno superato l'ultimo passaggio parlamentare.

Pochi settori dell'economia nazionale hanno conosciuto un così rapido evolversi degli assetti regolamentari; forse in nessun altro settore, l'Autorità pubblica di controllo e di regolazione ha dovuto sostenere responsabilità così ampie, tenuto anche conto delle condizioni di gracilità della finanza privata regolamentata e del quadro non completamente definito dei poteri della stessa Consob.

In questi anni, l'impegno del personale per fronteggiare i compiti assegnati è stato massimo. Gli assetti organizzativi interni sono stati rivisti, aumentando il livello di collegialità della dirigenza e riducendo i livelli funzionali. Gli organici sono stati sensibilmente incrementati per adeguarsi ai nuovi compiti. Ma molto resta ancora da fare. La normativa del personale, già in via di riesame, dovrà essere resa più funzionale, così come previsto dalla legge istitutiva, alle esigenze della Consob. Il livello di informatizzazione della struttura dovrà migliorare.

Il 28 febbraio il Consiglio dei ministri ha deliberato la nomina di Tommaso Padoa-Schioppa a Presidente e di Lamberto Cardia e Renato Rordorf a componenti della Commissione. Restano in carica Marco Onado e Salvatore Bragantini, quest'ultimo nominato nel mese di ottobre dello scorso anno.

La nuova Commissione si troverà di fronte all'impegnativo compito di adottare regole e controlli che incentivino gli operatori a scelte imprenditoriali di lungo periodo, coerenti con lo sviluppo di un sistema finanziario di mercato e improntate ad una maggiore trasparenza.

Come ricordavamo lo scorso anno, la crescita del mercato finanziario privato deve essere un obiettivo effettivamente condiviso per essere realizzabile, ed oggi non lo è ancora: mutare il cammino, segnato dalle condizioni attualmente presenti, appare compito di grande impegno e respiro e richiede un'azione pubblica lungimirante ed autorevole.

Il lavoro della nuova Commissione è accompagnato dal sincero augurio, che qui formuliamo, di successo nell'opera che l'attende.

B - L'ATTIVITÀ ISTITUZIONALE



I. LA SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO E LE SOCIETÀ QUOTATE

Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio

Nel corso del 1996 si è assistito, a fronte di un incremento del numero, ad una riduzione del valore delle offerte pubbliche di acquisto (Tav. I.1). Inoltre si è registrato un aumento delle offerte volontarie ed il primo caso di offerta incrementativa del semi-controllo (Tavv. aI.1 e aI.2).

TAV. I.1

TIPOLOGIA DELLE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO E/O DI SCAMBIO REALIZZATE SU TITOLI DI SOCIETÀ QUOTATE

	1992-1994		1995		1996		TOTALE	
	NUM.	MLD.	NUM.	MLD.	NUM.	MLD.	NUM.	MLD.
VOLONTARIE	8	2931	4	146	6	512	18	3589
PREVENTIVE	3	4821	--	--	2	412	5	5233
INCREMENTALI	--	--	--	--	1	103	1	103
SUCCESSIVE	16	1651	8	1888	9	312	33	3851
RESIDUALI	11	58	9	46	10	27	30	131
<i>TOTALE</i>	<i>38</i>	<i>9461</i>	<i>21</i>	<i>2080</i>	<i>28</i>	<i>1366</i>	<i>87</i>	<i>12907</i>

Fonte: Consob e documenti d'offerta.

I trasferimenti del controllo di società quotate si sono realizzati in via quasi esclusiva per il tramite di cessioni concordate dei pacchetti di controllo o delle quote di maggioranza relativa, seguiti da offerte pubbliche successive. Complessivamente nei cinque anni di applicazione della legge 149/92 si sono avute solo 5 offerte preventive, mentre le offerte successive sono state 33, di cui una soltanto a seguito di acquisti frazionati sul mercato. Questo fenomeno è in larga misura una conseguenza della struttura degli assetti proprietari delle società quotate in Italia, ma riflette anche una scarsa propensione da parte degli operatori a dar luogo a «scalate ostili», anche nei casi in cui l'azionista di controllo detiene quote del capitale con diritto di voto inferiori al 50

per cento.

Considerando, infatti, le operazioni degli ultimi quattro anni, in 9 dei 32 casi di cessione del pacchetto di controllo o di maggioranza relativa seguiti da un Opa successiva, la quota detenuta dal precedente azionista di riferimento risulta inferiore al 50 per cento del capitale con diritto di voto, e in 6 casi inferiore al 30 per cento. L'entità del premio di controllo per azione, pagato in occasione di cessione di quote di controllo o maggioranza relativa (misurato come differenza percentuale fra prezzo di cessione e prezzo di mercato), diminuisce, in media, all'aumentare della dimensione della quota trasferita (Tav. I.2).

TAV. I.2

PREMI NELLE CESSIONI DEL CONTROLLO DI SOCIETÀ QUOTATE
 TRASFERIMENTI CHE HANNO DATO LUOGO AD OPA SUCCESSIVE
 (ANNI 1992-96)

ENTITÀ DEL CAPITALE SOCIALE TRASFERITO ¹	NUMERO DI CASI ESAMINATI ²	PREMIO DI CONTROLLO ³
0,1 - 50	7	19,8
> 50	20	10,0
<i>TOTALE</i>	27	11,7

¹ Valori in percentuale. ² Sono considerate solo le operazioni in cui è stato pagato un premio di controllo positivo. - ³ Medie semplici. Il premio è calcolato come differenza percentuale fra il prezzo dell'Opa e il prezzo di mercato al momento della cessione del pacchetto di controllo.

Negli ultimi cinque anni, gran parte delle offerte successive hanno avuto ad oggetto l'intera quota del flottante residuo, trattandosi di operazioni scaturite da cessioni di pacchetti superiori al 50 per cento delle azioni con diritto di voto; questo fenomeno, insieme all'elevato numero di offerte volontarie volte a ritirare il titolo dalla quotazione, ha portato ad un consistente numero di offerte residuali con conseguenti cancellazioni dei titoli dal listino.

Nell'ambito dell'attività interpretativa la Commissione ha avuto modo di ribadire, nel corso del 1996, che un'offerta pubblica di acquisto si rende necessaria ogni qualvolta il controllo di una società quotata venga acquisito attraverso l'assunzione del controllo di una società non quotata il cui attivo patrimoniale sia prevalentemente rappresentato dalla partecipazione nella quotata medesima, secondo quanto previsto dalla delibera 6265 del 10 giugno 1992.

In risposta ad un quesito sull'estensione dell'obbligo di comunicazione dei patti e degli accordi contemplati dall'art. 10, comma 4, della citata legge 149/92, la Commissione ne ha affermato la ricorrenza

nell'ipotesi di accordo stipulato tra soggetti partecipanti al capitale di una società non quotata, ma destinato a produrre effetti significativi anche sull'organizzazione e sulla gestione di una società controllata quotata. Ciò alla luce del predetto art. 10, comma 4, la cui formulazione appare idonea a ricomprendere anche accordi stipulati da non soci, purché attinenti ad una società quotata.

Alla Commissione è stato altresì prospettato un caso di fusione propriamente detta tra più società, ciascuna delle quali titolare di una partecipazione di minoranza nella medesima società quotata. Nella circostanza, la Commissione ha affermato la sottoposizione della società risultante dalla fusione all'obbligo di Opa, per avere la stessa acquisito, in esito all'operazione, la maggioranza del capitale sociale della società quotata. A tale conclusione la Commissione è pervenuta - sulla scorta del principio affermato con comunicazione del 6 ottobre 1995 - dopo aver attentamente considerato le circostanze, esposte nel quesito, idonee - nella fattispecie - a far ritenere preordinata all'elusione della disciplina in materia di Opa obbligatoria l'operazione in discorso.

In altra occasione, la Commissione ha escluso che il soggetto tenuto a promuovere l'Opa ai sensi delle disposizioni di cui ai commi 1, 7 e 8 dell'art. 10 della legge 149/92, risulti obbligato ad estendere l'offerta alle azioni di risparmio convertibili in azioni ordinarie qualora il diritto alla conversione sia sottoposto ad una condizione non ancora verificatasi al momento in cui l'Opa viene promossa. Ai fini dell'obbligo di Opa, infatti, ciò che rileva sono le azioni con diritto di voto ed i titoli che consentono di acquisire immediatamente tali azioni, in quanto gli stessi sono in grado di influire sull'assetto di controllo reale e non meramente potenziale della società.

Con riferimento ai presupposti applicativi del citato art. 10 della legge 149/92, la Commissione non ha ritenuto che l'acquisizione di una partecipazione pari alla metà del capitale di una società sia idonea a realizzare - in assenza di patti parasociali o di intese intercorse con il titolare del residuo 50 per cento - l'assunzione del controllo societario.

Le offerte finalizzate all'ammissione a quotazione

Nel corso del 1996, come già avvenuto nell'anno precedente, le offerte finalizzate alla quotazione hanno riguardato un numero relativamente consistente di nuove società. Non tenendo conto delle imprese provenienti dal ristretto o dal terzo mercato, o derivanti da operazioni di scissione, le neoquotate sono 12; di queste, 8 sono società non finanziarie di piccole e medie dimensioni non facenti parte di gruppi.

La quotazione delle imprese di minori dimensioni - che sembra avere tra le sue determinanti principali, come mostrano i primi risultati di uno studio che la Consob sta conducendo sulle società

neoquotate nel 1995 e 1996, le esigenze di crescita e di diversificazione delle proprie fonti di finanziamento - è stata incentivata dalle agevolazioni fiscali introdotte dalla legge 489/94. Tra le 22 società quotate negli ultimi 2 anni, infatti, solo 4 non rientrano nei parametri previsti dalla legge. Inoltre, gli sgravi fiscali previsti dal provvedimento consentono di coprire largamente i costi della quotazione; tali costi rappresentano, per alcune neoquotate di minore dimensione, quasi il 5 per cento del totale delle offerte globali, che ammontano, per la media di queste imprese, a 90 miliardi circa.

Il valore complessivo delle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione è stato pari ad oltre 3.000 miliardi di lire e l'effetto sulla capitalizzazione di borsa è stato pari a oltre 12.000 miliardi di lire (Tav. aI.3).

TAV. I.3

STRUTTURA PROPRIETARIA DELLE SOCIETÀ AMMESSE A QUOTAZIONE NEL 1996
QUOTE PERCENTUALI DEL CAPITALE SOCIALE CON DIRITTO DI VOTO

SOCIETÀ	PRIMA DELL'OFFERTA		DOPO L'OFFERTA			
	AZIONISTI DI CONTROLLO	AZIONISTI CON PIÙ DEL 2 PER CENTO	AZIONISTI DI CONTROLLO	AZIONISTI CON PIÙ DEL 2 PER CENTO	TOTALE AZIONISTI PREESISTENTI ¹	MERCATO
AMGA ²	100,0	0,0	51,0	0,0	51,0	49,0
BCA POPOLARE DI SPOLETO	54,8	29,1	50,1	26,5	90,9	9,1
CERAMICHE RICCHETTI ²	77,5	22,5	53,1	0,0	54,4	45,6
ESAOTE ²	100,0	0,0	51,1	0,0	51,1	48,9
INTERPUMP	80,5	15,8	54,3	11,2	68,3	31,7
IRCE	65,5	28,7	60,0	8,4	75,0	25,0
MEDIASET	71,0	18,5	47,9	16,9	75,6	24,4
MEDIOLANUM ²	100,0	0,0	74,6	0,0	74,6	25,4
RENO DE' MEDICI	67,9	26,7	49,7	15,9	69,5	30,5
ROLAND EUROPE	65,0	32,2	51,0	14,7	71,0	29,0
SAVINO DEL BENE	86,5	0,0	54,1	0,0	56,3	43,7
ZUCCHINI	70,8	23,6	36,8	7,3	52,0	48,0

Fonte: Prospetti informativi. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Oltre agli azionisti che esercitano il controllo e a quelli che detengono più del 2 per cento del capitale sociale, la colonna include anche gli azionisti, preesistenti alla quotazione, che detengono quote inferiori al 2 per cento. ² Dati post-offerta desunti dall'andamento dell'offerta stessa.

Nel 1996, le società neoquotate hanno collocato sul mercato una quota media pari a circa

il 27 per cento del capitale; vi è stata pertanto una riduzione rispetto all'anno precedente. Inoltre, per 5 società tale quota è risultata superiore al 40 per cento; nessuna di esse ha collocato sul mercato la maggioranza assoluta del capitale (Tav. I.3). Per 5 società esistono accordi tra gli azionisti, comunicati alla Consob ai sensi dell'art.10, comma 4, della legge 149/92 che coinvolgono quote superiori al 50 per cento del capitale ordinario delle società: tali patti di sindacato si riferiscono all'esercizio del diritto di voto, al trasferimento di azioni, alla nomina degli organi sociali o alla determinazione di un'uniformità di indirizzo.

I dati relativi agli esiti delle quotazioni sia del 1995 che del 1996 mostrano che gli investitori istituzionali sono stati ampiamente presenti nella fase di collocamento dei titoli: più del 90 per cento delle operazioni sono state caratterizzate, oltre che da un'offerta pubblica, da un *private placement* destinato agli investitori istituzionali, e quest'ultimo tipo di offerta è risultato superiore all'offerta pubblica per l'80 per cento delle società industriali quotate negli ultimi 2 anni (Tav. aI.4).

Gli esiti delle offerte avvenute nel 1996 sono stati molto positivi, così come era già avvenuto nel 1995; la domanda è stata largamente superiore all'offerta, risultando il rapporto tra le due pari, in media, a 4 per l'offerta pubblica e a 5,9 per l'offerta istituzionale (Tav. aI.5).

La presenza di un eccesso di domanda testimonia la positiva accoglienza, da parte del mercato, nei confronti di piccole e medie società caratterizzate da soddisfacenti prospettive di crescita. Tali società hanno contribuito ad accrescere l'attrattività del mercato italiano, come è confermato anche dalle performances dei relativi titoli, che risultano superiori a quelle del Mib. Infatti, il rendimento annuo delle azioni delle società quotate nel 1995 e nel 1996 (escluse Eni, Mediaset e Mediolanum), calcolato dal momento della quotazione a metà febbraio 1997, risulta pari, in media, a circa il 14 per cento, a fronte di una crescita media annua del Mib del 10,5 per cento dall'inizio del 1995 a metà febbraio 1997. Tuttavia, le piccole e medie imprese quotate negli ultimi due anni rappresentano una quota modesta del mercato: meno del 2 per cento della capitalizzazione di borsa alla fine dello scorso anno. Tale percentuale supera invece il 20 per cento se si includono anche Eni, Mediaset e Mediolanum.

Una quota rilevante delle offerte è stata destinata agli investitori istituzionali esteri: l'offerta estera costituisce in media il 35,2 per cento dell'offerta globale, rispetto al 42,1 per cento del 1995 (Tav. aI.5).

Per quanto riguarda i *global coordinators* ed i capofila delle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione, che possono essere considerate un segmento del più ampio mercato dei collocamenti, i dati mostrano una concentrazione piuttosto elevata. Infatti, i primi 3 soggetti coprono una quota di mercato pari almeno a tre quarti del totale. Ai primi 5 soggetti fa capo una quota molto vicina al 100 per cento del mercato (Tav. I.4).

L'INVESTMENT BANKING NELLE OFFERTE FINALIZZATE ALLA QUOTAZIONE
CONCENTRAZIONE DEL MERCATO¹

	GLOBAL COORDINATORS ²		LEAD MANAGERS ³	
	1995	1996	1995	1996
NUMERO OPERAZIONI	10	12	10	12
VALORE OPERAZIONI ⁴	7082,6	3225,6	2437,0	1307,2
PRIMO SOGGETTO ⁵	28,6	64,3	44,4	69,0
PRIMI TRE SOGGETTI ⁵	74,6	88,9	79,9	90,2
PRIMI CINQUE SOGGETTI ⁵	94,4	93,9	100,0	94,2

Fonte: Prospetti informativi. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Valori in percentuale. ² Dati riferiti alle offerte globali. ³ Dati riferiti alle sole offerte pubbliche in Italia. ⁴ Valori in miliardi di lire. ⁵ Esclusa, per il 1995, l'offerta Eni.

E' verosimile che la più rilevante presenza di soggetti esteri, che hanno svolto, tra il 1995 e il 1996, il ruolo di *global coordinator* in 4 operazioni, abbia contribuito a creare un contesto maggiormente concorrenziale.

Le privatizzazioni di società quotate

Nel corso del 1996 è continuato il processo di cessione di quote di aziende direttamente o indirettamente possedute dallo Stato. Il Ministero del tesoro ha dismesso in totale, nel triennio 1994-96, partecipazioni per oltre 24.500 miliardi di lire; inoltre, nel giugno dello scorso anno, ha emesso titoli obbligazionari convertibili in azioni dell'Ina spa per un ammontare pari alla quota ancora posseduta (31,1 per cento del capitale sociale). Nel periodo che va dal luglio 1992 al giugno 1996, l'Iri ha ricavato dalle dismissioni effettuate 19.340 miliardi di lire. Il gruppo Eni, per parte sua, ha effettuato, nel medesimo periodo, cessioni per circa 4.800 miliardi di lire.

Le modalità delle operazioni di privatizzazione si sono sviluppate secondo tre tipologie, già definite dalla delibera Cipe del 30 dicembre 1992: Opv, asta pubblica e trattativa privata. Peraltro, la legge 474/94 sembra definire un ordine di preferenza del legislatore per una modalità specifica di vendita: l'art. 1, comma 2 prevede che «l'alienazione delle partecipazioni viene effettuata di norma mediante Opv».

Numerose dismissioni sono avvenute sul mercato mobiliare regolamentato, a motivo della quotazione in borsa dei titoli ceduti, indipendentemente dai diversi schemi di vendita.

Le operazioni effettuate tramite offerta pubblica ed istituzionale ammontano, dal dicembre 1993 alla fine del 1996, a 27.280 miliardi di lire (Tav. al.6).

Nel 1996 l'offerta pubblica di vendita è stata positivamente utilizzata per il collocamento del 15,8 per cento dell'Eni (seconda *tranche*): l'incasso (8.872 miliardi di lire) per il Ministero del tesoro è stato il più rilevante fra tutte le privatizzazioni fino ad ora effettuate.

Il processo di privatizzazione ha avuto un effetto positivo per lo sviluppo del mercato. Il peso delle principali società privatizzate è rilevante (Tav. I.5): in particolare la capitalizzazione relativa a fine 1996 è pari a circa il 23 per cento del totale e gli scambi complessivi ammontano a circa il 22 per cento del totale. Inoltre, il valore del flottante delle società privatizzate o in via di privatizzazione rappresenta il 41,8 per cento della capitalizzazione complessiva degli stessi titoli.

TAV. I.5

LE PRINCIPALI SOCIETÀ PRIVATIZZATE IN BORSA
(VALORI RELATIVI AL 1996)

AZIONI ORDINARIE	CAPITALIZZ.		SCAMBI		RAPPORTO DI TURNOVER ⁵	QUOTA DEL MERCATO ⁶		RAPPORTO DI TURNOVER ⁷
	MLD. ¹	% ²	MLD. ³	% ⁴		MLD.	%	
CREDIT	3726,8	1,0	2441,9	1,6	62,4	3421,2	91,8	71,4
COMIT	5005,1	1,3	3226,8	2,1	62,6	4454,6	89,0	72,4
IMI	7792,2	2,0	3759,3	2,4	54,5	5041,4	64,7	74,6
INA	7988,0	2,1	3788,8	2,4	46,4	4313,6	54,0	87,8
ENI	63105,7	16,3	20924,1	13,4	39,1	19436,6	30,8	107,7

Fonte: Consiglio di Borsa e Consob. ¹ Dati al 31.12.1996. ² In rapporto alla capitalizzazione totale. ³ Scambi nell'anno di ciascun titolo. ⁴ In rapporto agli scambi totali. ⁵ Rapporto percentuale tra il controvalore degli scambi e capitalizzazione media. ⁶ Quota del capitale votante non posseduta da azionisti rilevanti ai sensi dell'art. 1/5 della legge 216/74. Le partecipazioni degli Oicvm, anche se rilevanti, sono incluse nella quota del mercato. ⁷ Rapporto percentuale tra il controvalore degli scambi e la quota del mercato.

*Nella tavola I.5 è riportato inoltre il rapporto tra gli scambi sui titoli e la quota sul mercato dei titoli stessi. Si noti in questo caso come l'interesse per il titolo Eni si manifesti con un'evidenza maggiore che per gli altri titoli in questione, essendo l'unico titolo con un turnover effettivo maggiore di 1. Inoltre, considerando che la seconda *tranche* dell'Eni è stata ceduta solamente a fine ottobre 1996, il turnover effettivo del flottante avrebbe valore quasi doppio.*

L'offerta al pubblico della seconda *tranche* di azioni ordinarie dell'Eni ha fornito

l'occasione per apportare innovazioni significative al contenuto del prospetto informativo. Le innovazioni riguardano le modalità di determinazione del prezzo ed il momento in cui viene reso noto il quantitativo offerto.

In particolare, anche per tener conto della prassi seguita in casi simili nei mercati internazionali, la Commissione ha consentito che il prospetto informativo relativo all'offerta in argomento contenesse esclusivamente l'indicazione del range di prezzo delle azioni collocate, nonché del rinvio - per la comunicazione del prezzo definitivo - ad un avviso pubblicato entro il giorno precedente l'inizio dell'offerta, così come previsto dall'art. 9, comma 1, lett. c), del regolamento 6430. Nel prospetto informativo viene indicato che il prezzo massimo di collocamento dei titoli offerti, nonché l'entità dello sconto eventualmente applicabile, saranno comunicati mediante la pubblicazione, entro il giorno precedente l'inizio dell'offerta, di un apposito avviso. Al termine del periodo d'offerta, si afferma sempre nel prospetto informativo, sarà comunicato il prezzo definitivo di collocamento al pubblico che verrà determinato in base al minore tra il prezzo ufficiale del titolo nell'ultimo giorno di offerta, ridotto dell'eventuale sconto, ed il prezzo massimo comunicato il giorno antecedente l'inizio dell'offerta. Tale meccanismo, in virtù delle sue caratteristiche di certezza e oggettività, ha assicurato il rispetto dei principi di trasparenza e parità di trattamento.

L'operazione ha fornito l'occasione anche per l'adozione di una struttura diversa per l'indicazione del quantitativo minimo dell'Opv e del quantitativo dell'offerta globale (Opv più offerta riservata agli investitori istituzionali). Nel prospetto infatti viene indicato che il quantitativo dell'offerta globale e il quantitativo minimo destinato all'Opv saranno resi noti mediante un apposito avviso pubblicato in una data prefissata su un quotidiano.

Le ragioni dell'adozione di tale procedura derivano dalla necessità di determinare il quantitativo globale offerto e le quote riservate all'Opv in base all'effettiva domanda del mercato italiano e internazionale. Si è pertanto ritenuto che il prospetto informativo potesse non riportare i dati sul quantitativo, purché tali informazioni venissero fornite in un momento sufficientemente antecedente l'inizio dell'offerta e purché di tale momento e delle modalità di comunicazione fosse data precisa informazione nel prospetto informativo. Ciò al fine di consentire comunque al mercato e ai potenziali investitori di tener conto dei dati sul quantitativo offerto.

L'Opv ha caratterizzato le privatizzazioni dirette (Imi, Ina ed Eni) e anche alcune cessioni indirette (Credit e Comit). La trattativa privata ha interessato, principalmente, le cessioni indirette di società non quotate ovvero quotate ma destinate ad uscire dalla borsa a seguito di Opa residuale (Nuovo Pignone).

Peraltro, la trattativa privata ha riguardato anche seconde *tranches* di società già privatizzate tramite Opv, per le quali si è voluto individuare specifici soggetti adatti alla formazione di un azionariato stabile (Imi e Ina): i soggetti acquirenti tramite trattativa privata, nel dichiarare di non agire nell'acquisto di concerto con gli altri soggetti o per conto di terzi, si impegnano nei confronti del Ministero del tesoro a non trasferire le azioni acquistate per un determinato periodo di tempo, con alcune eccezioni (ad esempio adesione ad Opa da parte di

terzi). Tale impegno, comunicato alla Consob ai sensi dell'art. 10 comma 4 della legge 149/92 (come modificato dalla legge 474/94 sulle privatizzazioni e recepito dalla delibera Consob 7835/94) ha lo scopo di garantire una certa stabilità nel tempo degli assetti azionari.

Nel quadriennio 1993-1996, da quando cioè è stato avviato il processo di privatizzazione, le cessioni di partecipazioni di società quotate tramite trattativa diretta hanno riguardato operazioni per 5653 miliardi di lire (Tav. aI.7).

Nel 1996, vi è stata una sola operazione di privatizzazione a trattativa diretta che abbia interessato società quotate: la Dalmine è stata ceduta dall'Ilva (gruppo Iri) a Techint-Siderca ed è stata oggetto di un'Opa successiva nel corso dell'anno.

Il collocamento di titoli quotati

Nel 1996 si è avuta una sostanziale diminuzione, rispetto all'anno precedente, degli aumenti di capitale e delle emissioni di obbligazioni convertibili riservate agli azionisti. Si è passati, infatti, da 7.943 miliardi di lire a 3.043 miliardi di lire; inoltre, mentre nel 1995 erano stati raccolti 565 miliardi tramite l'emissione di obbligazioni convertibili, nel 1996 non si è registrata alcuna emissione di questi titoli. Nel 1996 è, invece, lievemente aumentato il controvalore delle offerte pubbliche di sottoscrizione di titoli azionari (da 313 a 998 miliardi di lire). Complessivamente, la raccolta di capitali tramite l'emissione di nuovi titoli azionari e di obbligazioni convertibili è passata dagli 8.460 miliardi di lire del 1995 ai 4.465 miliardi di lire del 1996 (Tav. aI.8).

Per ciò che riguarda le offerte di titoli già in circolazione si è invece registrato un incremento (dai 6.565 miliardi di lire del 1995 ai 10.866 miliardi di lire del 1996). L'aumento ha interessato in egual misura sia le offerte pubbliche che quelle riservate agli investitori istituzionali e riflette, in maniera pressoché esclusiva, le operazioni effettuate in occasione di nuove ammissioni a quotazione. Nel complesso risulta una sostanziale stabilità del ricorso al mercato nell'arco degli ultimi due anni.

Nel corso del 1996 si è assistito ad un notevole incremento delle emissioni di titoli obbligazionari garantiti dallo Stato o emessi da società quotate. Questo fenomeno è dovuto ad una maggiore propensione delle banche a emettere e quotare titoli obbligazionari, anche a seguito della modifica del regime di imposizione fiscale degli interessi sui certificati di deposito. Infatti dei 13.225 miliardi di lire raccolti tramite prestiti obbligazionari nel 1996, 8.875 sono riconducibili ad operazioni effettuate da istituti di credito (Tav. aI.9). Dei rimanenti 4350 miliardi, 4.000 miliardi sono stati raccolti dalle Ferrovie dello Stato, e 350 miliardi di lire da società quotate non finanziarie.

Le emissioni di titoli obbligazionari nel 1996 sono state effettuate prevalentemente attraverso offerte pubbliche (12.726 miliardi di lire), mentre una quota residuale è stata riservata

agli investitori istituzionali (477 miliardi di lire).

Gli Oicvm: struttura del mercato, informativa e sollecitazione del pubblico risparmio

Nel 1996 la crescita del mercato italiano degli Oicvm è stata particolarmente elevata: il patrimonio gestito è cresciuto del 55 per cento, fino quasi a raggiungere, a fine anno, l'ammontare di 200 mila miliardi di lire.

Nel quinquennio 1991-1995, il tasso di crescita medio annuo è stato del 22,6 per cento, nettamente più alto della media dell'Unione Europea (14,3 per cento). In questo periodo, il mercato europeo degli Oicvm ha mostrato un andamento ciclico, caratterizzato dapprima da due anni di crescita molto elevata, ed in seguito da un rallentamento che si è tradotto in un sostanziale arresto della crescita per alcuni paesi, e per altri, come la Francia, in una riduzione del patrimonio gestito.

Limitando l'analisi ai soli Oicvm di tipo aperto, a metà 1996 la Francia detiene ancora la quota di mercato più elevata, con un patrimonio gestito di circa 435 miliardi di ecu, pari al 34 per cento dell'intera UE, ma con una riduzione notevole rispetto al 48,6 per cento del 1991. Malgrado l'elevato tasso di crescita, il mercato italiano degli Oicvm risulta ancora sottodimensionato rispetto a quelli dei principali paesi industrializzati (Tav. al.10).

Il quadro internazionale può essere completato dall'analisi del livello di concentrazione del mercato: il confronto con i principali paesi europei (Francia, Germania e Gran Bretagna) (Tav. al.11) mostra che il mercato italiano risulta più concentrato rispetto sia al Regno Unito, sia alla Francia. Il tasso di concentrazione risulta invece inferiore rispetto alla Germania, caratterizzata peraltro da un sistema finanziario largamente imperniato intorno alle maggiori banche ed ai principali gruppi assicurativi.

Nel mercato italiano, considerando i soli fondi comuni mobiliari di tipo aperto, si osserva un peso costantemente crescente di fondi di proprietà di aziende di credito e la parallela riduzione di fondi di proprietà dei gruppi non finanziari. Nel corso dell'ultimo anno la quota di patrimonio gestita da gruppi bancari è aumentata di 6 punti percentuali e in 6 anni di circa 23 punti (dal 57,1 per cento ad oltre l'80 per cento) (Tav. al.12).

Nel corso del 1996 si è ulteriormente consolidato il processo di specializzazione degli Oicvm nazionali per area geografica, per settori merceologici, per capitalizzazione delle società oggetto d'investimento, per *duration* delle attività che compongono il portafoglio, per propensione al rischio e per tipologie di sottoscrittori verso i quali si indirizza la sollecitazione, con conseguente riduzione degli organismi di investimento a vocazione globale presenti sul mercato.

Risulta inoltre confermata la tendenza, già riscontrata nel corso degli anni precedenti,

all'ampliamento del novero delle società che, nell'ottica della diversificazione e specializzazione dei prodotti offerti, gestiscono una vasta gamma di fondi (Tav. al.13).

Rimane invece sostanzialmente invariato il numero delle società di gestione, anche in seguito alle frequenti operazioni di fusione, per lo più interne a gruppi nell'ottica della razionalizzazione dell'operatività sul mercato. Si è infine consolidata la presenza di gruppi esteri sul mercato italiano, non solo tramite la costituzione di nuove società di gestione o l'acquisizione di soggetti già esistenti, ma anche attraverso il conferimento, da parte di società di gestione medio-piccole, di deleghe gestionali a primarie istituzioni internazionali.

L'elevata concentrazione del settore e la prevalenza di gruppi di tipo bancario rendono particolarmente rilevanti gli aspetti di trasparenza e di corretta informativa al mercato e agli investitori per contenere i potenziali effetti distorsivi all'interno del mercato, soprattutto in termini di insorgenza di conflitti d'interesse.

Lo strumento principale per garantire una corretta e completa informativa al risparmiatore è rappresentato dal prospetto. Le Autorità di vigilanza sono particolarmente sensibili all'efficacia del contenuto di tale documento. Alla fine del 1995, la Banca d'Italia e la Consob, attraverso alcune modifiche regolamentari della disciplina in materia, hanno consentito alle società di gestione di più fondi di diffondere un prospetto unico, con una parte «fissa», contenente le informazioni comuni a tutti i fondi, e una parte «mobile», relativa ai dati peculiari dei singoli fondi. L'introduzione del prospetto unico è stata dettata, tra l'altro, dall'esigenza di rendere l'informativa al sottoscrittore più diretta e intellegibile: egli potrà soffermarsi soprattutto sulla parte «mobile» del prospetto, per capire in che cosa concretamente investirà il gestore del fondo.

L'opportunità di prospetti più semplici e più efficaci è attualmente allo studio della Consob, così come di altre Autorità di vigilanza estere; il mercato stesso sembra infatti richiedere un'informativa più corretta e trasparente sulle caratteristiche e sui comportamenti dei soggetti che vi operano, nonché sui prodotti offerti.

Nell'ambito dei problemi legati all'informativa, risultano particolarmente rilevanti i profili relativi alle politiche di investimento e al rapporto rendimento-rischio.

Per quanto riguarda il primo aspetto, uno studio effettuato dalla Consob su 65 fondi comuni mobiliari aperti di diritto italiano (si tratta dei 5 fondi più grandi, per patrimonio gestito, all'interno delle 13 categorie di fondi più diffusi; il totale del campione rappresenta il 51 per cento del mercato) ha rilevato che 41 fondi (il 63 per cento) forniscono nella relazione degli amministratori ai rendiconti periodici alcuni commenti descrittivi di sintesi sulle politiche di investimento effettuate e sull'evoluzione della composizione del patrimonio nel periodo considerato (Tav. I.6).

Inoltre, l'analisi effettuata sullo stesso campione mostra che 32 fondi su 65 utilizzano un indice di riferimento per il calcolo delle commissioni di incentivazione (che può essere, a seconda dei regolamenti e della tipologia del fondo, il tasso di inflazione, il rendimento dei Bot, l'andamento dell'indice di borsa o un vero e proprio benchmark, ossia un parametro misto in genere elaborato in funzione del tipo di fondo), mentre nessun fondo tra quelli facenti parte del campione inserisce un parametro di riferimento di tipo gestionale o commerciale.

INFORMATIVA NELLE RENDICONTAZIONI
DI UN CAMPIONE DI 65 FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO ITALIANI

TIPOLOGIA FONDI	TOTALE FONDI	INFORMAZIONI SULLE POLITICHE DI INVESTIMENTO	BENCHMARK PER LE COMMISSIONI DI INCENTIVAZIONE	BENCHMARK PER LA VALUTAZIONE DELLE PERFORMANCE
AZIONARI	30	17	20	--
BILANCIATI	10	8	3	--
OBBLIGAZIONARI	25	16	9	--
<i>TOTALE FONDI DEL CAMPIONE</i>	65	41	32	--

Fonte: Prospetti informativi, regolamenti, relazioni semestrali e rendiconti annuali 1995/1996. I dati indicano il numero di fondi che inseriscono le informazioni di cui alle colonne.

In tema di informativa, la *Securities and Exchange Commission* (Sec) ha recentemente formulato alcune proposte per migliorare le informazioni che i fondi forniscono ai loro sottoscrittori e ai potenziali investitori. Al momento, la Sec sta prendendo in considerazione l'ipotesi di rendere obbligatorio nel prospetto un paragrafo descrittivo dei rischi sottostanti le politiche di investimento del fondo e di richiedere che la denominazione dello stesso sia il più possibile rappresentativa ed esplicativa delle sue scelte di gestione patrimoniale.

Anche la Consob sta attualmente lavorando all'ipotesi di rendere più efficace l'informativa del prospetto attraverso l'inserimento sia di dati sintetici sulla politica gestionale, sia di indicatori di *performance* e di rischiosità degli investimenti. In particolare, l'inserimento di informazioni sul profilo rischio-rendimento che caratterizza il prodotto offerto avrebbe il pregio di dotare l'investitore o il potenziale sottoscrittore di un dato di assoluta rilevanza per poter decidere al meglio del proprio risparmio.

Nell'ambito della propria attività in ordine all'offerta al pubblico di quote e azioni di Oicvm di diritto italiano e di diritto estero armonizzati, la Consob ha autorizzato nel 1996 la pubblicazione di 286 prospetti informativi, rispetto ai 354 pubblicati nel corso del 1995. In particolare, i prospetti pubblicati riguardanti Oicvm di diritto nazionale sono stati 238 (319 nell'anno precedente), mentre quelli concernenti Oicvm esteri armonizzati sono stati 51 (35 nell'anno precedente). La diminuzione rilevata con riguardo ai fondi di diritto italiano è in parte da collegare alla scelta effettuata da alcune società di redigere un solo prospetto informativo per più fondi. Nel corso dell'anno, infatti, sono stati depositati 10 prospetti unici riguardanti, complessivamente, 52 fondi.

I dati sopra riportati si riferiscono sia ai prospetti relativi all'offerta di quote e azioni di Oicvm, sia all'aggiornamento integrale di prospetti già pubblicati, per effetto di modifiche apportate alla parte fissa. Anche nell'anno in commento i numerosi aggiornamenti di prospetti concernenti Oicvm italiani sono stati determinati in gran parte da mutamenti della politica di investimento, ovvero da variazioni nel sistema di commissioni già esistente.

Per quanto riguarda l'attività autorizzativa della Consob, nel corso del 1996, è da segnalare il rigetto dell'istanza presentata da una Sicav estera «armonizzata» per la commercializzazione di proprie azioni riferite ad uno specifico comparto.

Per ciò che attiene all'attività avente ad oggetto iniziative pubblicitarie concernenti l'offerta di Oicvm italiani ed esteri armonizzati, sono stati esaminati 221 annunci (253 nell'anno precedente). Di rilievo appare la scelta da parte di alcune società di diffondere le proprie iniziative promozionali anche attraverso canali informatici.

Per quanto riguarda il quadro complessivo della presenza di Oicvm sul mercato italiano, al 31 dicembre 1996 ne risultano attivi 607 (rispetto ai 523 operativi al 31 dicembre 1995). In particolare, per quanto concerne gli Oicvm di diritto nazionale, risultano operativi al 31 dicembre 1996 531 fondi comuni di investimento di tipo aperto (rispetto ai 459 dell'anno precedente).

Relativamente poi agli Oicvm di diritto estero armonizzati che commercializzano le proprie quote o azioni in Italia, occorre evidenziare come la maggior parte di essi, soprattutto quelli di diritto lussemburghese, continuano a caratterizzarsi per una struttura multicompartimentale in forza della quale il patrimonio gestito viene suddiviso in più distinti *subpatrimoni* o comparti, ciascuno dei quali è connotato da una propria specifica politica di investimento e viene valorizzato in modo autonomo.

L'offerta al pubblico di nuovi strumenti finanziari

Nel corso del 1996 hanno avuto luogo sul mercato italiano le prime offerte al pubblico di nuovi strumenti finanziari quali le cambiali finanziarie, i *warrant* su indici, tassi e valute e i buoni obbligazionari comunali (Boc).

Con la legge 43/94, il legislatore ha introdotto nel nostro ordinamento un nuovo strumento, le cambiali finanziarie, che consente alle imprese di soddisfare più facilmente le proprie esigenze di finanziamento a breve termine, attraverso il ricorso diretto al mercato. Tale esigenza era, fino al momento dell'emanazione della legge, solo parzialmente soddisfatta da altri strumenti finanziari, quali le accettazioni bancarie o le polizze di credito commerciale. Le cambiali finanziarie, esplicitamente definite dalla legge quali valori mobiliari, si configurano in sintesi come titoli di credito all'ordine, emessi in serie ed equiparati a tutti gli effetti alle cambiali

ordinarie, pertanto fungibili e di facile smobilizzo, con scadenza piuttosto breve (non inferiore a tre mesi e non superiore a un anno) e un valore nominale unitario non inferiore a 100 milioni di lire.

I soggetti emittenti le cambiali finanziarie possono essere società od enti con titoli negoziati in un mercato regolamentato, ed in tale caso possono emettere cambiali finanziarie per un importo che, unitamente ai certificati di investimento e alle obbligazioni emesse, non superi il capitale versato e le riserve risultanti dall'ultimo bilancio approvato dell'emittente, ovvero società non aventi titoli quotati in borsa (e quindi soggetti che di norma non ricorrono direttamente al mercato per finanziare le proprie attività) ed in tale caso devono avere i bilanci degli ultimi 3 esercizi in utile; è altresì necessario che i titoli in questione siano assistiti da garanzia, in misura non inferiore al 50 per cento del valore di sottoscrizione.

Dal considerare le cambiali finanziarie come valore mobiliare discende che l'eventuale offerta al pubblico è soggetta alla disciplina di cui all'art. 18 della legge 216/74. La breve durata dello strumento induce peraltro gli emittenti a ricorrere al mercato con notevole frequenza. In particolare, sono in uso programmi annuali o pluriennali le cui caratteristiche sono rese note preventivamente, in base ai quali l'emissione di nuovi titoli viene utilizzata per rimborsare quelli in scadenza (tecnica del *roll-over*).

Peraltro, la necessità inderogabile di effettuare la comunicazione preventiva alla Consob e di pubblicare il relativo prospetto informativo, poteva porre, in assenza di opportuni adeguamenti normativi, numerosi problemi operativi. Andava infatti raccordata la necessità di rispettare l'obbligo di fornire al pubblico un'adeguata informativa sulle operazioni proposte con l'esigenza di una loro effettuazione in tempi assai ristretti, tenuto conto da un lato della breve durata di tali titoli e, dall'altro lato, dell'ambito temporale - spesso assai ridotto - in cui si manifestano le convenienze dell'emittente ad effettuare le emissioni.

Questi elementi hanno pertanto reso opportuna una riconsiderazione da parte della Consob delle modalità di redazione del prospetto informativo, nonché le connesse forme di pubblicità delle offerte di cambiali finanziarie.

Conseguentemente, pur senza apportare modifiche alla disciplina regolamentare vigente in materia di offerte al pubblico, la Commissione, con una comunicazione di carattere generale (comunicazione 96001368 del 15 febbraio 1996) ha reso note le peculiari modalità con le quali può essere resa pubblica l'offerta di cambiali finanziarie e ha specificato i criteri a cui gli emittenti devono attenersi nella redazione del prospetto informativo. In particolare è stata concessa la facoltà di predisporre e pubblicare un prospetto informativo quadro avente una validità annuale (fatti salvi i necessari aggiornamenti), relativo ad un programma di raccolta da perfezionarsi entro un certo lasso di tempo, nell'ambito del quale le emissioni possano avvenire per singole tranches aventi importo, scadenza e condizioni di tasso proprie.

L'informativa sulle singole emissioni avviene attraverso appositi avvisi da pubblicarsi a mezzo stampa in prossimità delle offerte stesse. In particolare, con un primo avviso da pubblicarsi almeno 5 giorni prima dell'offerta, vengono resi noti l'ammontare, la durata, il numero, il taglio, la data di inizio godimento delle cambiali da emettere, mentre con un secondo avviso, da pubblicarsi almeno il giorno

precedente l'inizio dell'offerta, viene reso noto il tasso di rendimento lordo effettivo e conseguentemente il prezzo delle cambiali, che vengono emesse sotto la pari.

Il prospetto informativo, stante la riconducibilità sostanziale della posizione rivestita dall'emittente le cambiali finanziarie a quella dell'emittente titoli obbligazionari, deve essere redatto seguendo, con gli opportuni adattamenti, lo schema relativo all'offerta di titoli obbligazionari.

Sino ad oggi un'unica società ha collocato presso il pubblico proprie cambiali finanziarie, per un importo globale di 100 miliardi di lire, mentre sono stati comunicati alla Consob collocamenti di cambiali finanziarie rivolti ad investitori istituzionali, effettuati nel 1996, per 224 miliardi di lire.

Sempre nel corso del 1996 sono stati pubblicati per la prima volta alcuni prospetti informativi riguardanti l'offerta al pubblico di certificati di opzione *call* e *put* di tipo americano, denominati *warrant*, legati ad un indice borsistico o a tassi di cambio. Si tratta di prodotti derivati rientranti nella più ampia categoria dei contratti uniformi a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari quotati, tassi di interesse o valute ovvero a indici su tali valori mobiliari, tassi di interesse e valute.

I *warrant* contemplati dalle suddette disposizioni sono certificati emessi in serie incorporanti la posizione di acquirente di un'opzione la cui esecuzione avviene attraverso pagamento di un differenziale in contanti o, eccezionalmente, attraverso la consegna materiale del valore sottostante; l'opzione può essere ad acquistare (*call*) o a vendere (*put*) ed oggetto della stessa possono essere determinati valori mobiliari quotati su mercati regolamentati, indici di borsa, valute, tassi d'interesse.

I warrant si distinguono, in primo luogo, dai buoni di acquisto attualmente ammessi alle negoziazioni di borsa in forza della previsione di cui all'art. 12 del regolamento di ammissione a quotazione (delibera 4088 del 24 maggio 1989 e successive modifiche). Per questi ultimi, infatti, il sottostante è rappresentato esclusivamente da un singolo valore mobiliare quotato del quale, peraltro, il portatore del buono ottiene la consegna materiale.

Sebbene gli strumenti in discorso attribuiscano al portatore un'opzione, gli stessi presentano una caratteristica idonea a differenziarli altresì dagli strumenti derivati oggi trattati nel relativo comparto della borsa italiana (Idem) e che nell'esperienza internazionale sono stati trattati sui mercati borsistici tradizionali piuttosto che sui mercati di strumenti derivati a termine: essi vengono immessi sul mercato da un emittente, nei confronti del quale l'originario acquirente dell'opzione (ovvero il soggetto al quale, in seguito a negoziazioni, fosse trasmesso il titolo) potrà esercitare la prerogativa sottesa al contratto, consistente nella possibilità di darvi o meno esecuzione.

L'investimento in tali prodotti comporta per il risparmiatore, che per la prima volta viene sollecitato ad effettuare operazioni della specie, gli elementi di rischio tipici dei contratti a premio. In particolare il rischio è rappresentato dalla perdita totale del premio pagato, qualora entro la scadenza non si verificano le condizioni favorevoli all'esercizio. Qualora invece il warrant venga esercitato il risparmiatore ha diritto a ricevere dall'emittente una somma di denaro corrispondente alla variazione,

intervenuta fra la data di emissione e quella di esercizio, del parametro di riferimento, commisurata al valore ideale preso a base (strike price).

Anche per l'offerta al pubblico dei *warrant* sono stati utilizzati gli schemi di prospetto già esistenti, soprattutto con riferimento alla descrizione del soggetto emittente i valori offerti, idoneamente integrati e modificati tenuto anche conto che si tratta di uno strumento con numerosi elementi di novità rispetto ai titoli normalmente offerti nell'ambito di operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio.

In particolare dette operazioni, oltre a richiedere una adeguata informativa sul prodotto derivato offerto, scarsamente noto al piccolo investitore presente sul mercato italiano, presentavano peculiarità proprie anche con riguardo alle modalità di pubblicazione del relativo prezzo di sottoscrizione, che si discostavano da quelle comunemente utilizzate in occasione di offerte al pubblico di valori mobiliari: in particolare il prezzo di sottoscrizione viene determinato e costantemente aggiornato dall'offerente durante tutta l'offerta e reso pubblico continuativamente tramite Reuters, Teletext e Rai televideo.

Pertanto, nel prospetto informativo, oltre alle indicazioni concernenti le modalità in base alle quali l'investitore può conoscere il prezzo di sottoscrizione, è stato altresì richiesto di precisare che il risparmiatore dovrà valutare la convenienza ad effettuare l'investimento propostogli solo al momento dell'effettiva sottoscrizione.

E' stato inoltre richiesto agli emittenti di inserire nel prospetto stesso un apposito paragrafo contenente informazioni sul proprio sistema di controllo dei rischi sul mercato dei derivati, con particolare riferimento alle misure di monitoraggio adottate.

*In considerazione del particolare regime di contribuzione cui sono soggetti detti valori mobiliari l'offerta al pubblico si è limitata nel 1996 a quattro prodotti rappresentati ciascuno da un prospetto informativo e relativi rispettivamente ad un *warrant* sull'indice Mib30, e a 3 *warrant* su tassi di cambio. Peraltro le previsioni, tenuto conto delle intenzioni manifestate dagli operatori interessati, sono orientate verso un certo sviluppo del settore dei derivati considerato; si stanno altresì studiando le necessarie modifiche da apportare al regolamento di ammissione a quotazione, al fine di permettere la quotazione anche in Italia dei prodotti derivati in questione.*

Il 1996 è stato l'anno in cui anche le amministrazioni locali hanno avuto modo per la prima volta di affacciarsi direttamente sul mercato dei valori mobiliari, al fine di reperire risorse per finanziare i propri investimenti, attraverso l'emissione di appositi prestiti obbligazionari offerti al pubblico (art. 35 della legge 724 del 23 dicembre 1994). Il Ministero del tesoro, con decreto 152 del 29 gennaio 1996, ha adottato il regolamento attuativo della suddetta norma, stabilendo le caratteristiche dei titoli obbligazionari, nonché le procedure che gli enti emittenti sono tenuti ad osservare per la raccolta del risparmio. In particolare l'art. 3 di detto decreto sancisce che l'offerta al pubblico dei valori mobiliari in parola è sottoposta alla disciplina di cui

agli artt. 1/18 e ss. della legge 216/74.

Conseguentemente la Consob, con propria comunicazione 96001368 del 15 febbraio 1996 ha reso noto che gli operatori interessati, per l'offerta al pubblico dei Boc, possono attenersi agli schemi di prospetto informativo relativi ai prestiti obbligazionari, apportando le opportune modifiche in relazione alle caratteristiche specifiche dei soggetti emittenti, tenuto conto del particolare ordinamento finanziario e contabile e del sistema di controlli cui gli stessi sono sottoposti.

Inoltre, tenuto conto che il ricavato del prestito obbligazionario deve essere, ai sensi di legge, finalizzato esclusivamente al finanziamento degli investimenti e non può essere utilizzato per le spese correnti, la destinazione del ricavato assume una particolare rilevanza nell'ambito della descrizione dell'operazione stessa. Conseguentemente si è ritenuto di far inserire dettagliate informazioni in ordine ai termini ed alla modalità di attuazione dell'investimento previsto nella sezione I del prospetto laddove, nel caso di emittenti di tipo societario, sono fornite informazioni sull'attività svolta.

Dal punto di vista delle obbligazioni emesse, trattandosi per espressa previsione di legge di titoli per i quali è esclusa ogni forma di garanzia a carico dello Stato (e delle Regioni) circa il relativo rimborso, è stato fornito particolare rilievo informativo sia ai limiti di indebitamento previsti per i comuni (in termini di interessi passivi e di quote di capitale), sia al sistema di rimborso dei titoli stessi, che viene assicurato attraverso il rilascio delle delegazioni di pagamento, emesse sul tesoriere a valere sulle entrate afferenti i primi tre titoli del bilancio annuale.

Inoltre, con particolare riferimento alla prima offerta posta in essere, quella del Comune di Roma, trattandosi di titoli destinati ad essere quotati in un mercato ufficiale, il Comune stesso ha ottenuto un certificato di *rating* attestante la propria attitudine a rimborsare il prestito, certificato che è stato inserito in appendice al prospetto informativo.

Le offerte di Boc rivolte al pubblico nel 1996 sono state effettuate dal Comune di Roma e dalla città di Rivoli. Il primo dei prestiti obbligazionari in questione, in un momento successivo all'offerta, una volta emanata la normativa regolamentare di riferimento, è stato altresì ammesso alla quotazione ufficiale.

L'attività regolamentare e interpretativa

Nel corso del 1996 sono state considerate diverse questioni regolamentari originate dall'applicazione delle norme. In primo luogo, è stato esaminato il problema della determinazione della sanzione contemplata dall'art. 1/18, ultimo comma, della legge 216/74, in forza del quale la violazione degli obblighi di comunicazione alla Consob e di pubblicazione di un prospetto informativo, sussistenti in capo a tutti coloro che intendono sollecitare il pubblico risparmio, è punita con l'ammenda da un quarto alla metà del valore totale dell'operazione (pena trasformata

in sanzione amministrativa pecuniaria dalla legge 561/93). In particolare la Commissione ha ritenuto che la sanzione vada parametrata al valore nominale dell'offerta, prendendo in considerazione l'ammontare dei valori mobiliari collocati presso il pubblico soltanto laddove non è risultato possibile determinare *ex ante* l'importo complessivo dell'operazione.

Resta tuttavia di difficile soluzione il caso in cui ad una proposta di acquisto o di vendita di valori mobiliari, effettuata in violazione della normativa, non abbia fatto seguito alcuna accettazione, e non sia al contempo possibile quantificare *ex ante* l'importo dell'offerta.

Sempre in materia di sanzioni, nel corso del 1996, si è posto il problema della individuazione dei soggetti potenzialmente destinatari della sanzione amministrativa pecuniaria comminata dall'art. 8, comma 2, della legge 149/92 per la violazione degli obblighi contemplati dalla disciplina in materia di offerte pubbliche di vendita e sottoscrizione. Una possibile ricostruzione interpretativa, attenta fra l'altro all'indicazione dell'intero valore totale dell'operazione quale parametro di riferimento della sanzione in discorso, potrebbe far ritenere che la stessa debba essere riferita esclusivamente a comportamenti di soggetti ai quali sia ascrivibile la responsabilità dell'intera operazione, e non di singole parti della stessa, come normalmente avviene per il singolo collocatore.

Dalla soluzione delle questioni prospettate dipenderà, sia pure in parte, l'efficacia del sistema sanzionatorio posto a presidio della disciplina in materia di sollecitazione del pubblico risparmio e di quella in materia di offerte pubbliche di vendita e sottoscrizione. In ragione di ciò, la Commissione ha ritenuto di sottoporre entrambe le problematiche all'attenzione del Consiglio di Stato.

Nei primi mesi del 1997 la Commissione ha predisposto la bozza delle disposizioni regolamentari concernenti l'ammissione alla quotazione ufficiale di *warrant* su titoli, tassi di interesse, valute ed indici, e di quelle concernenti l'ammissione alla quotazione in borsa di certificati rappresentativi di quote di partecipazione in fondi comuni di investimento mobiliari e immobiliari chiusi.

Potranno essere ammessi a quotazione, anche d'ufficio, i *warrant* di emittenti sottoposti a vigilanza prudenziale aventi sede in Italia o in altri paesi dell'UE o in paesi appartenenti all'Ocse. L'ammissione sarà tuttavia condizionata alla sussistenza dei requisiti della libera trasferibilità, dell'idoneità alla liquidazione di borsa e della sufficiente diffusione tra il pubblico al momento dell'ammissione.

L'emanazione delle disposizioni regolamentari disciplinanti l'ammissione alla quotazione di borsa dei certificati rappresentativi di quote di partecipazione in fondi comuni di investimento mobiliari e immobiliari chiusi rappresenta, invece, l'ultimo degli adempimenti demandati alla Consob dalle leggi 344/93 e 86/94, istitutive delle due tipologie di fondo chiuso accolte nel nostro ordinamento. La modifica del regolamento Consob 4088/89 consentirà al titolare del

certificato il disinvestimento delle somme impegnate prima della scadenza del termine previsto dalla disciplina dei suddetti organismi di investimento collettivo. Ai fini dell'ammissione, anche i suddetti certificati dovranno essere liberamente trasferibili, idonei ad essere oggetto di liquidazione di borsa e sufficientemente diffusi tra il pubblico. Essi potranno essere emessi anche da società di gestione di diritto estero.

L'informativa sulle partecipazioni rilevanti

La Commissione ha approvato, con delibera 10234 dello scorso settembre, modifiche al sistema di comunicazione delle partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 1/5 della legge 216/74. Si è, inoltre, provveduto ad integrare le modalità di assolvimento degli obblighi informativi previsti dall'art. 1/5 con quelle previste per l'art. 1/5 bis, obbligo precedentemente disciplinato con una diversa delibera, al fine di coordinare le relative disposizioni ed unificarle in un medesimo provvedimento. Le nuove modalità di comunicazione sono entrate in vigore il 1° gennaio 1997.

L'impianto complessivo della normativa che regola la trasparenza della struttura proprietaria e di controllo delle società quotate e di quelle da esse partecipate appare oggi ampio e dettagliato.

Gli obblighi informativi che ne derivano sono più stringenti di quelli previsti dalla normativa comunitaria e di quelli applicati nei principali paesi, sia per quanto riguarda le soglie rilevanti, che sono generalmente più alte (10 per cento secondo la direttiva CEE 88/627, 5 per cento in Francia, 10 per cento in Germania, 3 per cento nel Regno Unito), sia per quanto riguarda il campo di applicazione. A tale riguardo si segnala che in nessun altro ordinamento dei paesi dell'Unione Europea si prevede una comunicazione sistematica e immediata delle partecipazioni detenute dalle società quotate in non quotate.

L'ampiezza degli obblighi informativi è coerente, nella realtà italiana, con la particolare struttura che assumono i legami di partecipazione e di controllo delle società quotate, dove prevalgono modelli di organizzazione basati sulla formazione di gruppi piramidali e di coalizioni, o rapporti intragruppi che rendono la trasparenza della struttura proprietaria particolarmente rilevante ai fini di una corretta informazione del mercato. In tal senso, anche da un punto di vista normativo, si sta affermando un concetto di informativa societaria che tende a comprendere senza soluzione di continuità gli elementi tradizionali di informazione contabile, i bilanci annuali e semestrali, le notizie sugli eventi rilevanti della vita societaria e le informazioni sull'azionariato e sui possessi delle società quotate. Le informazioni contenute nelle comunicazioni previste dalla normativa costituiscono perciò uno strumento prezioso perché il mercato possa operare in condizioni di completezza informativa. Esse costituiscono inoltre un valido strumento per l'attività di vigilanza delle Autorità del mercato finanziario nell'applicazione delle norme di trasparenza

e correttezza nei confronti dei gruppi societari.

L'adozione del provvedimento comporta quindi la ridefinizione, all'interno di un'unica cornice normativa, delle modalità di assolvimento degli obblighi informativi relativi alla trasparenza della struttura proprietaria e dei possessi azionari delle società quotate in borsa o negoziate al mercato ristretto. Tale ridefinizione si è resa necessaria al fine di consentire la valorizzazione del contenuto informativo delle comunicazioni effettuate, la cui fruibilità da parte del mercato può essere ottimizzata attraverso la creazione e la diffusione di un «Archivio sulla trasparenza proprietaria», costituito dai dati sull'azionariato ed i possessi delle società con azioni quotate, inviati con i nuovi modelli di comunicazione.

La creazione dell'«Archivio sulla trasparenza proprietaria» richiede requisiti di completezza e di qualità informativa dei dati comunicati che le precedenti modalità di comunicazione non potevano garantire. Esse infatti privilegiavano una visione sintetica del rapporto di partecipazione tra il soggetto dichiarante e la società partecipata, coerentemente con l'obiettivo di immediata diffusione della singola comunicazione. La struttura del nuovo modello privilegia, invece, una visione analitica dei rapporti di partecipazione e di controllo tra tutti i soggetti compresi nelle comunicazioni, coerentemente con l'ulteriore esigenza di fornire un quadro completo della struttura proprietaria e di controllo delle società quotate e di quelle da loro partecipate.

Nella definizione delle nuove modalità di comunicazione si è comunque considerato l'obiettivo di minimizzare gli oneri per i soggetti dichiaranti, riducendo, grazie al nuovo approccio analitico adottato, la comunicazione di dati ridondanti, prevedendo la comunicazione delle sole variazioni intervenute nei rapporti tra coppie di soggetti, e prevedendo, laddove possibile, la standardizzazione di fattispecie complesse di operazioni (vedi ad esempio il caso delle fusioni). Inoltre è stata prevista la possibilità di inviare la comunicazione su supporto informatico o su rete telematica.

Sono stati soppressi, inoltre, i modelli relativi alle comunicazioni delle partecipazioni al capitale delle società di intermediazione mobiliare, in considerazione del fatto che l'art. 66 del decreto legislativo 415 del 23 luglio 1996 ha abrogato l'art. 4, comma 1, della legge 1/91, che estendeva l'obbligo di cui all'art. 1/5 citato ai partecipanti al capitale delle suddette società. Il medesimo decreto, all'art. 10, prevede un nuovo regime di trasparenza delle partecipazioni al capitale delle Sim di competenza della Banca d'Italia.

Nel 1996 sono state effettuate complessivamente circa 7.500 dichiarazioni ai sensi dell'art.1/5 della legge 216/74, concernenti, in circa il 20 per cento dei casi, partecipazioni rilevanti in società quotate e, nel rimanente 80 per cento, partecipazioni rilevanti di società quotate in non quotate (Tav. aI.14).

Le circa 1.400 dichiarazioni relative a partecipazioni in società quotate hanno riguardato 206

società oggetto delle dichiarazioni. I soggetti dichiaranti sono stati circa 450, dei quali 122 hanno dichiarato per la prima volta nel 1996 una partecipazione rilevante ai sensi dell'art.1/5. Se si considerano i casi che hanno comportato una variazione della partecipazione in capo al soggetto dichiarante, (per 400 dichiarazioni la partecipazione complessiva del soggetto dichiarante non si è modificata, essendoci stata soltanto una modifica nella modalità di detenzione o nella ripartizione della partecipazione tra soggetti controllati dal dichiarante), circa la metà delle variazioni sono state inferiori al 2 per cento del capitale. Complessivamente le variazioni inferiori al 10 per cento sono state circa l'80 per cento delle variazioni dichiarate. A fronte quindi di una estesa presenza di partecipazioni rilevanti di minoranza nell'azionariato delle società quotate, si riscontra quindi anche una loro elevata mobilità. In 40 casi, invece, le variazioni sono state superiori al 50 per cento del capitale, comprendendo sia il trasferimento di pacchetti di maggioranza assoluta, sia la prima dichiarazione da parte di soggetti controllanti in sede di ammissione a quotazione.

La struttura proprietaria e di controllo delle società quotate

Alla data del 30 giugno 1996 le partecipazioni rilevanti (superiori al 2 per cento del capitale votante) nelle società quotate erano 785, relative a 206 società quotate e a 436 soggetti dichiaranti (Tavv. I.7 e al.15). A fronte di una media di 3,8 partecipazioni per ogni società quotata, per 45 società si riscontra un solo azionista rilevante, mentre 126 società hanno da 2 a 5 azionisti, 35 società tra 6 e 10 azionisti e 6 società più di 10. Per quanto riguarda i soggetti dichiaranti, la media è di 1,8 partecipazioni a testa, con 352 soggetti che detengono una sola partecipazione, 59 soggetti che ne detengono tra 2 e 5, 9 che ne detengono tra 6 e 10 e 13 che detengono più di 10 partecipazioni. La concentrazione delle partecipazioni per soggetto dichiarante è comunque elevata: i 22 soggetti che detengono più di 6 partecipazioni hanno nel complesso oltre un terzo del totale delle partecipazioni rilevanti.

Il numero elevato di partecipazioni rilevanti trova riscontro in una distribuzione di tali partecipazioni concentrata nelle code: se si considera l'entità della quota posseduta (Fig. I.1), si può notare un peso notevole delle partecipazioni superiori al 50 per cento del capitale votante (17 per cento del totale delle partecipazioni), a fronte di una forte concentrazione delle altre nella classe che comprende le partecipazioni inferiori al 10 per cento (pari al 62 per cento del totale).

**INDICATORI DELLA STRUTTURA PROPRIETARIA
DELLE SOCIETÀ QUOTATE**
(SITUAZIONE AL 30 GIUGNO - VALORI IN PERCENTUALE)

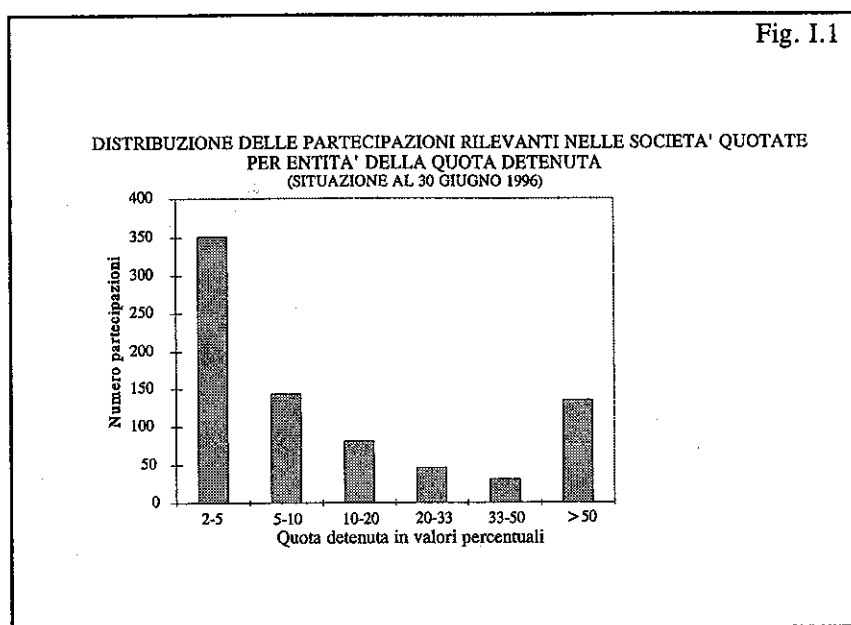
VOCI	1996
NUMERO PARTECIPAZIONI RILEVANTI	785
NUMERO AZIONISTI RILEVANTI	436
QUOTA MEDIA DETENUTA DAL PRIMO AZIONISTA ¹	51,9 (46,2)
QUOTA MEDIA DETENUTA DAI PRIMI TRE AZIONISTI ¹	63,1 (54,3)
QUOTA MEDIA DEL MERCATO ¹	32,3 (40,0)

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Tra parentesi viene riportata la quota ponderata per la capitalizzazione di borsa.

Da tale distribuzione risulta una prima indicazione delle caratteristiche degli assetti proprietari delle società quotate: una elevata concentrazione proprietaria e una diffusa presenza di azionisti rilevanti (che possiedono cioè partecipazioni superiori al 2 per cento) non di controllo anche nelle società controllate da un singolo azionista.

Per quanto riguarda la concentrazione proprietaria, la quota di maggioranza è per circa 130 società superiore al 50 per cento (Tav. I.8). Tali società rappresentano oltre il 60 per cento della capitalizzazione di borsa. Tra le quote di maggioranza relativa, che possono però essere anche quote di controllo di fatto della società, il maggior numero è compreso tra il 33 per cento ed il 50 per cento del capitale (26 società, pari all'8 per cento della capitalizzazione). Per le restanti 50 società, la quota di maggioranza è inferiore al 33 per cento (occorre considerare che le 4 società con quote di maggioranza inferiori al 5 per cento hanno limiti statuari al possesso azionario). La quota media di maggioranza per il complesso delle società quotate è pari al 52 per cento del capitale, al 46 per cento se si considera la media ponderata per la capitalizzazione.

L'elevata concentrazione proprietaria trova conferma nella bassa partecipazione degli azionisti di minoranza alle assemblee societarie. Per le società che compongono il Mib30, ha partecipato, alle assemblee ordinarie, lo 0,25 per cento degli azionisti iscritti al libro soci (Tav. al.16). Se si considera la differenza fra il capitale sociale rappresentato in assemblea e la quota dei primi tre soci, risulta che gli azionisti di minoranza erano presenti in assemblea con una quota media del capitale sociale pari a circa il 7,7 per cento.



La quota di capitale complessivamente rappresentata nelle assemblee risulta comunque elevata, a causa dell'alto indice di concentrazione proprietaria delle società che compongono il Mib30.

La tipologia di dichiaranti che possiede il maggior numero di partecipazioni è quella delle persone fisiche (34 per cento del totale), seguita dalle società di capitali (21 per cento). Se si considerano le partecipazioni ponderandole per il loro valore in termini di capitalizzazione, emerge in primo luogo che il totale degli azionisti rilevanti detiene circa il 60 per cento del capitale complessivo delle società quotate. Lo Stato risulta il maggiore azionista con una quota complessiva del 30 per cento, seguito dalle società di capitali con l'11 per cento e dalle banche con il 7 per cento. La quota dello Stato deriva in misura quasi esclusiva da partecipazioni di controllo, mentre i soggetti di natura finanziaria detengono soprattutto partecipazioni non di controllo. Per le banche, tuttavia, il peso delle partecipazioni è da attribuire per circa due terzi a partecipazioni di controllo, per lo più in altre banche. Il ruolo degli investitori esteri appare rilevante in termini di numero di partecipazioni possedute (circa il 13 per cento del totale delle quote dichiarate), mentre è più contenuto in termini di capitalizzazione (circa il 4 per cento del totale).

**DISTRIBUZIONE DELLE SOCIETÀ QUOTATE SECONDO
DUE INDICI DI CONCENTRAZIONE PROPRIETARIA**
(SITUAZIONE AL 30 GIUGNO 1996)

QUOTA DEL CAPITALE VO- TANTE	QUOTA DELL'AZIONISTA DI MAGGIORANZA		SOMMA DELLE QUOTE RILEVANTI ¹	
	NUMERO SOCIETÀ	PESO ²	NUMERO SOCIETÀ	PESO ²
2 - 5	5	3,5	2	0,6
5 - 10	5	3,7	1	1,1
10 - 20	18	10,3	2	1,7
20 - 33	23	11,3	7	15,9
33 - 50	26	8,0	17	10,6
50 - 75	94	42,9	91	42,9
> 75	35	20,4	86	27,3
<i>TOTALE</i>	206		206	

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Superiore al 2 per cento del capitale votante. ² In rapporto alla capitalizzazione totale di borsa. Valori in percentuale.

Se le società quotate vengono classificate secondo il modello di controllo, individuato sulla base della definizione delle soglie Opa ai sensi dell'art. 10, comma 3, della legge 149/92, emerge che su un totale di 206 società quotate, per le quali è presente almeno un azionista rilevante, per 184 società - corrispondenti ad oltre l'80 per cento della capitalizzazione totale - è stato identificato un azionista o un patto di sindacato che esercita il controllo, mentre 23 società, pari a meno del 20 per cento della capitalizzazione, risultano non controllate. Le società controllate, direttamente o indirettamente, dallo Stato, rappresentano oltre il 40 per cento della capitalizzazione complessiva. Un altro 20 per cento della capitalizzazione è rappresentato dalle società quotate controllate da società di capitali (Tav. al.17).

Alla fine del 1996 erano in vigore 63 patti di sindacato su società quotate in borsa o ammesse alle negoziazioni nel mercato ristretto.

Risultando dalla libera negoziazione tra le parti sulla base di contratti non standardizzati, non è agevole elaborare una classificazione dei patti di sindacato riguardo alla loro natura. Molteplici elementi che caratterizzano l'accordo, quali ad esempio le materie oggetto dello stesso, le procedure deliberative,

gli obblighi degli aderenti, possono infatti trovare diverse combinazioni che individuano un continuum di situazioni, piuttosto che precise e definite tipologie di patto.

Pur con tali difficoltà, per ogni patto è stata verificata l'esistenza di 5 tipologie di clausole negoziali la cui presenza ed eventuale combinazione costituisce il parametro per definire la rilevanza dell'accordo ai sensi della normativa sulle Opa. Le tipologie di clausole negoziali che sono state individuate sono le seguenti:

- blocco; le clausole di blocco comportano vincoli circa il trasferimento delle azioni sindacate, al fine di assicurare la stabilità della compagine azionaria. Tali vincoli si esplicano, generalmente, nel divieto di alienazione delle partecipazioni, se non a soggetti controllati ex art. 2359, comma 1, punto 1) c.c., con obbligo, in caso contrario, di offrire le azioni in prelazione pro-quota agli altri partecipanti. I patti di blocco normalmente prevedono anche il deposito delle azioni vincolate presso la società stessa o altro soggetto;

- nomina degli amministratori; le clausole di nomina degli amministratori prevedono accordi di voto limitati all'assemblea ordinaria al cui ordine del giorno sia prevista la designazione dei membri del Consiglio di amministrazione o del Collegio sindacale della società. Normalmente gli aderenti si riuniscono preventivamente al fine di designare i membri suddetti e a volte è predeterminato il numero di consiglieri o sindaci spettanti a ciascun partecipante;

- consultazione; le clausole di mera consultazione in genere prevedono per gli aderenti l'impegno di tenersi reciprocamente informati circa le iniziative da intraprendersi relativamente alla proprietà delle azioni vincolate e le strategie previste per la gestione societaria. Tali clausole non prevedono né la costituzione di organi all'interno del sindacato (direzione, assemblea, comitato direttivo), né il deposito delle azioni vincolate, che rimangono nella piena disponibilità degli aderenti, né particolari quorum deliberativi necessari per adottare le decisioni del sindacato;

- uniformità di indirizzo; le clausole volte a dare uniformità di indirizzo alla gestione della società prevedono, a differenza dei patti di mera consultazione, la creazione di organi dell'accordo. Normalmente essi consistono in un'assemblea, di cui fanno parte i rappresentanti di tutti gli aderenti all'accordo ed un comitato direttivo (o direzione) formato, generalmente, da rappresentanti degli aderenti riuniti per gruppi. Le pattuizioni in genere prevedono un elenco di materie oggetto dell'accordo, riunioni periodiche dell'assemblea o della direzione, determinati quorum deliberativi a seconda della materia oggetto della riunione. I patti che prevedono l'uniformità di indirizzo alla gestione sociale sono stati tutti considerati rilevanti ai sensi dell'art. 10, comma 3 della legge 149/92 (pubblicazione della soglia rilevante per la configurazione dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto), ad eccezione di quelli stipulati su azioni di società nelle quali esiste un azionista di controllo di diritto o di fatto;

- voto; le clausole di voto prevedono un obbligo per i partecipanti ad uniformarsi, in sede assembleare, alle decisioni prese dalla direzione dell'accordo, anche qualora le medesime non siano state adottate all'unanimità. Tali patti sono stati considerati rilevanti ai sensi del citato art. 10, comma 3, legge 149/92, come accordi volti a dare uniformità di indirizzo alla gestione sociale, ovvero come accordi che conferiscono ad un singolo azionista il controllo della società. Tale ultimo caso si verifica sia nel caso in cui, in virtù dei quorum previsti nell'accordo, il soggetto possa determinare le deliberazioni della direzione dell'accordo e, quindi, controllare il patto (e la società oggetto del patto), sia nel caso in cui il soggetto

possa, tramite l'accordo, nominare la maggioranza del consiglio di amministrazione della società. Infine, ove il soggetto controllante tramite l'accordo possieda ulteriori azioni non vincolate nell'ambito dell'accordo, le medesime sono state comunque computate nella soglia, a prescindere dall'esistenza o meno di clausole che prevedano l'obbligo di votare in conformità alle decisioni adottate dal sindacato anche per le azioni non vincolate.

Dei 63 patti parasociali esaminati dalla Consob, 29 sono stati considerati rilevanti ai sensi del citato art. 10, comma 3, della legge 149/92, ossia rappresentano la cosiddetta soglia rilevante per la configurazione dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto ai sensi del comma 8 della norma (Tav. aI.18). Per 34 patti, invece, la Consob non ha riscontrato tale rilevanza in virtù del fatto che nelle società sulle cui azioni vigeva l'accordo era già presente un azionista di controllo, ovvero in considerazione delle caratteristiche dell'accordo.

Considerando solo il mercato ufficiale, le società sulle quali è presente un patto di sindacato rappresentano circa il 30 per cento della capitalizzazione di borsa (Tav. I.9), in linea con lo stesso dato registrato per il 1995. La quota media di capitale sindacato è superiore al 50 per cento. La tipologia di patto più diffusa è quella che prevede la presenza di una clausola di blocco insieme a quella volta a dare uniformità di indirizzo alla gestione della società (17 patti, per una capitalizzazione delle società oggetto pari a circa l'8 per cento della capitalizzazione complessiva). In generale, la clausola di blocco appare la caratteristica prevalente dei patti di sindacato sulle società quotate: tale clausola è presente in 46 patti, per una capitalizzazione delle società oggetto del patto pari al 28 per cento della capitalizzazione complessiva (Tav. aI.19). La quota di capitalizzazione che risulta «bloccata», in virtù di tali clausole è pari al 10 per cento. Segue, sia in termini numerici che di quota di capitalizzazione sindacata, la clausola di nomina degli amministratori, presente in 25 patti, per una quota sindacata del 14 per cento della capitalizzazione complessiva.

L'estesa presenza di clausole di blocco all'interno dei patti di sindacato rappresenta un ostacolo alla funzionalità del mercato del controllo, comportando limiti alla possibilità di cambiamenti non consensuali del controllo delle società quotate, conferendo al patto una sorta di potere di gradimento sulle cessioni dei pacchetti sindacati.

I PATTI DI SINDACATO SU SOCIETÀ QUOTATE: QUADRO SINTETICO
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 1996)

TIPO PATTO	NUMERO PATTI	MEDIA DEL CAPITALE SINDACATO ¹	CAPITALIZZAZIONE	
			MLD.	PESO ²
BLOCCO	7	31,7	19040,2	4,93
BLOCCO E NOMINA	6	65,5	18547,0	4,80
BLOCCO E UNIFORMITÀ	17	54,1	30306,4	7,85
BLOCCO E VOTO	15	55,0	13627,0	3,53
BLOCCO E CONSULTAZIONE	1	10,7	25355,8	6,57
VOTO	2	50,8	608,9	0,16
UNIFORMITÀ	3	63,5	2237,5	0,58
NOMINA	4	81,7	3753,0	0,97
CONSULTAZIONE	1	42,9	158,2	0,04
<i>TOTALE</i>	<i>56</i>	<i>54,35</i>	<i>113634,0</i>	<i>29,43</i>

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Valori in percentuale. -² In rapporto alla capitalizzazione totale di borsa. Valori in percentuale.

Le operazioni deliberate dalle assemblee straordinarie

Nel corso del 1996, le riunioni dell'assemblea straordinaria sono state indette per deliberare, principalmente, su proposte concernenti modifiche del capitale sociale, emissioni di obbligazioni e approvazione di progetti di fusione e di scissione (Tav. al.22). Inoltre, le assemblee di diverse società quotate hanno deliberato proposte di modifica della denominazione sociale e di cambiamento dell'oggetto sociale.

Si è riscontrata una diminuzione delle operazioni di fusione deliberate da società quotate (da 37 operazioni deliberate nel 1995 a 33 nel 1996). Le motivazioni sottostanti alla realizzazione delle fusioni sono riconducibili, prevalentemente, all'esigenza di pervenire ad assetti organizzativi più razionali, attraverso la creazione di sinergie derivanti dall'integrazione delle attività di

carattere produttivo, commerciale e finanziario, ovvero attraverso l'incorporazione di società controllate le cui funzioni risultavano esaurite.

Fra le operazioni più rilevanti avvenute nel corso dell'anno di riferimento si segnala la fusione mediante incorporazione della società Gifim - Iniziative Immobiliari spa (le cui azioni erano quotate in borsa) nella So.Pa.F. - Società Partecipazioni Finanziarie spa. Le motivazioni di tale operazione sono da ricollegare all'andamento non positivo della società Gifim spa che avrebbe richiesto una operazione di ricapitalizzazione che, ad avviso degli amministratori, considerato l'andamento del mercato immobiliare e della borsa, non sarebbe stata probabilmente sottoscritta dal mercato, ma dalla controllante So.Pa.F. spa (che già deteneva una partecipazione dell'81,93 per cento del capitale sociale), determinando una forte riduzione del flottante del titolo Gifim. Inoltre, secondo gli amministratori, la fusione dovrebbe consentire, eliminando gli oneri organizzativi connessi al mantenimento della quotazione, una riduzione dei costi e l'ottimizzazione dell'impiego delle risorse umane. Agli azionisti convocati in assemblea nonché a tutti i soggetti interessati, gli amministratori hanno messo a disposizione un documento informativo sui termini e sulle modalità del progetto di fusione.

Altra operazione di fusione ha riguardato le società Cementerie Siciliane spa e Cementeria di Sardegna spa, che sono state incorporate dalla società Italcementi spa. Anche per tale operazione, tenuto conto che le società interessate alla fusione erano quotate, gli amministratori hanno predisposto e reso pubblico un documento informativo sull'operazione. Con tale fusione gli amministratori si propongono come obiettivo quello di costituire sul territorio nazionale un solo complesso produttivo, commerciale ed amministrativo, con benefici in termini sia di riduzione dei costi amministrativi, sia di maggiore flessibilità nella gestione delle attività produttive.

Di rilievo è inoltre la fusione per incorporazione della società Ipi - Istituto Piemontese Immobiliare spa nella società Attività Immobiliari spa. Con tale incorporazione quest'ultima società ha completato la gamma dei servizi prestati, inserendosi anche nell'ambito dell'intermediazione commerciale. Gli amministratori hanno predisposto e messo a disposizione del pubblico e degli azionisti un documento informativo sull'operazione. Infine, si segnala l'operazione di fusione con la quale la società Comau Finanziaria spa ha incorporato la Berto Lamet spa. Gli obiettivi di questa operazione sono da collegare alla opportunità di concentrare in un'unica società le attività relative ai processi di stampaggio sviluppati dalla società Berto Lamet spa, in modo da consentire alla Comau di presidiare direttamente tutti i processi fondamentali per la realizzazione degli autoveicoli. Per tale operazione è stato redatto e messo a disposizione del pubblico un documento informativo. Per quanto concerne le operazioni di scissione deliberate da società quotate, nel corso del 1996 le stesse hanno riguardato due società. Con l'operazione di scissione parziale che ha interessato la Gemina spa sono state trasferite ad una società di nuova costituzione, denominata Holding di Partecipazioni Industriali H.P.I. spa, le attività di holding in settori diversi da quello finanziario e di merchant banking. In particolare, con l'operazione in questione, che è da collegare all'esigenza di separare gestionalmente le suddette attività da quelle industriali, sono state trasferite le partecipazioni industriali di maggioranza assoluta e relativa (Fila Holding, RCS Editori, Gruppo Finanziario Tessile e Cartiere Burgo), nonché quelle in Gemina Participations, Pirelli & C., Smi, Banca Commerciale Italiana, Credito italiano, Compagnie Menegasque de Banque, Assicurazioni Generali

e Istituto Europeo di Oncologia.

Anche per tale operazione è stato redatto e messo a disposizione del pubblico un documento informativo. Di rilievo è inoltre l'altra operazione di scissione parziale con la quale è stato separato dalla Stet spa il ramo d'azienda attivo nel settore pubblicitario e dell'editoria, che è stato trasferito ad una società di nuova costituzione: la Seat spa. L'operazione, per la quale gli amministratori della società hanno messo a disposizione del pubblico e degli azionisti un documento informativo, si inquadra nell'ambito delle decisioni assunte per la privatizzazione della Stet spa da parte del Comitato dei Ministri per la privatizzazione.

II. L'INFORMAZIONE CONTABILE E LA REVISIONE DEI CONTI

L'attività di controllo sui bilanci

L'attività di verifica sulla chiarezza e correttezza dei conti annuali e consolidati delle società quotate viene svolta istituzionalmente in due fasi. La prima, definibile come «preventiva», è quella nella quale vengono esaminati i bilanci trasmessi alla Commissione ai sensi dell'art. 1/4 n. 1 della legge 216/74 nei 20 giorni che precedono l'assemblea di approvazione del bilancio. La seconda è invece una fase di controllo «successivo» sui bilanci approvati.

Il controllo preventivo si concentra sostanzialmente sul tenore informativo della documentazione contabile in relazione ai fatti di gestione che hanno caratterizzato l'esercizio sociale.

Ad esse, in genere, si associano interventi in assemblea eseguiti in virtù dei poteri *ex* art. 1/3 lett. b) della legge 216/74, comportanti la richiesta di informazioni aggiuntive rispetto a quelle fornite dagli emittenti per le quali appare difficile ripercorrere sinteticamente l'intera casistica; sembra utile piuttosto sottolineare come essi si siano rivolti a stabilire una linea di coerenza tra l'informativa fornita nei bilanci e il clima di opinione generale creatosi intorno ai singoli emittenti.

L'esame effettuato sui bilanci '95 ha fatto emergere ancora una volta come l'entrata in vigore della nuova disciplina abbia prodotto un notevole miglioramento della completezza e della chiarezza dell'informativa di bilancio.

A dimostrazione di ciò, basti confrontare la forte contrazione degli interventi della Commissione eseguiti nelle assemblee di approvazione dei bilanci di esercizio degli ultimi tre anni, rispetto agli anni antecedenti all'entrata in vigore del D.Lgs. 127/91, disciplinante il bilancio delle imprese industriali e commerciali e del D.Lgs. 87/92, disciplinante il bilancio delle banche e società finanziarie.

Per meglio comprendere la portata del lavoro eseguito nella fase pre-assembleare occorre osservare come esso sia preceduto da un costante contatto con gli emittenti sin dalla fase di predisposizione dei bilanci.

Durante tale fase viene attribuita particolare importanza ai rapporti con i rappresentanti dei collegi sindacali ai quali, in virtù del ruolo di centralità dei controlli della vita societaria che è loro proprio, si è provveduto a richiedere in diversi casi la formulazione di considerazioni su particolari e delicati aspetti concernenti soprattutto l'attività di gestione societaria.

Nell'attività di controllo eseguita in questa fase le strutture della Commissione si sono giovate dell'apporto informativo fornito dalla cosiddetta «scheda di controllo Consob», strumento applicativo introdotto già nel 1995 e reso pienamente operativo da quest'anno grazie alla sua definitiva implementazione.

Tale scheda, predisposta dai certificatori del bilancio, contiene infatti importanti informazioni sulle principali operazioni effettuate dalle società nel corso dell'esercizio, sull'approccio di revisione adottato e sulla rispondenza dell'informativa contabile alle previsioni della disciplina civilistica, così da fornire un quadro completo e immediato della situazione societaria degli emittenti.

La seconda fase del lavoro di verifica, definibile come «successiva», è quella condotta sulla documentazione assembleare trasmessa ai sensi dell'art.1/4 n.3 della legge 216/74.

In questa fase l'attività della Consob è volta a reagire a particolari anomalie rilevabili sia nei trattamenti contabili seguiti dagli emittenti che nell'informativa «finanziaria» resa al mercato. Nel primo caso, questa risposta può avvenire con diverse e graduate forme di intervento che possono andare dalle lettere di richiamo indirizzate ad un singolo emittente, alle comunicazioni o raccomandazioni di carattere generale se i comportamenti che non si sono condivisi vengono tenuti da una pluralità di emittenti. L'ultimo livello di questa capacità di reazione della Commissione è rappresentato dal potere di impugnativa delle delibere assembleari di approvazione del bilancio, così come statuito dall'art. 6 del D.P.R. 136/75. Da un lato, infatti, l'introduzione delle nuove norme codicistiche di bilancio, molto più articolate e stringenti delle precedenti soprattutto nel campo dei criteri di valutazione, ha ridotto di molto i margini di discrezionalità, dall'altro il ricorso a più stretti contatti con gli emittenti e l'espressione di pareri su questioni contabili preventivamente sottoposte alla Commissione hanno evitato di dover ricorrere all'estremo strumento giudiziario.

Nel corso del 1996 la Commissione non ha ravvisato alcun caso che giustificasse l'attivazione di questo importante potere (Tav. aVII.6). Nella fase di controllo «successivo» si sono evidenziate alcune problematiche che vengono qui di seguito rappresentate nelle loro linee essenziali.

Si è potuto in primo luogo rilevare come alle norme disciplinanti il contenuto informativo della documentazione di bilancio venga data attuazione attraverso forme differenziate di rappresentazione. Ciò si traduce in un grado di rappresentazione dei dati riguardanti l'attività aziendale non sempre omogeneo.

Ancora oggi, infatti, si riscontrano tra gli emittenti quotati comportamenti eterogenei per ciò che concerne la rappresentazione e la collocazione nell'ambito del pacchetto di bilancio del rendiconto finanziario e dei prospetti che, ancorché non espressamente disciplinati dal codice, il più delle volte vengono predisposti per la rappresentazione della posizione finanziaria netta. Lo stesso si può dire per gli schemi di riclassificazione dello stato patrimoniale e del conto economico, nonché per la relazione sulla gestione; quest'ultima a volte viene prodotta in due versioni pressoché identiche sia per il bilancio della capogruppo che per quello del gruppo mentre, a volte, viene predisposta in un unico esemplare valido per tutti e due i documenti contabili.

Tale rilievo ha indotto la Consob a proseguire nel progetto di standardizzazione dei bilanci delle società industriali e commerciali tenute ad osservare il D.Lgs.127/91, la cui prima

fase, volta alla definizione della «nota integrativa», ha già visto il coinvolgimento degli emittenti e delle diverse associazioni di categoria interessate (Assonime, Assirevi, Consigli Nazionali dei Dottori Commercialisti e dei Ragionieri). L'obiettivo è quello di giungere - a partire dai bilanci che chiuderanno al 31 dicembre 1997 - a definire linee guida e forme di rappresentazione che, risultando ancorate ad un concetto di significatività, consentano una maggiore facilità di consultazione per gli utilizzatori finali delle informazioni contabili, oltre ad una maggiore comparabilità dei dati nel tempo e nello spazio, pur garantendo agli emittenti i necessari margini di manovra e flessibilità.

A questo proposito, risulta centrale il tema dell'informativa societaria per ciò che riguarda le operazioni in strumenti finanziari, con particolare riferimento a quelli derivati, tenuto soprattutto conto che in questo campo i rischi a cui si espongono gli operatori sono notevoli ed amplificati dall'effetto di leva finanziaria che è proprio di questi strumenti.

E' un tema che forma oggetto di grande attenzione e gli approfondimenti svolti riconducono le cause delle situazioni critiche ai sistemi di controllo interno inadeguati e scarsamente sensibili agli attuali canoni del cosiddetto «governo d'impresa», con il quale si tende sempre più a rafforzare le difese endogene delle aziende, a salvaguardia dell'integrità del loro patrimonio.

La raccomandazione della Commissione del 20 febbraio 1997 sui controlli societari costituisce un valido esempio in tal senso. In tale contesto si deve rilevare come l'informativa di bilancio connessa a tale attività non sia riuscita a tenere il passo con l'evolversi dell'operatività di un mercato da sempre caratterizzato da una capacità innovativa degli operatori e da un elevato dinamismo.

La problematica è molto sentita dagli organismi di vigilanza creditizia e mobiliare; infatti sia il Comitato di Basilea che la Iosco si sono occupati della materia pubblicando diversi documenti congiunti.

Della questione si sono occupati anche gli organismi, sia nazionali che internazionali, di statuizione dei principi contabili. In particolare lo Iasc (*International Accounting Standards Committee*) ha affrontato la materia con un documento organico e completo attinente proprio alla *disclosure* sugli strumenti finanziari. In vista di una completa armonizzazione delle regole contabili quanto sancito sul tema dallo Ias (*International Accounting Standard*) 32 «Strumenti finanziari: esposizione nel bilancio d'esercizio e informazione integrativa», costituisce certamente per gli operatori un valido punto di riferimento a cui improntare ed uniformare l'informativa di bilancio.

Appare ancora opportuno sottolineare come all'interno degli attuali scenari di globalizzazione dei mercati e, soprattutto, delle risorse, la comunicazione di carattere finanziario è destinata a divenire sempre più uno strumento di competitività tra le imprese. Solo un'informazione realmente trasparente e significativa (in grado cioè di orientare e determinare le scelte di investimento) consentirà in futuro l'accesso e la raccolta di fondi nei mercati finanziari più evoluti, premiando le imprese considerate credibili anche in virtù di elevati *standing* informativi.

Strettamente collegato al tema della contabilizzazione e *disclosure* degli strumenti finanziari è quello, anch'esso emerso dall'esame delle situazioni contabili soprattutto di grandi gruppi, relativo al sistematico ricorso ad operazioni di smobilizzo dell'attivo riferibili in particolare a crediti di natura commerciale e fiscale.

In questi casi la forma tecnica maggiormente utilizzata è quella del *factoring*, anche se sono state rilevate altre modalità maggiormente sofisticate, come quella della *securitization*.

Le operazioni sono poste in essere generalmente con controparti istituzionali, mentre i gruppi di maggiori dimensioni hanno, in alcuni casi, costituito società di factoring captive. In questi casi peraltro le quote di possesso di tali società sono spesso strutturate in modo tale da escluderle dall'area di consolidamento.

Benché la cessione di parte dell'attivo, in particolare crediti commerciali, rappresenti per molti gruppi un'attività continuativa, avente natura di provvista finanziaria, è ben noto che in prossimità della chiusura dei bilanci essa venga utilizzata anche per scopi di window dressing. Il principale effetto di tali smobilizzi è infatti quello di ridurre il capitale circolante e migliorare la posizione finanziaria netta.

La contrattualistica delle cessioni non sembra essere sempre riconducibile ai canoni delle cessioni pro-soluto e pro-solvendo. Sono state rilevate infatti forme tecniche in cui apparentemente le cessioni sono a titolo definitivo, ma contemporaneamente il cedente fornisce altre garanzie al cessionario, consistenti, ad esempio, nel deposito di titoli o fondi presso di esso o nell'impegno a procedere in futuro ad altre operazioni anche in base a parametri predeterminati.

Proprio prendendo spunto da alcuni casi specifici, tra i quali spiccano le vicende Olivetti e Gemina, sono state avviate le procedure di consultazione con gli emittenti e le associazioni di categoria per l'emanazione di una comunicazione rivolta a tutti gli emittenti quotati con la quale, oltre agli aspetti sopra evidenziati, si pone l'accento sull'utilizzo di questi strumenti fatto dalle direzioni dei grandi gruppi per agire sul fabbisogno finanziario complessivo, soprattutto laddove le tradizionali forme di provvista risultano difficilmente attivabili. E' prevista infatti un'informativa volta a raccordare i dati di *outstanding* di questi smobilizzi (che il più delle volte risultano *off-balance sheet*) con la posizione finanziaria netta determinata dal confronto delle posizioni *on-balance sheet*; allo stesso modo è previsto che i dati di flusso sul *turnover* degli smobilizzi siano raccordati alle corrispondenti voci del conto economico.

Un altro aspetto particolarmente critico sul quale si è incentrata l'attenzione della Consob ha riguardato le operazioni con parti correlate ed in particolare i rapporti di natura finanziaria e commerciale intrattenuti dagli emittenti quotati con il gruppo di controllo o altre parti comunque correlate; tale circostanza ha rappresentato e rappresenta tuttora un segnale di notevole rischio specialmente nei casi in cui le condizioni economiche e finanziarie delle società appartenenti al «gruppo di comando» non forniscano un quadro rassicurante.

Per ciò che riguarda l'attività di controllo sulle società quotate che redigono il bilancio consolidato, si è constatato come in alcuni casi il tenore delle informazioni rese al mercato non sia risultato

esaustivo e per tale motivo si è provveduto a invitare le società interessate a fornire una informativa più puntuale su tali aspetti.

In particolare si è ritenuto opportuno dare al mercato indicazioni circa la rispondenza all'interesse sociale di tali operazioni, nonché la giustificazione della convenienza in termini economici, le condizioni contrattuali e, da ultimo, la destinazione da parte dei soggetti controllanti delle risorse finanziarie ottenute.

Nell'eseguire tali richieste, la Consob ha esercitato i poteri previsti dall'art. 1/3 lett. b) della legge 216/74; ad esse si sono poi accompagnati, proprio per una attivazione dei meccanismi di difesa interni al sistema societario, dei precisi richiami rivolti ai membri degli organi di amministrazione e di controllo - collegio sindacale e società di revisione - affinché ciascuno osservi scrupolosamente le norme che disciplinano le proprie competenze ed ispiri la propria attività a canoni di collegialità.

Un ultimo aspetto sul quale si è concentrata l'attenzione della Consob è quello riguardante l'informativa fornita dalle cosiddette conglomerate, quelle società cioè che svolgono la propria attività operativa in settori tra loro diversificati.

L'analisi dei bilanci infatti ha messo in evidenza come per tali società i dati economici, patrimoniali e finanziari, a seconda dei settori di *business* o geografici che li hanno generati, vengano forniti in modo difforme ed inadeguato per le esigenze del mercato. Per tali motivi la necessità di fornire dati di dettaglio disaggregati per settori da parte soprattutto dei grandi gruppi a natura conglomerata, attivi su mercati diversi per quanto concerne sia la natura dei prodotti che la localizzazione geografica, è divenuta quanto mai attuale.

La Consob ha in corso di predisposizione una comunicazione su questo tema, nella quale verrà richiesto alle società quotate di fornire le principali grandezze economiche (fatturato, risultato operativo) e patrimoniali (capitale investito netto) per i segmenti più significativi della loro sfera di attività.

In sintesi le richieste complessive effettuate sulle società quotate per acquisire informazioni nei confronti di emittenti quotati ai sensi dell'art. 1/3 lett. c) della legge 216/74 sono state 68 (Tav. II.1). Le richieste alle società di revisione attinenti le società quotate sono state invece 16 rispetto alle 26 dell'anno precedente. La contrazione nel numero degli interventi è da ricondursi alla intervenuta piena operatività delle «schede di controllo Consob» predisposta dai revisori e trasmessa unitamente alla relazione di certificazione.

Gli interventi a carattere provvedimentale eseguiti sulle società quotate essenzialmente in virtù dei poteri previsti dall'art. 1/3 lett. b) della legge 216/74, che prevedono la possibilità di richiedere la diffusione di dati e notizie al pubblico, sono stati complessivamente 35.

Di questi, 23 si riferiscono a richieste di ulteriori informazioni da rendere nelle assemblee convocate per l'approvazione del bilancio, 3 ad informazioni da rendere attraverso la diffusione di appositi comunicati stampa e 7 a richieste di implementazione delle relazioni semestrali o dei bilanci di futura predisposizione.

IL CONTROLLO SUI BILANCI DELLE SOCIETÀ QUOTATE

ANNI	NUMERO INTERVENTI NEI CONFRONTI DI SOCIETÀ DI REVISIONE			NUMERO INTERVENTI NEI CONFRONTI DI SOCIETÀ EMITTENTI		
	RICHIESTE INFORMAZIONI	ISPEZIONI	LETTERE DI RICHIAMO	RICHIESTE INFORMAZIONI	ISPEZIONI	PROVVEDIME NTI DIVERSI ¹
1995	26	3	1	42	--	29
1996	16	3	--	68	1	35

¹ Lettere di richiamo e richieste di pubblicazioni di dati e notizie.

In un caso la Consob ha richiesto ad una società quotata la pubblicazione di un avviso stampa a pagamento contenente precisazioni e spiegazioni relative a particolari transazioni infragruppo.

Infine in un altro caso dalla lettura del verbale assembleare si è riscontrato che ad una richiesta di integrazioni della documentazione predisposta per l'assemblea di bilancio effettuata dalla Consob, la società interessata ha fornito una risposta carente pervenendo alla completa informativa solo a seguito di un'insistente sollecitazione dei rappresentanti degli investitori istituzionali dispiegata a più riprese nel corso dell'assemblea. In tale circostanza la Consob ha invitato la società, qualora in futuro se ne presentasse nuovamente l'esigenza, a fornire risposte puntuali ed esaustive rispetto agli argomenti oggetto della richiesta, al fine di assicurare ai soci presenti e in ultima istanza al mercato, una piena e dettagliata conoscenza degli argomenti di approfondimento.

Come già accennato in precedenza, quattro degli interventi su evidenziati contenevano dei precisi richiami agli organi societari di amministrazione e di controllo concernenti particolari procedure contabili adottate ovvero il tenore delle informazioni sino a quel momento rese al mercato su specifici aspetti della gestione societaria quali i rapporti in essere con società facenti capo al gruppo di controllo. In questo caso le società sono state invitate per il futuro ad integrare adeguatamente l'informativa da inserire nella documentazione contabile, fornendo informazioni esaustive anche sotto il profilo delle condizioni contrattuali, della convenienza economica e della rispondenza di tali operazioni all'interesse sociale della società quotata.

L'armonizzazione delle regole contabili e di revisione

Il processo di internazionalizzazione dei mercati ha fornito nel 1996 un'ulteriore spinta ai lavori che sia in sede Iosco, sia in ambito europeo si stanno portando avanti per arrivare all'individuazione di un unico corpo di regole contabili per la redazione dei bilanci consolidati dei cosiddetti *global players*.

L'obiettivo di giungere in tempi rapidi ad un accordo con la Iosco ha portato lo Iasc ad accelerare i propri lavori e ad impegnarsi a pervenire, entro la metà del 1998, all'emanazione di un insieme organico di regole contabili. Tale soluzione rappresenta la condizione necessaria per poter arrivare ad una raccomandazione della Iosco sui principi contabili internazionali quale lingua comune dei mercati finanziari.

L'accelerazione dei lavori dello Iasc ha ovviamente prodotto riflessi sui lavori del gruppo I della Iosco.

Si deve inoltre rilevare il progredire della collaborazione tra la Iosco e lo Iasc; è stata infatti prevista la possibilità che rappresentanti della Iosco partecipino, in qualità di osservatori, al *Board*, dove si decide dell'emanazione degli *standards* contabili internazionali.

Inoltre la Iosco ha confermato la propria presenza in tutti gli *Steering Committees* - vale a dire nei gruppi di lavoro che materialmente predispongono gli *standards* contabili - e dove la Consob è rappresentata in due gruppi di lavoro, quello sulla contabilizzazione del *leasing* e quello sulle *discontinuing operations*.

Infine, è importante sottolineare il ruolo propulsore della Iosco per la creazione di un nuovo organismo in seno allo Iasc - lo *Standing Interpretation Committee* (Sic) - destinato a fornire interpretazioni nei casi in cui esistano delle ambiguità o delle difformità di comportamento per l'applicazione di *standards* contabili internazionali.

Anche in questo organismo rappresentanti della Iosco saranno presenti in qualità di osservatori analogamente a quanto accade nel *Board* dello Iasc, e potranno quindi esprimere un parere sull'interpretazione di specifici *standards* contabili.

In materia di *accounting* va segnalata anche l'attività svolta a livello europeo attraverso la partecipazione alle riunioni del Comitato di Contatto sulle direttive contabili e del Sottocomitato Tecnico costituito per valutare la compatibilità degli Ias con le direttive comunitarie.

Più in particolare si segnala che nel corso del 1996 si è conclusa una prima fase dei lavori - aventi ad oggetto i principi contabili internazionali già emanati dallo Iasc - i cui risultati sono riportati in un documento pubblicato dal Comitato di Contatto nella scorsa primavera, che conclude per una sostanziale compatibilità degli *standards* analizzati con le direttive comunitarie.

Nel documento sono state evidenziate infatti solo due possibili incompatibilità, relative, rispettivamente, al trattamento contabile del negative goodwill ed alla definizione dell'area di consolidamento. Questo documento - ancorché a tutt'oggi non rappresenti ufficialmente il punto di vista

della Commissione Europea, che non ha ancora proceduto all'emanazione di una raccomandazione agli Stati membri - costituisce comunque un primo autorevole orientamento in base al quale l'adozione degli Ias da parte delle imprese, fatti salvi i due aspetti sopra individuati, non dovrebbe comportare la violazione di alcun obbligo comunitario.

L'esame di compatibilità sta infatti proseguendo sugli standards in via di elaborazione da parte dello Iasc e di ciò si sta occupando un sottocomitato permanente, il cosiddetto Tasc (Technical Accounting Sub-Committee), costituito sempre in seno al Comitato di Contatto.

Per quanto riguarda la partecipazione alle riunioni del Comitato di Contatto, va segnalato che nel corso del 1996 ha avuto un notevole peso tra i temi discussi, la trattazione dei problemi contabili derivanti dalla futura introduzione della moneta unica europea.

L'impegno internazionale della Consob è stato accompagnato da un continuo contatto con i maggiori emittenti quotati nazionali, con i quali è stata avviata una procedura di consultazione avente una duplice finalità: quella di sensibilizzare le imprese italiane sui principali temi in discussione a livello internazionale e quella di acquisire commenti utili per il dibattito attualmente in corso sull'armonizzazione delle regole contabili.

In materia di regolamentazione contabile internazionale la Consob ha partecipato attivamente anche al *Joint Working Group* sui prodotti derivati, costituito sempre in sede europea, il cui compito è quello di discutere degli interventi necessari per regolamentare la contabilizzazione e la *disclosure* relativa agli strumenti finanziari.

La Consob ha inoltre portato avanti, all'interno del gruppo di lavoro n. 1 della Iosco, due ulteriori progetti relativi alla *disclosure* ed agli *standards* internazionali di *auditing*.

Il primo progetto è finalizzato a ricercare un accordo su uno schema armonizzato di prospetto informativo per le offerte pubbliche e per le ammissioni a quotazione sui mercati internazionali, e più in generale su tutta l'informazione finanziaria non contabile.

Il secondo è mirato ad individuare un unico sistema armonizzato di regole di *auditing*. A questo proposito si sottolinea che il 1996 ha segnato la ripresa dei lavori e quindi della collaborazione tra la Iosco e l'Ifac (*International Federation of Accountants*), collaborazione che aveva subito un arresto dopo la modifica degli *standards* di *auditing* intervenuta nel 1993, e quindi immediatamente dopo la loro raccomandazione da parte della Iosco. Si stanno infatti esaminando alcuni Isa (*International Standards of Auditing*) per valutare la possibilità di giungere all'emanazione di un'ulteriore raccomandazione della Iosco in materia di revisione contabile.

L'attività di vigilanza sulle società di revisione

Il mercato della revisione contabile presenta un elevato grado di concentrazione. Questa caratteristica non è tuttavia esclusiva del nostro paese, ma riflette il processo avvenuto a livello

internazionale negli scorsi anni che ha determinato il formarsi di un gruppo di sei società, le cosiddette *big six*, che di fatto dominano la scena mondiale.

TAV. II.2

INCARICHI DI CERTIFICAZIONE CONFERITI NEL TRIENNIO 1994-96

VOCI	PICCOLE IMPRESE	MEDIE IMPRESE	GRANDI IMPRESE	TOTALE
PRIMA SOCIETÀ	20	26	13	59
PRIME TRE SOCIETÀ	50	61	32	135
PRIME SEI SOCIETÀ	85	88	45	218
<i>TOTALE</i>	91	88	46	225

Si veda la sezione Note metodologiche.

Le maggiori sei imprese certificano il 75 per cento dei bilanci (Tav. aII.4); se poi si considera il segmento del mercato della revisione relativamente alle società quotate in borsa, tale dato è ancora più elevato, dal momento che le stesse sei società certificano i bilanci di quasi il 97 per cento delle società quotate (Tav. II.2).

Tuttavia, se si prende in esame la quota cumulata delle prime tre società (Tav. II.3) si evidenzia una elevata variabilità delle quote di mercato negli anni; oltretutto è da rilevare che all'interno della singola classe «prima società» e «prime tre società» sono incluse di volta in volta società differenti. Si può dedurre pertanto l'esistenza di un certo grado di concorrenza all'interno del gruppo delle principali società di revisione.

L'attività di vigilanza svolta nel corso del 1996 nei confronti delle società di revisione ha trovato particolare espressione in verifiche ispettive, invio di note di richiamo e provvedimenti di maggiore coerenza, quali sospensioni di soci e cancellazioni dall'albo (Tav. II.4).

In particolare, la Consob, con provvedimento del 14 agosto 1996, ha intimato alla Coopers & Lybrand spa, ai sensi dell'art. 11, comma 2, lettera a) del D.P.R. 136/75, di non avvalersi dell'operato di un socio nell'attività di revisione e certificazione, per un periodo di ventiquattro mesi.

CERTIFICAZIONE DEI BILANCI DI SOCIETÀ QUOTATE
QUOTA DI MERCATO¹

VOCI	PICCOLE IMPRESE			MEDIE IMPRESE			GRANDI IMPRESE		
	1994	1995	1996	1994	1995	1996	1994	1995	1996
PRIMA SOCIETÀ	24,2	41,5	44,0	22,3	47,8	42,1	39,6	46,3	28,8
PRIME TRE SOCIETÀ	61,3	81,4	73,3	64,5	83,7	81,2	79,2	100,0	63,8
PRIME SEI SOCIETÀ	95,3	97,7	91,9	100,0	100,0	100,0	100,0	—	98,8

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Misurata sui ricavi dei nuovi incarichi. Valori in percentuale.

Tale provvedimento fa seguito all'ordinanza del Tar Lazio (504 del 28 febbraio 1996) confermata dal Consiglio di Stato (ord. 551 del 3 maggio 1996), che aveva disposto la temporanea sospensione degli effetti del precedente provvedimento, di analogo tenore, adottato dalla Consob in data 4 gennaio 1996. Il giudice amministrativo aveva infatti ritenuto che la mancata comunicazione, da parte della Consob, anche al responsabile dei lavori di revisione, dell'avvio del procedimento rappresentasse una violazione degli artt. 7, comma 1 e 10 della legge 241/1990, che prevedono che «qualora da un provvedimento possa derivare un pregiudizio a soggetti individuati o facilmente individuabili, diversi dai suoi diretti destinatari, l'amministrazione è tenuta a fornire loro notizia dell'inizio del procedimento», affinché possano prendere visione degli atti del procedimento stesso e «presentare memorie scritte e documenti, che l'amministrazione ha l'obbligo di valutare, ove pertinenti all'oggetto del procedimento».

Giova ricordare che il citato provvedimento del 4 gennaio 1996 comminava, inoltre, alla società di revisione la revoca dell'incarico di revisione e certificazione del bilancio di esercizio e consolidato della Gemina spa, sanzione quest'ultima non interessata dalle pronunce del giudice amministrativo sopra richiamate. Il nuovo provvedimento del 14 agosto 1996, assunto nel rispetto dei richiamati articoli della legge 241/90, assorbe ed integra nella sostanza tutte le motivazioni sulla base delle quali era stato adottato l'originario provvedimento sanzionatorio.

La Consob ha adottato in data 3 ottobre 1996 analogo provvedimento di sospensione di un socio dall'attività professionale nei confronti della Ria & Partners sas. Il provvedimento è stato assunto a seguito di accertamenti ispettivi eseguiti presso la società di revisione, dai quali sono emerse gravi irregolarità nell'esercizio delle funzioni di revisione e certificazione del bilancio degli esercizi 1991 e 1992 della Nones spa i cui titoli, al momento dei fatti, erano negoziati al mercato ristretto.

IL CONTROLLO SULLE SOCIETÀ DI REVISIONE

ANNI	ACCERTAMENTI ISTRUTTORI PER ISCRIZIONE ALBO SPECIALE	ISPEZIONI	LETTERE DI RICHIAMO	SOSPENSIONI SOCIO	SOSPENSIONI SOCIETÀ	CANCELLAZIONI DALL'ALBO	DENUNCE PENALI
1993	2	6	2	--	--	--	2
1994	2	7	13	5	--	--	1
1995	1	5	2 ¹	2	--	--	3
1996	--	6	3	2	--	2	2

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

Da tali risultanze è infatti emerso che la società di revisione, al momento del rilascio della relazione di certificazione, pur essendo perfettamente a conoscenza della reale situazione del gruppo, ha omesso di specificare lo stato di crisi che caratterizzava le consociate di detta società quotata, che presentavano problemi di continuità aziendale, concorrendo a privare i terzi di una adeguata ed esaustiva informativa, essenziale per il compimento di consapevoli scelte di investimento e, in definitiva, per garantire il corretto funzionamento del mercato dei titoli di detta società, negoziati solo a partire dal marzo 1993.

Nel corso del 1996 la Consob ha, inoltre, richiamato un'altra società di revisione sul non corretto svolgimento, da parte di un proprio socio amministratore, dei lavori di revisione e certificazione dei bilanci di società di intermediazione mobiliare. Quanto riscontrato era essenzialmente riconducibile ad una errata interpretazione delle norme regolamentari che riguardano l'attività delle Sim.

Poiché il grado di conoscenza delle modalità operative delle Sim e della relativa normativa di riferimento rappresenta un elemento essenziale per il corretto svolgimento dei lavori di revisione e certificazione dei bilanci di società di intermediazione mobiliari, la Consob ha sollecitato la società di revisione ad attivare nelle fattispecie opportune iniziative organizzative, tra cui quella della coadiuvazione del socio responsabile dei lavori, mediante il coinvolgimento nell'attività di direzione e supervisione dei lavori di revisione dei bilanci delle Sim di un altro socio, con esperienza specifica nel settore dell'intermediazione mobiliare. A seguito dello svolgimento di due verifiche ispettive eseguite presso una società di revisione, la Consob ha poi richiamato quest'ultima e il socio amministratore, firmatario delle relazioni di certificazione dei bilanci di una società quotata e di una società fiduciaria, all'utilizzo di un approccio di revisione caratterizzato da un adeguato livello di professionalità soprattutto per i lavori di revisione e certificazione obbligatori e qualora i fatti oggetto di valutazione coinvolgano il patrimonio di terzi.

L'attività svolta ai fini dell'approvazione degli incarichi di revisione e certificazione ha dato origine a 7 rifiuti per carenze procedurali e a 1 revoca per giusta causa (Tav. aII.2).

Nel corso del 1996 la Consob ha deliberato l'iscrizione nell'albo speciale di cui all'art. 8 del D.P.R. 136/75 della First Professional Audit di Silvio Zanin & C. sas (ora Fausto Vittucci di Fausto Vittucci & C.sas) e ha proceduto, a seguito di istanze delle società, alla cancellazione dal medesimo albo della Grant Thornton Italia spa (già Hodgson Landau Brands sas) e della Euro Revisione sas. Al 31 dicembre 1996 risultano iscritte nel citato albo 24 società.

L'attività regolamentare e interpretativa

In materia di controllo legale dei conti e di revisione contabile, nel corso del 1996 la Consob ha emanato due comunicazioni di carattere generale sul tema dei conferimenti di incarico.

Con la comunicazione 96003556 del 18 aprile 1996 sono stati indicati i nuovi criteri generali per la determinazione dei corrispettivi relativi agli incarichi di revisione e certificazione previsti da norme di legge o regolamentari, in sostituzione di quelli contenuti nella delibera Consob 805 del 9 dicembre 1980.

Detti criteri dovranno essere seguiti anche per le proposte contrattuali concernenti società appartenenti a gruppi facenti capo a società quotate, sia che si tratti di proposte formulate dal revisore principale che dal revisore secondario, e potranno essere seguiti per quelle afferenti ad incarichi di natura volontaria.

Tra gli argomenti trattati nella comunicazione meritano di essere segnalati i seguenti aspetti.

In primo luogo si precisa che, al fine della determinazione del corrispettivo, il numero delle ore deve considerarsi uno dei parametri fondamentali. Esso va commisurato alle caratteristiche peculiari della società revisionata ed alla valutazione del grado di audit risk insito nella società stessa. Di fatto l'impegno orario deve essere tale da garantire la qualità e l'affidabilità dei lavori svolti nonché l'indipendenza del revisore.

Proprio al fine di calibrare la proposta alla realtà della società revisionata, è poi affermato il principio secondo il quale il revisore entrante deve preventivamente consultare il revisore uscente e deve comunque tenere conto del numero delle ore impiegate per lo svolgimento dell'incarico precedente. Viene inoltre dato estremo rilievo alle caratteristiche professionali che, rispetto al settore di attività della società conferente, deve possedere il soggetto responsabile del lavoro.

E' infine stabilito un mix professionale minimo che deve essere comunque garantito al fine di assicurare, oltre all'esecuzione materiale delle verifiche, un'adeguata attività di supervisione e di indirizzo.

Per dare contenuto concreto alle disposizioni sopra accennate e per realizzare nell'ambito delle società di revisione iscritte nell'albo speciale un'omogeneizzazione di comportamenti, con la comunicazione è stato altresì raccomandato alle società di revisione l'adozione di uno schema tipo di proposta di servizi professionali. Lo schema di proposta, che di fatto contiene in maniera organizzata le informazioni ritenute

essenziali per la validità della proposta, ha quale elemento di novità la richiesta per le società capogruppo di un dettagliato piano di revisione.

Con la comunicazione 96003558 del 18 aprile 1997, la Consob è intervenuta sul tema degli incarichi di revisione e certificazione, conferiti ai sensi dell'art. 2 del D.P.R. 136/75, al fine di raccogliere e aggiornare in modo sistematico gli adempimenti a cui le società quotate e le società di revisione sono tenute nelle diverse fasi del conferimento.

Più in particolare, si è proceduto alla ricostruzione del relativo iter procedurale, la cui disciplina risultava nel complesso piuttosto frammentata, sostituendo ed abrogando di conseguenza la serie di comunicazioni emanate sul tema dalla Consob tra il 1981 e il 1993. Con l'occasione è stata anche abrogata la raccomandazione relativa all'acquisizione di una pluralità di proposte di servizi professionali, ritenendo sufficiente, ai fini dell'approvazione dell'incarico da parte della Consob, l'invio dell'offerta predisposta dalla società di revisione prescelta dal consiglio di amministrazione e l'esplicitazione delle motivazioni sottostanti la scelta effettuata.

Tra le novità inserite nella comunicazione si segnala la richiesta di allegare, quale parte integrante del verbale assembleare, la proposta di servizi professionali redatta dalla società di revisione conferitaria. Ciò al fine di ritenere comunque soddisfatta la richiesta contenuta nell'art. 2 del D.P.R. 136/75 che prevede che nel verbale assembleare siano inseriti alcuni elementi ritenuti essenziali (triennio oggetto del conferimento, corrispettivo, etc.). Inoltre, sempre al verbale assembleare è previsto che sia allegato, nel caso di una capogruppo quotata, un prospetto delle società partecipate contenente alcuni elementi ritenuti utili per gli azionisti della società conferente, al fine di avere una visione panoramicamente completa degli oneri di certificazione del gruppo.

Altra innovazione informativa di rilievo è costituita dalla previsione che la società conferente fornisca annualmente, nel corso dell'assemblea di approvazione del bilancio d'esercizio, l'indicazione del numero di ore effettivamente impiegate dalla società di revisione e il corrispettivo percepito dalla stessa per la revisione e certificazione del bilancio civilistico e consolidato.

Da ultimo, con riferimento ai servizi di consulenza prestati da società o studi professionali comunque collegati alla società di revisione conferitaria, è stato ribadito il divieto rivolto alle società conferenti di avvalersi di tali servizi al fine di evitare l'insorgere di situazioni atte a compromettere l'indipendenza del revisore. Per le medesime ragioni, nell'ipotesi in cui le cariche sociali della società conferente siano ricoperte da uno o più soggetti facenti parte delle suddette società di consulenza e studi professionali, è stato affermato che la società di revisione incaricata è tenuta a non avvalersi, nello svolgimento dell'incarico, delle prestazioni fornite da tali organismi. La comunicazione raccomanda infine alle società conferenti di evitare di nominare per le cariche sociali soggetti che facciano parte delle suddette società di consulenza e studi professionali.

Sempre nel corso del 1996, la Consob ha avuto modo di pronunciarsi, in merito alle eventuali conseguenze della sentenza di applicazione della pena su richiesta delle parti (cosiddetto patteggiamento) - di cui all'art. 444 c.p.p. -, sui requisiti di onorabilità degli amministratori di società di revisione previsti dall'art. 8-bis del D.P.R. 136/75.

La questione trae origine dalla formulazione del citato art. 8-bis, secondo il quale non

può essere iscritta all'albo delle società di revisione tenuto dalla Consob la società il cui amministratore abbia, tra l'altro, riportato «condanna alla reclusione, anche se con pena condizionalmente sospesa, salvi gli effetti della riabilitazione» per uno dei reati elencati dalla disposizione.

In relazione a siffatta disposizione, la Consob ha ritenuto la sentenza emanata ai sensi dell'art. 444 c.p.p., resa equivalente ad una pronuncia di condanna dall'art. 445 c.p.p., produttiva dei medesimi effetti di quest'ultima, con riguardo all'iscrizione delle società di revisione all'albo di cui all'art. 8 del citato D.P.R. 136/75.

Nel dibattito sorto in merito alla questione della natura giuridica della sentenza di patteggiamento, la Consob ha dunque ritenuto maggiormente fondate - oltre che rispondenti alle motivazioni che hanno dato origine alla disciplina in tema di requisiti di onorabilità degli esponenti delle società di revisione - le argomentazioni di chi sostiene che la sentenza di patteggiamento possieda la medesima natura di una sentenza di condanna.

Dello stesso avviso, peraltro, si mostra la Corte Costituzionale, nelle cui pronunce il patteggiamento è considerato affermazione della responsabilità dell'imputato, se pur discendente dalla rinuncia dello stesso a contestare gli elementi dell'accusa e non dall'accertamento pieno degli elementi di prova a carico di quest'ultimo.

Sotto il profilo sostanziale, poi, la soluzione interpretativa prescelta consente di circondare delle necessarie cautele l'esercizio dell'attività di revisione contabile e di certificazione dei bilanci, strumento tra i più efficaci di tutela del pubblico risparmio.

Orientamento conforme a quello manifestato dalla Consob, è stato espresso, in relazione all'analogo requisito di onorabilità contemplato dall'art. 8 del D.Lgs. 88/92, dalla Commissione per l'iscrizione nel registro dei revisori contabili istituita presso il Ministero di grazia e giustizia.

Infine, nel febbraio del 1997 la Consob ha adottato una comunicazione indirizzata ai consigli di amministrazione ed ai collegi sindacali delle società quotate, nonché alle società di revisione che ne certificano i bilanci, con la quale sono stati individuati comportamenti che, pur nel rispetto delle disposizioni vigenti, sono stati ritenuti comunque idonei ad aumentare l'efficacia e la trasparenza dei controlli societari.

Questo, nell'attesa di un'organica e compiuta riforma della struttura di governo delle società quotate che sulla base della legge comunitaria per il 1994 come già riportato nelle Linee programmatiche, dovrebbe portare all'emanazione di un Testo unico che potrà modificare la disciplina delle società emittenti titoli sui mercati regolamentati, con particolare riferimento al collegio sindacale, ai poteri delle minoranze, ai sindacati di voto ed ai rapporti di gruppo, secondo criteri che rafforzino la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza.

La comunicazione è incentrata sulle diverse figure che hanno poteri di controllo nell'ambito della struttura societaria, e cioè sul consiglio di amministrazione, sul collegio sindacale e sulla società di revisione. Essa si preoccupa, in particolare, di quegli aspetti sui quali nel tempo si è registrata una confusione di ruoli che ha contribuito, in alcuni casi, a rendere inefficiente il sistema dei controlli societari.

Il contenuto delle principali raccomandazioni è in sintesi il seguente.

Al fine di agevolare le funzioni di vigilanza sul generale andamento della gestione e la verifica sulle modalità di esercizio delle deleghe, è stato raccomandato che il comitato esecutivo e gli amministratori delegati forniscano all'intero Consiglio d'Amministrazione, con cadenza periodica, un resoconto sull'attività svolta nell'esercizio delle deleghe e un'apposita e puntuale informazione sulle operazioni significative rispetto alla situazione economico-patrimoniale della società e del gruppo ad essa facente capo, ovvero sulle operazioni infragruppo o con parti correlate.

Nella comunicazione è stata fornita, nell'ottica di privilegiare la sostanza sulla forma, una definizione di parti correlate che, anche sulla base delle indicazioni contenute nei principi contabili internazionali (Ias 24), amplia la gamma dei soggetti in presumibile conflitto di interessi (tra gli altri si ricordano: le persone fisiche che, anche indirettamente o per interposta persona, controllano l'emittente e i loro stretti familiari ed i dirigenti della società ed i loro stretti familiari).

E' stato raccomandato, inoltre, un comportamento più attivo da parte dell'intero consiglio, chiedendo a quest'ultimo di attivarsi periodicamente, soprattutto a ridosso delle chiusure contabili, con specifiche richieste ai comitati esecutivi ed agli amministratori delegati di informazioni sull'esercizio delle deleghe.

Proprio per dare piena trasparenza all'attività svolta dal consiglio di amministrazione è stato, infine, raccomandato che nelle relazioni degli amministratori sulla gestione, previste dall'art. 2428 c.c., sia fornita apposita e puntuale informazione sulle operazioni sopra richiamate, esplicitando, in caso di operazioni infragruppo o con parti correlate, l'interesse della società ed i profili del conflitto d'interesse. E' stato, inoltre, richiesto che vengano indicati nella prima pagina della relazione sulla gestione i nominativi dei componenti del consiglio, con evidenziazione delle cariche e della natura delle deleghe conferite a ciascuno. Con riferimento alla funzione del collegio sindacale, anche nella prospettiva che si attribuiscono, in via esclusiva, alle società di revisione i compiti di controllo sulla contabilità, nella comunicazione è stata ribadita la centralità del controllo sull'amministrazione, inteso come verifica che non siano compiute operazioni non giustificabili in relazione all'oggetto sociale o comunque tali da arrecare pregiudizio alla situazione economica e patrimoniale della società e del gruppo ad essa facente capo. Ciò soprattutto con riferimento alle operazioni che, secondo quanto raccomandato agli amministratori esecutivi, devono formare oggetto di apposita informativa ai consigli di amministrazione.

Quanto ai concreti doveri dei sindaci, è stata raccomandata la partecipazione alle riunioni del comitato esecutivo e, nell'ambito dei gruppi, che almeno un sindaco della capogruppo sia presente nei collegi sindacali delle società controllate o che, comunque, i sindaci della capogruppo chiedano informazioni sulle controllate agli amministratori o al revisore. Anche per i sindaci, sempre al fine di rendere contezza dei controlli eseguiti, la Consob ha raccomandato di integrare il contenuto della relazione sui risultati dell'esercizio di cui all'art. 2429 c.c., con valutazioni e commenti su aspetti quali la completezza delle informazioni fornite dagli amministratori nella relazione sulla gestione, con particolare riferimento alle operazioni

infragruppo e con parti correlate ed a quelle atipiche o inusuali rispetto alla normale gestione; i rilievi e i richiami di informativa contenuti nella relazione di certificazione; l'adeguatezza ed efficacia del sistema di controllo interno e informativa sulle azioni correttive; le denunce dei soci ai sensi dell'art. 2408 c.c. e gli esposti ricevuti e le eventuali iniziative assunte.

La Consob ha inoltre ritenuto opportuno raccomandare alcuni comportamenti ritenuti idonei a rafforzare l'indipendenza dei sindaci. E' stato, così, indicato che non siano eletti a tale carica amministratori della società o ente che controllano l'emittente e che, comunque, la maggioranza dei sindaci non sia legata da rapporti di dipendenza con le società o enti che controllano l'emittente.

Nell'ottica poi di ampliare il peso delle minoranze nella vita societaria è stato inoltre suggerito che nei collegi sindacali delle società emittenti almeno un posto sia riservato alle minoranze azionarie.

Sempre al fine di agevolare i compiti del collegio sindacale, nella comunicazione si è ritenuto di attribuire a questo funzioni proprie degli *audit committee* di matrice anglosassone.

E' stato pertanto raccomandato ai sindaci di richiedere alla società di revisione tutte le informazioni utili per i propri controlli, con particolare riferimento al funzionamento del sistema di controllo interno ed amministrativo-contabile. A sua volta, alla società di revisione, anche nella veste di revisore principale di gruppo, è stato ribadito l'obbligo di informare il collegio sindacale su dati e notizie che possano essere utili per i controlli di competenza.

E' stato infine raccomandato che il collegio sindacale esprima un proprio parere sulla proposta contrattuale della società di revisione scelta dal consiglio di amministrazione, nonché, in occasione della revoca dell'incarico di revisione prima della scadenza del triennio, sulla giusta causa. Un parere preventivo del collegio sindacale è inoltre previsto circa l'attribuzione alla società di revisione di incarichi diversi dalla certificazione del bilancio.

Per finire si deve segnalare che la comunicazione raccomanda la revisione contabile delle relazioni semestrali. E' stato in proposito previsto che i relativi pareri, che dovranno riportare la natura e l'ampiezza dei controlli eseguiti, siano resi pubblici, unitamente alle eventuali osservazioni del collegio sindacale, con il fascicolo della relazione semestrale.

In materia contabile, rispondendo ai quesiti pervenuti da alcune società quotate, la Consob ha affrontato il tema del trattamento contabile delle differenze da fusione ed in particolare dell'iscrivibilità nei bilanci post-fusione di valori netti risultanti dalla compensazione tra avanzi e disavanzi.

Il tema è stato affrontato prendendo come punti di riferimento sia gli Ias sia i principi contabili statunitensi emanati dal Financial Accounting Standards Board, in assenza di specifiche disposizioni a livello nazionale.

La Consob nella redazione dei propri pareri ha cercato di andare oltre gli aspetti formali attraverso i quali si possono realizzare le concentrazioni aziendali e di esaltare l'aspetto sostanziale di tali operazioni, giungendo ad individuare nel costo complessivamente sostenuto per la loro realizzazione la grandezza più idonea da riflettere nel bilancio post-fusione.

La Consob ha quindi affermato che, in presenza di incorporazioni, solo la piena iscrizione dei disavanzi e degli avanzi derivanti dalla fusione di ogni singola impresa permette di fornire la rappresentazione di valori che, pur nei limiti imposti dall'attuale disciplina fiscale, meglio approssimano tale «costo».

Infatti il disavanzo da annullamento altro non è che il maggior costo pagato rispetto ai valori contabili della quota già in portafoglio al momento dell'incorporazione, e quindi rappresenta un asset da iscrivere a pieno titolo tra le attività del soggetto risultante dalla fusione, a meno che gli amministratori della società incorporante reputino non più recuperabile economicamente tale maggior valore.

L'avanzo da concambio da iscrivere nel patrimonio netto post-fusione rappresenta invece il maggior valore contabile della quota incorporata rispetto al valore nominale a cui vengono contabilizzate le azioni emesse dall'incorporante per il concambio.

L'iscrizione di questa posta patrimoniale, ancorché non arrivi a dare evidenza del maggior valore «economico» della quota incorporata - a causa dei condizionamenti fiscali attualmente esistenti che riconoscono come fisicamente neutri gli avanzi da concambio calcolati esclusivamente sulla base dei valori contabili dell'incorporata - permette tuttavia di evidenziare importi che meglio approssimano il valore economico e quindi il prezzo pagato dalla società incorporante per acquisire la totalità dell'impresa incorporata.

Altra materia affrontata è quella relativa al trattamento contabile dei contributi pubblici ricevuti in conto esercizio, ai fini della valutazione delle rimanenze finali.

Per giungere ad una definizione della questione è stato necessario scindere tale problematica nelle sue due componenti, quella di rappresentazione in bilancio e quella valutativa.

Sotto il profilo delle modalità di rappresentazione, la Consob ha osservato che l'art. 2425 prevede espressamente che i contributi in conto esercizio vengano separatamente indicati nell'ambito degli «altri ricavi e proventi» (voce A 5 del conto economico), sottolineando sul punto che la relazione ministeriale accompagnatoria al D.Lgs. 127/91 precisa che detti contributi non possono essere dedotti dal costo sostenuto (come invece consentito dal principio contabile internazionale Ias 20) ma devono essere aggiunti ai ricavi.

Per ciò che concerne invece gli aspetti valutativi, il problema principale è apparso risiedere nella corretta determinazione dei costi sospesi (trattandosi di contributi a fronte di rimanenze finali) o, in altri termini, nella contrapposizione tra costi di competenza dell'esercizio e costi sospesi rinviati a futuri esercizi.

La procedura che nel complesso si è ritenuta più corretta e coerente con le modalità di rappresentazione individuate dalla disciplina vigente, è quella che vede i costi originariamente sostenuti per l'acquisto delle materie prime iscritti a valore pieno tra i costi della produzione (lettera B dello schema ex art. 2425 c.c.) così da poter ricomprendere tra gli altri ricavi e proventi (lettera A) 5) dello schema ex art. 2425 c.c.) i contributi ricevuti.

Conseguentemente, nel rispetto del criterio di valutazione dettato dal punto 9) dell'art. 2426 c.c., ed al fine di evitare ingiustificate duplicazioni di proventi, secondo la Consob le rimanenze finali devono essere valorizzate ad un costo che sia quello «effettivamente» sostenuto (tenendo comunque conto dell'andamento del mercato); pertanto le variazioni delle rimanenze dei semilavorati e dei prodotti finiti vanno iscritte nella specifica posta di conto economico (lettera A) 2) dello schema ex art. 2425 c.c.) per un importo pari al costo al netto dei contributi ricevuti, onde evitare ingiustificati effetti sul risultato di periodo.

Sempre nel corso del 1996 un altro tema sottoposto all'attenzione della Consob è stato quello della *full-consolidation* di società o sottogruppi con attività marcatamente dissimile e non complementare a quella principale.

Nel caso esaminato un emittente quotato che svolge un'attività industriale, non ritenendo di dover consolidare integralmente un gruppo assicurativo, ha richiesto il parere della Consob sull'informativa aggiuntiva da inserire nel bilancio.

Sulla questione la Consob ha ritenuto di poter accettare l'impostazione proposta dall'emittente tenuto conto, da un lato, che la materia all'epoca risultava oggetto di approfondimenti da parte della UE volti a verificare la compatibilità del dettato delle direttive con i principi dello Iasc (che prevedono il consolidamento integrale di ogni settore di attività), e dall'altro della rilevanza dimensionale del gruppo assicurativo in rapporto a quello industriale.

Si è peraltro ritenuto di dover raccomandare l'implementazione dell'informativa di bilancio con la predisposizione di schemi consolidati *pro-forma* riclassificati, inclusivi del settore assicurativo e corredati da opportune note di commento relative ai diversi segmenti di attività.

La soluzione adottata è risultata poi coerente con le conclusioni a cui è giunta l'UE, che ha sancito l'incompatibilità dello Ias 27 con il dettato delle direttive comunitarie. Ciò in quanto l'art. 14 della VII direttiva prevede l'obbligo di esclusione dall'area di consolidamento di imprese che possano pregiudicare il raggiungimento dell'obiettivo del *true and fair view*, sia per le dimensioni che per il tipo di attività svolta. Viceversa lo Ias 27 non ritiene giustificabile l'esclusione di un'impresa dall'area di consolidamento per la sola difformità della sua attività rispetto a quella principale del gruppo.

III. I MERCATI

Gli andamenti

Nel corso del 1996 il controvalore degli scambi di valori mobiliari quotati sul listino ufficiale (azioni, *warrant*, obbligazioni convertibili e diritti di opzione) è risultato pari a 168.987 mila miliardi di lire (+7,8 per cento rispetto al 1995) (Tav. III.1).

TAV. III.1

SCAMBI SU VALORI MOBILIARI QUOTATI IN BORSA (MILIARDI DI LIRE)

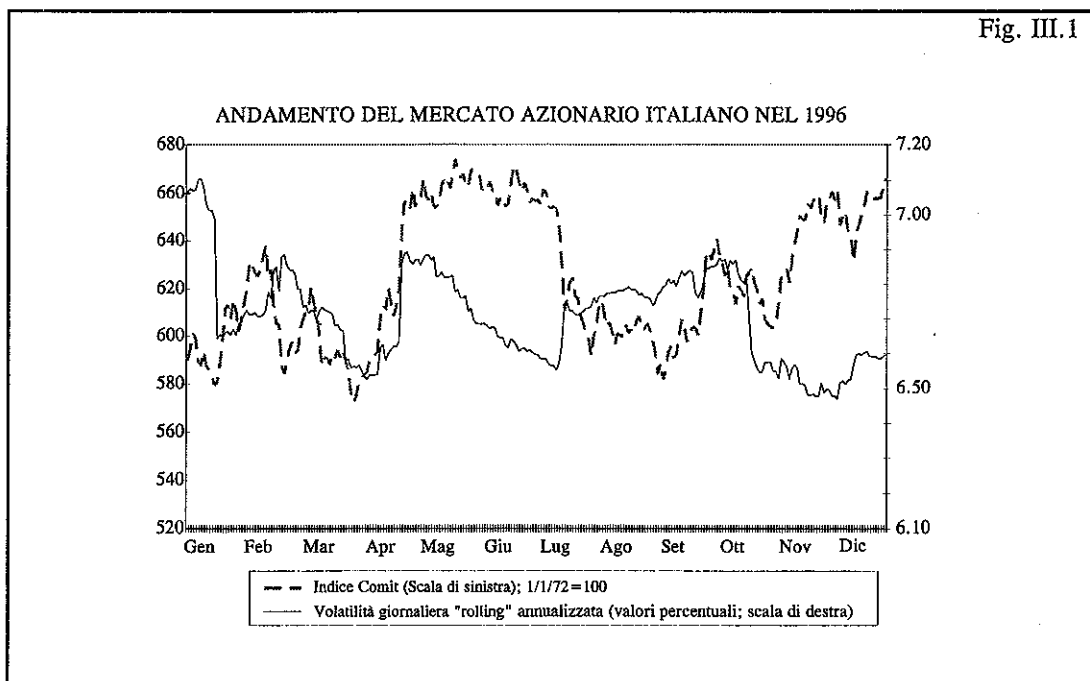
	1994	1995	1996
<i>TITOLI AZIONARI</i>			
ITALIANI	189942	140288	156485
ESTERI	67	53	36
BLOCCHI	13476	10488	6135
FUORI MERCATO	1093	462	139
SPEZZATURE	86	467	567
<i>ALTRI VALORI MOBILIARI</i>			
WARRANT	9875	4496	2922
OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI	1253	1739	2619
DIRITTI	1501	460	84
OBBLIGAZIONI ²	7291	9440	13687
TITOLI DI STATO ³	107474	164970	230048
<i>STRUMENTI DERIVATI</i>			
FUTURES SULL'INDICE MIB30 ¹	5162	168691	400929
OPTIONS SULL'INDICE MIB30 ²	—	2089	71385
OPTIONS SU AZIONI	—	—	2704

Fonte: Consiglio di borsa. ¹ Iniziati il 28 novembre 1994. ² Iniziati il 15 novembre 1995. ³ Esclusi contratti TON.

Gli scambi di titoli azionari sul sistema telematico (156.521 miliardi di lire) sono aumentati nel 1996 dell'11,5 per cento rispetto all'anno precedente (la media giornaliera degli

scambi è salita a 621 miliardi di lire contro i 561 miliardi del 1995). Tale crescita è stata anche un riflesso delle negoziazioni registrate sui *futures* sull'indice Mib30 (+133,7 per cento) e sulle relative opzioni (il dato non è confrontabile con quello dell'anno precedente poiché le negoziazioni di *options* sull'indice Mib30 sono iniziate il 15 novembre 1995) e delle conseguenti operazioni di arbitraggio con il mercato a contanti. I buoni risultati dell'Idem sono evidenziati anche dal fatto che il mercato italiano dei *futures* sull'indice di borsa è il quarto in Europa per controvalore negoziato dopo Dax, Cac40, Footsie-100.

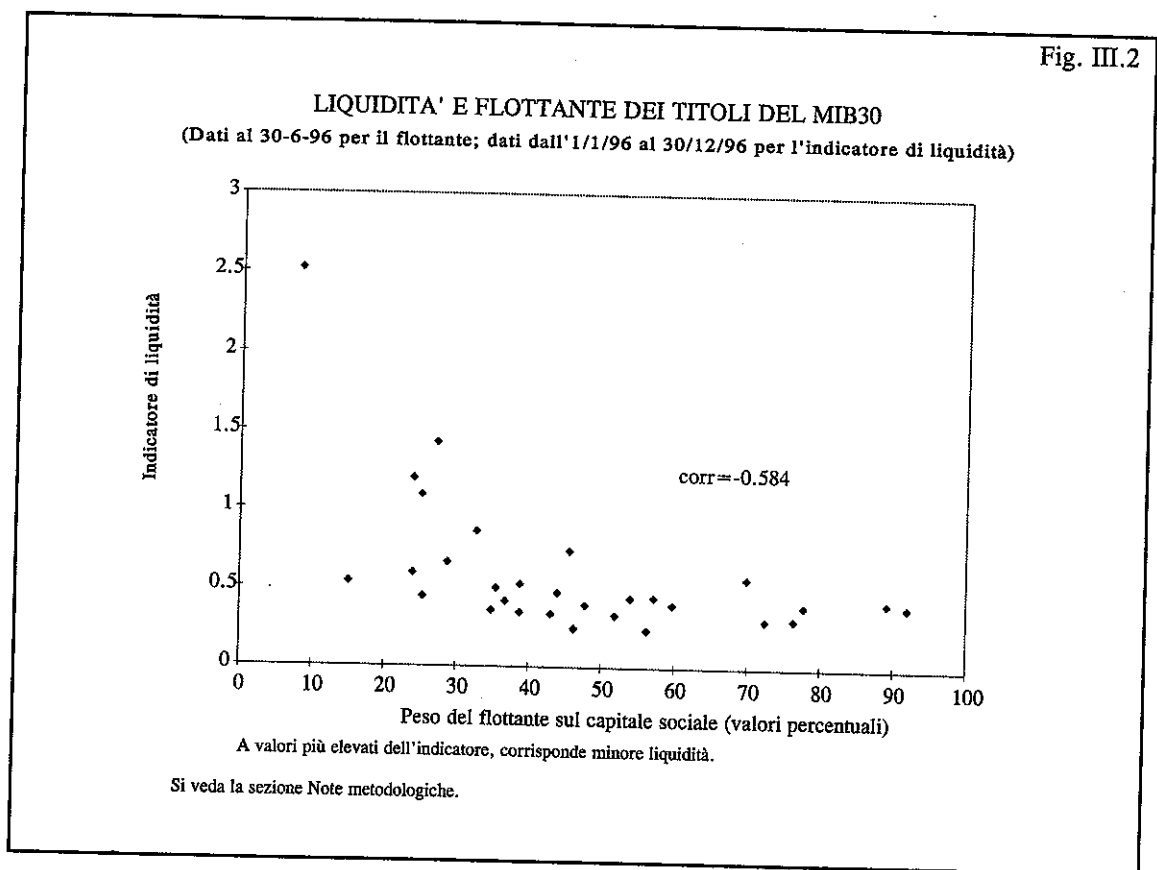
Il processo di convergenza dell'Italia verso il rispetto dei parametri di Maastricht e un miglioramento della fiducia che gli investitori istituzionali domestici e stranieri hanno riposto nel nostro paese, hanno provocato una positiva *performance* del nostro mercato obbligazionario, accompagnata da una netta crescita dei volumi intermediati sul Mot. La recente riforma del sistema di tassazione delle rendite finanziarie ha favorito un notevole incremento del numero di prestiti obbligazionari emessi dalle banche. Consistente è risultato l'incremento del volume negoziato su obbligazioni e titoli di Stato quotati al Mot (rispettivamente +45 per cento e +39,4 per cento).



La borsa valori ha chiuso l'anno con una *performance* positiva anche grazie all'andamento delle quotazioni registrato nel mese di dicembre. In particolare il Mibtel (indice relativo

all'andamento dell'intero mercato) ha evidenziato un incremento del 11,8 per cento, il Mib30 (indice relativo ai 30 titoli più liquidi e capitalizzati della borsa italiana) è cresciuto del 11,1 per cento. Tale *performance* va inquadrata in un contesto internazionale che ha visto, in media, una crescita più consistente per le principali borse mondiali (Wall Street +26 per cento, Parigi +21,3 per cento, Londra +11,7 per cento, Francoforte +26,4 per cento) con l'esclusione di Tokio (-6,1 per cento).

L'indice Mib, nel corso dell'anno, ha avuto una variazione positiva del 13,1 per cento. Inoltre, le fasi di aumento dei corsi sono state accompagnate, come già avvenuto in precedenti fasi cicliche del mercato, da una riduzione della volatilità (Fig. III.1).

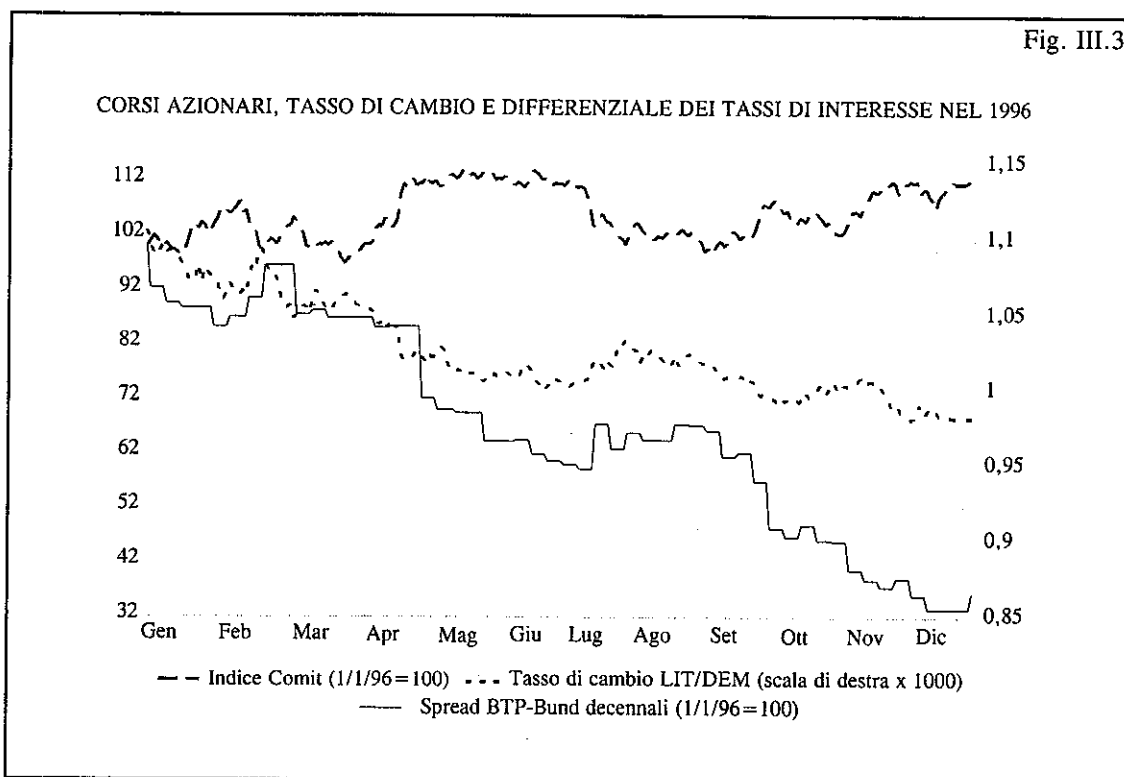


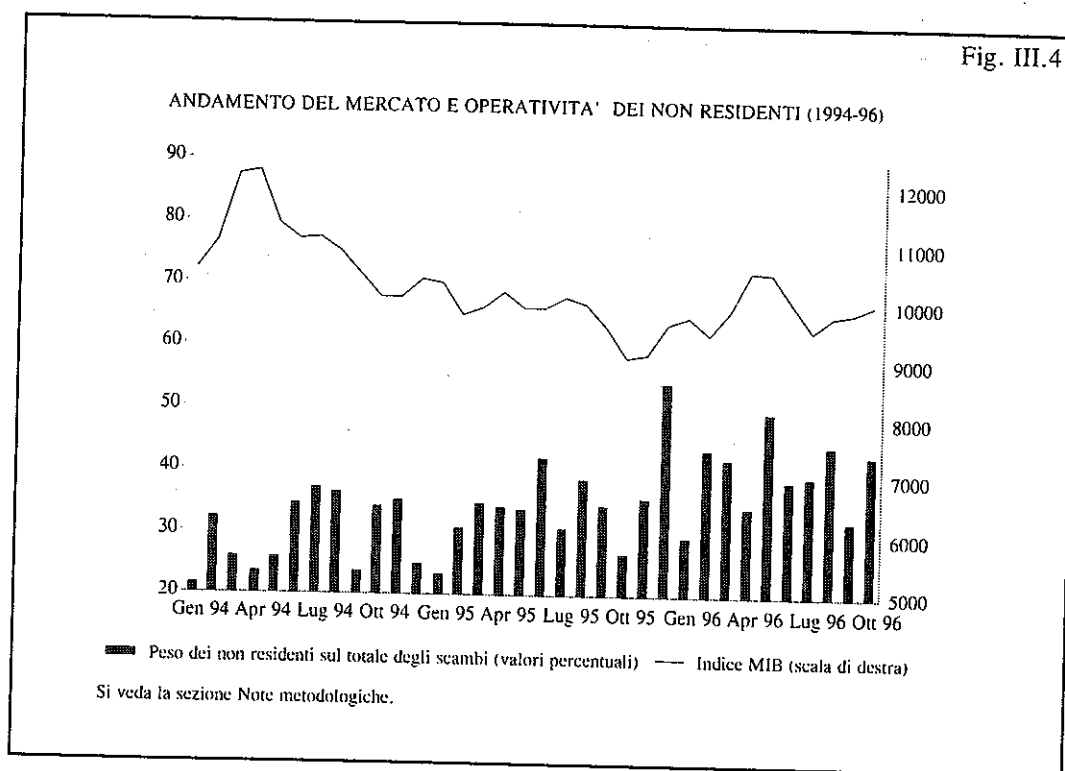
La volatilità che caratterizza l'andamento dei corsi delle società quotate italiane è, almeno in una certa misura, riconducibile alla struttura proprietaria delle imprese. Il ridotto flottante tende infatti a creare condizioni di bassa liquidità e di maggiore volatilità. Questo fenomeno è abbastanza evidente per i titoli che compongono il Mib30 (Fig. III.2). Un indicatore di liquidità

dei titoli che tiene conto dei volumi scambiati, definito come variazione percentuale dei prezzi per una data quantità di scambi in rapporto alla capitalizzazione, evidenzia, nel caso dei titoli componenti il Mib30, una correlazione inversa con il livello del flottante.

Nel 1996 è stata estesa la liquidazione a contante per tutto il listino. Confrontando il periodo che va dal 1° marzo 1995 al 28 febbraio 1996, con il periodo che va dal 1° marzo 1996 al 28 febbraio 1997 (successivamente all'introduzione della liquidazione a contante), è possibile notare come il volume degli scambi sui titoli che compongono il Mib30 (escludendo Eni, Mediolanum e Mediaset per rendere omogeneo il confronto fra i due periodi) sia passato da 97.583 miliardi a 112.033 miliardi (+14,8 per cento). L'aumento della volatilità dei rendimenti giornalieri dei titoli ha avuto, in media, un lieve incremento (dal 28,1 per cento al 29,5 per cento, su base annua).

Inoltre, nell'anno trascorso, l'andamento del differenziale fra il rendimento dei Btp decennali e quello dei titoli di stato tedeschi di pari scadenza e del tasso di cambio della lira indicano un migliorato clima di fiducia degli investitori esteri verso l'economia italiana (Fig. III.3). Il mercato azionario ha beneficiato delle mutate aspettative degli operatori.





L'accresciuta attenzione degli investitori esteri verso il mercato italiano trova conferma nell'operatività dei soggetti non residenti in titoli azionari; tale operatività, infatti, è risultata in media, nel corso dell'anno, superiore alla media registrata nei due anni precedenti. Ovviamente, resta difficile determinare quanta parte della stessa sia in realtà il frutto di operazioni riconducibili a soggetti residenti che beneficiano di arbitraggi fiscali.

I saldi mensili fra investimenti e disinvestimenti sono stati sempre positivi. Si evidenzia un costante e significativo peso dell'attività in titoli azionari riconducibile a soggetti non residenti rispetto al totale delle contrattazioni (Fig. III.4). In particolare il rapporto dell'attività in titoli azionari imputabile a negoziazioni di intermediari non residenti, rispetto al controvalore delle operazioni in titoli, è passato dal 28 per cento del 1994 al 33 per cento del 1995, per arrivare al 39 per cento del 1996.

Nel 1996 sono iniziate le negoziazioni dei titoli emessi da 14 società di media-bassa capitalizzazione (con l'eccezione di Mediaset e Mediolanum, Autogrill Finanziaria e Banca San Paolo di Brescia).

Inoltre, le caratteristiche delle società quotate nell'ultimo periodo (con l'eccezione delle società privatizzate) mettono in luce come, contrariamente a quanto rilevato nel passato, si sia trattato prevalentemente di imprese industriali indipendenti (cioè non facenti parte di gruppi).

A fronte di tali ingressi, 18 società sono state, invece, revocate: 11 a seguito di offerta pubblica residuale e 3 in conseguenza di liquidazione della società. La revoca per liquidazione

rappresenta il momento terminale di gravi difficoltà dell'impresa, che di norma determinano, nel caso la società sia quotata, la preventiva sospensione del titolo (Tav. aIII.4).

Tali situazioni di crisi sono, nel corso degli ultimi anni, diminuite: dai 10 casi del 1994 si è passati ai 5 casi del 1995 e ai 2 soli casi del 1996 (Tav. III.2). Nel periodo 1993-96, il peso sul listino delle società in crisi, in termini di capitalizzazione relativa, non è mai stato superiore all'un per cento.

TAV. III.2

ESITI DELLE CRISI DI SOCIETÀ QUOTATE

TIPOLOGIA	1992	1993	1994	1995	1996	TOTALE
SOLUZIONI STRAGIUDIZIALI	3	4	4	1	1	13
PROCEDURE CONCURSUALI ¹	3	--	4	3	--	10
AMMINISTRAZIONE STRAORDINARIA	--	--	2	1	--	3
ALTRE SOLUZIONI ²	1	1	--	--	1	3
<i>TOTALE</i>	<i>7</i>	<i>5</i>	<i>10</i>	<i>5</i>	<i>2</i>	<i>29</i>

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Sono inclusi i procedimenti di amministrazione controllata, concordato preventivo, liquidazione coatta amministrativa e fallimento. ² Sono incluse le ristrutturazioni e le cessioni del pacchetto di controllo.

Per la soluzione dei casi di difficoltà si è fatto prevalente ricorso allo strumento della risoluzione stragiudiziale. Infatti, quando le aziende e le banche creditrici arrivano a pattuire la rinegoziazione del debito e l'attuazione di un piano di ristrutturazione, le possibilità di risanamento sembrano essere più elevate rispetto a quelle che si presentano nel caso delle tradizionali procedure concorsuali il cui esito porta, generalmente, alla revoca dal listino.

Tra le procedure giudiziali, anche l'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi (cosiddetta legge Prodi) non sembra dare esiti positivi per le imprese quotate: negli ultimi due anni, in 2 casi su 3 la società interessata è uscita dal listino; nel restante caso, il titolo (Fochi) risulta ancora sospeso.

Nel complesso, le crisi del quadriennio 1993-96 hanno portato alla cancellazione dal listino di 18 società di cui 5 nel corso del 1996 (Tav aIII.5). E' da sottolineare come, in alcuni casi, il *delisting* sia avvenuto a seguito di un'Opa realizzata nell'ambito del piano di ristrutturazione della società quotata o del gruppo di appartenenza.

Risulta inoltre elevato il numero di volte in cui la Commissione ha concesso il beneficio del regime di parziale sospensione. Tale provvedimento, introdotto con delibera 7457 del 20 ottobre 1993, consente

di conciliare le opposte esigenze degli azionisti di minoranza e del mercato, garantendo la negoziabilità dei titoli sottoposti a sospensione, e segnalando nello stesso tempo che non sono venute meno le motivazioni che avevano determinato la necessità di interrompere le contrattazioni.

Tra gli eventi societari di rilevante impatto sul mercato si segnalano: il collocamento della seconda *tranche* del capitale azionario dell'Eni (oltre il 15 per cento per un incasso di circa 8.900 miliardi); il completamento della privatizzazione dell'Ina (con l'innovativa emissione di un prestito obbligazionario convertibile denominato parte in lire, parte in dollari americani, per un controvalore di oltre 3.260 miliardi) e dell'Imi (con la cessione del 6,9 per cento del capitale per un controvalore di oltre 501 miliardi di lire); l'annuncio della fusione Stet-Telecom Italia, della scissione della Seat, e dell'imminente privatizzazione di Stet, di Seat e di Società Autostrade; il salvataggio e l'avvio delle procedure per la privatizzazione del Banco di Napoli; la crisi del gruppo Olivetti sfociata in un cambiamento dei vertici aziendali e nella cessione di importanti *asset*.

La regolamentazione

L'emanazione del Decreto legislativo 415 di recepimento della direttiva europea sui servizi di investimento, avvenuta nel luglio 1996, ha richiesto la predisposizione di alcuni nuovi regolamenti in materia di mercati.

La Commissione ha approvato in data 1 ottobre 1996 il regolamento di attuazione dell'art. 46, comma 2, del D.Lgs. 415 del 23 luglio 1996, in tema di capitale minimo delle società di gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari e di attività connesse e strumentali che potranno essere svolte dalle citate società di gestione.

Il capitale minimo è stato fissato in 10 miliardi di lire, importo aumentato a 25 miliardi nel caso di società che svolga anche l'attività di gestione del servizio di compensazione e liquidazione delle operazioni su strumenti finanziari derivati, negoziati su mercati regolamentati. Per quanto attiene le attività connesse e strumentali a quelle di organizzazione e gestione dei mercati, individuate nel regolamento (art. 4), esse sono: *i*) predisposizione, gestione, manutenzione e commercializzazione di *software*, *hardware* e reti telematiche relativi a sistemi di contrattazione, trasmissione ordini e dati; *ii*) elaborazione, distribuzione e commercializzazione di dati concernenti gli strumenti finanziari; *iii*) gestione di sistemi di riscontro e di rettifica delle operazioni, aventi ad oggetto strumenti finanziari, per l'invio dei relativi saldi al servizio di liquidazione delle operazioni; *iv*) promozione dell'immagine del mercato anche attraverso la diffusione di informazioni concernenti il mercato stesso e le società emittenti e ogni altra attività finalizzata allo sviluppo del mercato; *v*) istituzione di sistemi di garanzia delle operazioni effettuate nei mercati attraverso l'istituzione di patrimoni separati, in conformità a quanto previsto

dall'art. 52, comma 2 del cosiddetto decreto Eurosim; vi) gestione del servizio di compensazione e liquidazione delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati, in conformità a quanto sarà previsto dal regolamento di cui all'art. 52, comma 3 dello stesso decreto.

Le società di gestione dei mercati potranno, inoltre, assumere partecipazioni in società che svolgono in via esclusiva o principale le indicate attività connesse o strumentali.

E' perciò indispensabile che le società di gestione non si limitino a fare rispettare i propri regolamenti, ma fissino regole e assumano comportamenti volti a individuare, contenere e gestire i conflitti di interessi che potrebbero sorgere, tanto fra i partecipanti al mercato, quanto in seno al loro stesso azionariato. In particolare, statuto, regolamento e norme di organizzazione interna di ciascuna società di gestione dovranno stabilire adeguati criteri di organizzazione funzionale, di incompatibilità, di selezione del personale, di rappresentatività delle minoranze e dei soggetti partecipanti al mercato e non presenti nell'azionariato della società.

Una condotta improntata al contenimento dei conflitti di interesse da parte della società di gestione è destinata a riflettersi positivamente sulla regolarità degli scambi ed al contempo rafforza la tutela degli investitori. Nondimeno, la potestà di fissare obblighi informativi anche di natura periodica e l'esercizio dei poteri ispettivi nei confronti della società di gestione consentiranno alla Consob di sorvegliarne l'attività, accrescendone la trasparenza.

Sempre in ordine al raggiungimento delle finalità individuate dal decreto in parola, nei casi di necessità ed urgenza la Consob potrà intervenire sul mercato anche sostituendosi alla società di gestione: l'evidente carattere di eccezionalità del provvedimento in parola non ne esclude l'utilizzo laddove ciò sia necessario per salvaguardare l'integrità del mercato, anche in funzione della parità informativa tra gli investitori e la prevenzione di pratiche manipolative.

Nell'ambito della prevenzione e della repressione del reato di *insider trading*, peraltro, la Consob potrà impartire alla società di gestione disposizioni attinenti alla conservazione, alla gestione e alla diffusione al pubblico delle informazioni e dei documenti previsti dal regolamento di attuazione degli articoli 6 e 7 della legge 157 del 17 maggio 1991.

Si prospetta poi la ridefinizione delle norme disciplinanti il funzionamento del servizio di compensazione e del servizio di liquidazione delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari. Rispetto al concreto svolgimento di tali servizi, l'attività di vigilanza della Consob si fonda anche sulla possibilità di richiedere agli operatori dati e notizie in merito alla loro fruizione. Per assicurare il regolare funzionamento dei servizi di compensazione e di liquidazione delle operazioni effettuate nei mercati, la Consob contribuirà alla fissazione delle caratteristiche dei sistemi di garanzia, per poi vigilare sul loro funzionamento.

Al pari della vigilanza sull'organizzazione e sul funzionamento del mercato, la disciplina delle crisi della società di gestione è governata principalmente dall'esigenza di tutelare gli investitori. Del resto, il costante monitoraggio della loro attività è proprio finalizzato a prevenire i casi di grave irregolarità nella gestione dei mercati e nell'amministrazione interna. Qualora tali casi si verificassero ugualmente, la Consob può proporre al Ministero del tesoro lo scioglimento

degli organi amministrativi e di controllo della società di gestione o addirittura, nei casi di eccezionale gravità, la revoca dell'autorizzazione all'esercizio dei mercati.

Quale naturale estensione dei propri poteri di vigilanza, è la stessa Consob a dirigere e sorvegliare la gestione commissariale della società ed è, dunque, chiamata a cooperare con il Ministero del tesoro nello svolgimento di tutti gli atti che ne contraddistinguono la crisi: dal momento in cui si ravvisano le irregolarità, sino al momento del ricambio degli organi sociali coinvolti nella cattiva gestione ovvero alla definitiva cessazione dell'esercizio dei mercati. Quest'ultima ipotesi può avvenire su base volontaria oppure derivare da un provvedimento coattivo di scioglimento e di liquidazione assunto dal Ministero del tesoro su proposta della Consob.

Assume particolare significato, in tale contesto, il ruolo svolto dalla Consob per garantire la continuità delle negoziazioni sui titoli quotati in mercati le cui società di gestione siano soggette a provvedimenti di carattere straordinario. In tali casi, infatti, la Consob promuove gli accordi necessari a tale scopo e può disporre il trasferimento, temporaneo o definitivo, della gestione del mercato ad altra società, previo consenso di quest'ultima. Nell'ipotesi di trasferimento definitivo, peraltro, i relativi provvedimenti possono essere assunti anche in deroga alle norme del Titolo II, Capo VI, della legge fallimentare: ciò non significa che la Consob possa sottrarre all'applicazione dei principi cardine del diritto fallimentare la disciplina della crisi riguardante le società di gestione, quanto piuttosto che essa è in grado di adattare l'attuazione di tali principi alle peculiari caratteristiche della fattispecie *de qua*, evitando, in particolare, che eccessivi oneri di ordine procedurale o difformità normative con altri ordinamenti possano andare a detrimento della tutela del pubblico risparmio anche in ambito internazionale. Proprio in tale prospettiva, la Consob è altresì tenuta a vigilare e ad intervenire durante la procedura di trasferimento, onde evitare disparità di trattamento tra gli operatori coinvolti nella crisi della società di gestione.

La Commissione ha inoltre approvato, il 10 dicembre 1996, il regolamento con il quale sono stati fissati gli obblighi di concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati. L'art. 21, comma 2 del decreto Eurosim, prevede che la Consob possa disciplinare le ipotesi in cui la negoziazione degli strumenti finanziari quotati deve essere effettuata esclusivamente nei mercati regolamentati. Avendo ritenuto che, per il perseguimento delle finalità previste dalla normativa comunitaria ed in attesa del completamento del processo di trasformazione degli attuali mercati regolamentati, fosse opportuno avvalersi di tale potere regolamentare, la Commissione, nel settembre 1996, ha adottato uno schema di regolamento che è stato portato all'attenzione degli organismi e delle associazioni di categoria interessati, al fine di acquisirne il parere.

La regola generale fissata è che le negoziazioni di strumenti finanziari trattati nei mercati regolamentati italiani devono essere eseguite o fatte eseguire dagli intermediari autorizzati (Sim, imprese di investimento, banche e agenti di cambio) esclusivamente nei mercati regolamentati previsti dal decreto Eurosim (borsa valori, mercato ristretto, altri mercati autorizzati iscritti nell'elenco previsto dall'art. 48, comma 2, del D.Lgs. 415/96 e i mercati regolamentati riconosciuti ai sensi dell'art. 16 della direttiva Eurosim ed iscritti nella sezione speciale dello

stesso elenco).

Si è ritenuto, infatti, che, in attesa del completamento del processo che porterà alla trasformazione degli attuali mercati regolamentati, l'obbligo di concentrazione degli scambi possa concorrere ad assicurare la trasparenza delle transazioni, l'integrità dei mercati e la significatività dei prezzi degli strumenti.

Nel regolamento sono previste una serie di deroghe all'obbligo generale della concentrazione, in linea con quanto previsto dalla direttiva CEE 93/22. Le negoziazioni di strumenti finanziari quotati possono, infatti, essere eseguite anche al di fuori dei mercati regolamentati (art. 4) a condizione che l'intermediario sia stato preventivamente autorizzato dal cliente e che l'esecuzione delle negoziazioni «fuori borsa» consenta di realizzare un migliore prezzo per il cliente (*best execution*). In caso di ordine telefonico, l'autorizzazione può essere data oralmente ma, in tal caso, l'intermediario è tenuto a conservarne idonea prova nell'ambito delle proprie procedure. L'autorizzazione ad effettuare le negoziazioni fuori borsa deve essere conferita per ciascuna operazione. L'obbligo di esecuzione nei mercati regolamentati non si applica alle negoziazioni disposte da investitori non residenti o non aventi sede in Italia, alle negoziazioni aventi ad oggetto titoli di Stato o garantiti dallo Stato, e alle negoziazioni aventi ad oggetto blocchi di strumenti finanziari.

Con una comunicazione di carattere generale adottata contestualmente al regolamento, la Commissione ha rammentato che gli intermediari che eseguono negoziazione di strumenti finanziari quotati al di fuori dei relativi mercati regolamentati sono comunque tenuti al rispetto di tutti gli obblighi di comportamento previsti dal regolamento 8850/94 (che disciplina lo svolgimento delle attività di intermediazione mobiliare) ed a quelli di comunicazione stabiliti nel regolamento 5552/91 (che fissa gli obblighi di comunicazione alla Consob e al mercato delle operazioni su titoli quotati effettuate al di fuori dei mercati regolamentati). In particolare, è stata richiamata l'attenzione degli intermediari sull'obbligo di eseguire le disposizioni dei clienti con diligenza, correttezza e tempestività; il che, nel caso di ordini da eseguire fuori mercato, comporta il divieto di ritardare l'esecuzione o la trasmissione di un ordine. In attesa di rivedere la disciplina degli obblighi di comunicazione attualmente fissati dal regolamento 5552/91, la Commissione ha previsto, per gli intermediari non collegati al sistema telematico delle borse valori e quindi non in grado di inviare le comunicazioni in via telematica, l'adempimento di tali obblighi mediante l'utilizzo, in via transitoria, di un apposito modulo da inviare all'organo del mercato competente presso il Ced borsa. Lo stesso Ced borsa provvederà poi a rendere pubbliche le informazioni con le modalità e nei termini previsti dal regolamento 5552/91.

Come espressamente stabilito all'art. 6 del regolamento in parola, le disposizioni in tema di concentrazione resteranno in vigore per il periodo massimo di un anno. Entro tale termine, la Commissione, valutati gli effetti dell'applicazione delle norme regolamentari ed i contenuti dei provvedimenti di attuazione del D.Lgs. 415/96, che nel frattempo saranno adottati dalla società di gestione dei mercati, si riserva di definire un'eventuale nuova disciplina degli obblighi di concentrazione che consenta comunque di garantire la tutela degli investitori (pur tenendo conto

delle varie esigenze di tutela delle diverse categorie e del loro livello di esperienza professionale) ed il buon funzionamento del mercato mobiliare.

Inoltre, occorre sottolineare l'importanza che potranno assumere, per lo sviluppo del mercato in generale, i sistemi di organizzazione degli scambi che avvengono al di fuori dei mercati regolamentati. Il potere di richiedere agli operatori ed ai negozianti dati e notizie su tali scambi dovrebbe consentire alla Consob di verificare tanto il modo in cui essi vengono organizzati, quanto le dimensioni quantitative del fenomeno, al fine di valutare l'opportunità d'incentivarne l'ingresso entro l'area della regolamentazione. D'altronde, ove a tali sistemi organizzati siano ammessi investitori non qualificati e le regole che ne disciplinano il funzionamento possano arrecare loro pregiudizio, la Consob potrà esercitare il potere di divieto previsto dall'art. 55 del decreto; il ricorso a tale provvedimento deve essere peraltro valutato quale *extrema ratio*, considerato che il legislatore ha inteso aprire la gestione dei mercati all'iniziativa d'impresa e, dunque, alla concorrenza.

La Consob ha, infine, istituito ai sensi dell'art. 48, comma 2 del D.Lgs. 415/96 l'elenco dei mercati regolamentati nazionali [borsa; mercato ristretto; mercato di borsa per la negoziazione degli strumenti previsti dall'art. 1, comma 1, lettera f ed i, D.Lgs. 415/96 (Idem); mercato all'ingrosso dei titoli di Stato di cui al decreto del Ministro del tesoro 24 febbraio 1994 (Mif)] e, a seguito delle notifiche trasmesse dalle competenti Autorità degli altri Stati dell'Unione Europea, l'elenco dei mercati regolamentati ammessi al mutuo riconoscimento.

L'organizzazione dei mercati

Nel corso del 1996 è proseguito il processo di miglioramento e adeguamento agli *standards* internazionali delle modalità di svolgimento delle contrattazioni sia in Borsa che, soprattutto, sul mercato telematico dei titoli di stato e delle obbligazioni.

Le modifiche relative al mercato telematico dei titoli di Stato e delle obbligazioni hanno interessato lo svolgimento delle fasi di asta, la rimodulazione degli orari delle fasi di negoziazione e l'importo dello scarto minimo di prezzo delle proposte relative alle obbligazioni. In particolare, al fine di aumentare i tempi disponibili per le negoziazioni, è stata eliminata la «fase di asta di rinvio». Lo svolgimento di detta fase, cui partecipava un esiguo numero di titoli, determinava, infatti, una sospensione tecnica delle negoziazioni dei titoli idonei alla conclusione della «fase di asta definitiva». A seguito di tale intervento, sono state inoltre ridefinite le regole per il passaggio di un titolo dalla fase di asta a quella di sottoscrizione in assenza del prezzo d'asta.

Nel caso in cui il prezzo di asta non rispetti le percentuali di scarto rispetto al prezzo di asta della giornata precedente, il titolo viene direttamente trasferito alla fase di chiusura; nel caso in cui le proposte presenti sul book non consentano la determinazione di un prezzo teorico d'asta il titolo viene trasferito alla

fase di sottoscrizione e le eventuali proposte immesse al prezzo d'asta vengono convertite automaticamente dal sistema in proposte a prezzo limitato con prezzo uguale all'ultimo prezzo valido.

Al fine di tenere in miglior conto le caratteristiche finanziarie dei singoli titoli quotati sul Mot, è stato sostituito, nelle norme di attuazione, il criterio di determinazione del parametro D.A.A. (Differenza Asta-Asta) per classi di titoli individuate in base alla duration invece che in base alla vita residua.

Inoltre, a decorrere dal 4 novembre, la durata di svolgimento dell'asta preventiva è stata ridotta dai precedenti 15 minuti a 5 minuti, con conseguente allungamento della durata della fase di pre-asta definitiva. Tale modifica è stata apportata al fine di aumentare la durata delle fasi di pre-asta e quindi dare agli operatori un arco temporale maggiore per inserire le proposte.

Inoltre, la Consob e il Consiglio di borsa hanno elaborato un progetto al fine di individuare meccanismi in grado di creare liquidità «addizionale» per i cosiddetti «titoli sottili», ovvero quei titoli poco liquidi, caratterizzati da bassi volumi di contrattazione (ampi *spread* delle quotazioni denaro-lettera ed elevata volatilità dei prezzi), presenti nel nostro mercato in numero significativo.

Il progetto introduce una figura di intermediario (lo «specialista in titoli sottili») che si impegna, a determinate condizioni, ad esporre continuamente sul sistema di contrattazione proposte in acquisto e in vendita a prezzi che non si discostino tra loro di una percentuale superiore a quella che sarà stabilita dal Consiglio di borsa.

Per sollevare, sia pur parzialmente, lo specialista dai rischi derivanti dall'attività svolta sul mercato e dall'onere del finanziamento di tale attività, questi potrà concludere dei cosiddetti «contratti di liquidità» con la società emittente o i suoi azionisti: ove conclusi, tali contratti dovranno essere trasmessi alla Consob.

Verranno, inoltre, definite le norme regolamentari relative alla disciplina generale del progetto, delegando al Consiglio di borsa l'individuazione dei titoli sottili sulla base di criteri oggettivi, la gestione dell'elenco degli specialisti, l'identificazione, per ciascun titolo o per classi omogenee di titoli, della percentuale di scostamento massimo tra le proposte in acquisto e in vendita esposte dallo specialista, gli orari di esposizione delle proposte dello specialista e il lasso temporale per l'immissione di nuove proposte a seguito della conclusione di un contratto ed altri dettagli operativi.

IL SISTEMA BORSA: DATI DI BILANCIO
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 1995 - VALORI IN MILIONI DI LIRE)

VOCI	PATRIMONIO NETTO	UTILE NETTO	RICAVI ¹
COMITATO DI GESTIONE MTS/MIF	2732	1	1808 ²
MONTETITOLI	48123	3805	94782
CASSA DI COMPENSAZIONE E GARANZIA	66523	5545	13565
CED BORSA	22856	5073	121597
SIA	56249	17650	150243

Fonte: Bilanci. ¹ Per la Cassa di compensazione e garanzia e la Montetitoli la voce va intesa come «commissioni attive».
² Si tratta dei contributi associativi versati dagli aderenti ai due mercati.

Aspetto di grande rilievo nell'organizzazione dei mercati sono destinate ad assumere l'integrazione tra i servizi di compensazione, di garanzia e di deposito, nonché la razionalizzazione delle reti che gestiscono il sistema telematico della borsa e degli altri mercati. I bilanci degli organismi che offrono servizi per il sistema borsa nazionale, disponibili al 1995, evidenziano, in alcuni casi, utili consistenti e lasciano intendere che vi è spazio per realizzare delle economie dal lato dei costi (Tav. III.3). Una chiara separazione contabile dei costi delle attività accessorie ai mercati, nel caso delle imprese che offrono una molteplicità di servizi sarebbe il primo passo per un migliore controllo sulla loro efficienza.

A questo riguardo il legislatore delegato ha delineato, all'articolo 52 del decreto 415/96, delle norme di carattere programmatico che lasciano alle Autorità di vigilanza l'iniziativa, senza peraltro riconsiderare in un quadro sistematico l'intera disciplina dei diversi servizi del sistema borsa.

Il controllo sulla regolarità degli scambi e sull'uso di informazioni riservate

In linea con la tendenza evidenziata negli anni precedenti, anche nel corso del 1996 il numero dei comunicati messi a disposizione del pubblico, ai sensi e per gli effetti del regolamento sugli obblighi continuativi di comunicazione a carico degli emittenti, ha mostrato un incremento. Le comunicazioni trasmesse contemporaneamente all'organo competente del mercato, per l'immediata messa a disposizione del pubblico, e ad almeno due agenzie di stampa nonché all'organo di vigilanza nel corso del 1996 sono state 2.177 rispetto alle 2.041 del 1995 (Tav.

aIII.6).

Si deve inoltre fare menzione delle numerose pubblicazioni di avvisi a pagamento sulla stampa, operate dalle società quotate, allorché ai sensi del regolamento 5553/91 la semplice trasmissione delle notizie alle agenzie di stampa non è ritenuta sufficiente per una corretta informazione del pubblico.

In considerazione dell'evidenza di specifici casi di incompletezza della comunicazione prodotta dagli emittenti, con riferimento ad eventi di rilievo per la loro influenza sulle quotazioni, nonché dell'informativa concernente l'approvazione delle situazioni contabili, sono risultate numerose, come negli anni precedenti, le richieste finalizzate alla pubblicazione di dati e notizie nonché l'invito alla trasmissione di documentazione varia.

A fronte di un generalizzato rispetto degli obblighi derivanti dal regolamento approvato con delibera 5553/91, nel corso del 1996 è stata contestata, nei confronti di 4 società quotate, la mancata pubblicazione, secondo le modalità ed i termini previsti, di informazioni rilevanti. Per 2 società è stato già attivato il meccanismo sanzionatorio del richiamo, per non aver provveduto ad informare tempestivamente il pubblico in merito ad operazioni rispettivamente di finanza straordinaria e di compravendita di valori mobiliari.

La sanzione pecuniaria è stata irrogata ad una società che non ha messo a disposizione del pubblico, nei termini previsti, la documentazione concernente un rilevante aumento di capitale (violazione rilevata nel 1995).

Nel mese di febbraio 1996, con riferimento ai comunicati stampa relativi alle deliberazioni dei consigli di amministrazione di approvazione dei bilanci e delle relazioni semestrali, la Consob ha raccomandato agli emittenti valori mobiliari quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto di allegare a tali comunicati gli schemi di stato patrimoniale e conto economico previsti dalla legge. Tale raccomandazione è stata ispirata dalla necessità di incrementare ulteriormente il livello delle informazioni fornite al mercato, in particolare per quanto concerne l'evidenza delle componenti reddituali e patrimoniali maggiormente significative.

I provvedimenti di sospensione della negoziazione di titoli emessi da società quotate sono diminuiti rispetto al 1995 (Tav. III.4). Dei 31 provvedimenti complessivamente assunti, la maggior parte è stata adottata in attesa che gli emittenti diffondessero comunicati idonei a ristabilire la parità informativa a garanzia del regolare funzionamento del mercato. Uno solo ha riguardato motivi strutturali relativi alla deliberazione assembleare di liquidazione della società. Con riferimento al primo gruppo di sospensioni, le informazioni da diffondere al pubblico erano relative ad operazioni di finanza straordinaria per il 53 per cento; per il 33 per cento a passaggi di controllo di emittenti quotati cui sarebbero seguite offerte pubbliche di acquisto obbligatorie; per il 14 per cento a consuntivi contabili che evidenziavano risultati sensibilmente differenti rispetto a quelli relativi a periodi omogenei precedenti.

INTERVENTI SULLE QUOTAZIONI

ANNI	NUMERO SOSPENSIONI ¹			
	ORARIE	GIORNALIERE	TEMPORANEE	TOTALE
1994	7	9	21	37
1995	2	32 (2)	14 (2)	48
1996	3	19	9 (3)	31

¹ Tra parentesi gli interventi nel mercato ristretto.

Per quanto concerne il controllo delle contrattazioni, al fine di evidenziare fenomeni di abuso di informazioni privilegiate, è da rilevare la presenza nel corso del 1996 di 23 casi in cui si è reso necessario avviare degli approfondimenti. Al riguardo preminente attenzione è stata riservata all'analisi delle variazioni evidenziate nell'andamento dei prezzi e della movimentazione di borsa, in pendenza della diffusione al pubblico di notizie in grado di influenzare in modo rilevante le quotazioni. Frequenti sono risultate, come nei precedenti anni, le istruttorie iniziate per l'accertamento di fenomeni manipolativi, ciò anche a seguito di segnalazioni da parte del pubblico.

Il mercato italiano dei derivati

Nel 1996 l'Idem (Mercato italiano dei derivati) ha fatto registrare un notevole incremento delle negoziazioni, mentre è proseguita l'attività di aggiornamento della regolamentazione e di introduzione di nuovi contratti.

In particolare, il Fib30 (*future* sull'indice di borsa Mib30) ha mostrato una liquidità crescente, passando da una media giornaliera di 4.577 contratti scambiati nel 1995 ad una media di 10.577 contratti giornalmente scambiati nel 1996. I relativi controvalori medi giornalieri sono passati da 670 miliardi a 1.585 miliardi. Nel 1996 il numero medio di posizioni aperte è stato pari a 18.705 (8.818 nel 1995) con un picco di 33.572 (21.739 nel 1995).

Nel secondo anno di contrattazione il Fib30 ha raggiunto un controvalore scambiato pari al 258 per cento del mercato azionario sottostante ed è risultato il quarto contratto più scambiato in Europa dopo quelli su Dax, Cac40 e Fointsie-100.

Il contratto Mibo30 (Opzione sull'indice Mib30) ha fatto registrare la crescita più netta

passando da una media giornaliera di 418 contratti nel 1995, per un controvalore sottostante scambiato pari a 60 miliardi, ad una media giornaliera di 1.883 contratti per un controvalore medio giornaliero scambiato di 284 miliardi. Nel 1996 la percentuale scambiata, in termini di controvalore, sul contratto Mibo30 rispetto al mercato ufficiale azionario, ha raggiunto il 46,16 per cento, con una punta massima del 151,5 per cento nella settimana dal 9 al 13 dicembre 1996; tale percentuale è risultata pari al 17,92 per cento rispetto al contratto Fib30.

A partire dal mese di febbraio 1996 hanno inoltre preso avvio le negoziazioni di contratti di opzione *call* e *put*, denominati Iso α , scritti su titoli azionari. Il bilancio dei primi mesi di negoziazione è stato complessivamente soddisfacente. Il contratto Iso α , infatti, dopo un avvio stentato ha mostrato una crescita progressiva della liquidità, raggiungendo un media giornaliera di 2.240 contratti per un controvalore medio giornaliero scambiato di 12,3 miliardi.

Le negoziazioni, inizialmente hanno riguardato solo sei dei titoli più liquidi e capitalizzati dell'indice Mib30: Eni ordinarie, Fiat ordinarie, Generali ordinarie, Stet ordinarie, Telecom ordinarie e Tim ordinarie. A questi sei contratti sono stati aggiunti, dal 23 settembre 1996, contratti di opzione su azioni Comit ordinarie, Edison ordinarie, Mediaset ordinarie, Montedison ordinarie, Imi ordinarie, Ina ordinarie e, dal 20 gennaio 1997, su Gemina ordinarie, Mediobanca ordinarie, Olivetti ordinarie, Pirelli ordinarie, Stet risparmio e Telecom risparmio, per un totale di 18 contratti di opzione Iso α .

Il mercato delle opzioni Iso α ha sofferto della concorrenza del mercato telematico dei premi, che vanta una lunga e consolidata operatività. Al fine di evitare la frammentazione della liquidità tra i due mercati il Consiglio di borsa ha proposto alla Consob la cessazione del regime di contemporaneità delle negoziazioni tra premi ed opzioni aventi il medesimo titolo azionario sottostante. La Consob ha disposto la cessazione del regime di contemporaneità tra premi ed opzioni a decorrere dal 20 gennaio 1997.

Una valutazione più accurata dell'efficienza e della liquidità del mercato potrà, pertanto, essere effettuata nel corso del 1997 anche sulla base della effettiva capacità del mercato Iso α di attrarre gli scambi precedentemente confluiti sul mercato dei premi.

Dal punto di vista della regolamentazione del mercato, la principale novità è stata rappresentata dall'adozione, dall'ottobre 1996, di un indicatore specifico che misura l'efficienza degli operatori *market makers* sul contratto Mibo30. Detto indicatore, denominato «Iomm» (Indicatore operatività *market makers*), misura l'efficienza dell'attività degli operatori *market makers* prendendo in considerazione quattro sotto indicatori (percentuale di applicazioni ricevute, percentuale di applicazioni effettuate, grado di utilizzo del sistema di negoziazione, percentuale di allarmi generati per mancato rispetto degli obblighi) che, ponderati secondo un diverso ordine di importanza, determinano una classifica dei *market makers* ai fini delle eventuali esclusioni previste per il 1° gennaio ed il 1° luglio di ciascun anno. E' stato inoltre costruito un analogo indicatore, denominato «Imm» (Indicatore per l'iscrizione dei *market makers*), che consente di valutare in un periodo determinato l'operatività degli intermediari aspiranti *market makers* ai fini

della loro iscrizione nel relativo elenco.

L'introduzione dell'indicatore Iomm (che sarà esteso, con le dovute modifiche, anche ai *market makers* sui contratti Iso α a partire dal 1° febbraio 1997 e denominato Iomm α) presenta un primo bilancio del tutto soddisfacente. Dalla sua adozione il contratto Mibo30 ha mostrato un aumento della liquidità sia in termini di controvalori e numero di contratti scambiati, sia in termini di *spread* medi denaro-lettera osservati.

Nel corso del 1996 la Commissione ha provveduto, inoltre, ad iscrivere ulteriori intermediari negli elenchi degli operatori *market maker* sui contratti Fib30, Mibo30 ed Iso α . In particolare al gennaio 1997 risultano iscritti nove operatori nell'elenco dei *market makers* sul Fib30, nove intermediari nell'elenco degli operatori *market maker* sul Mibo30 e dieci operatori nelle varie sezioni dell'elenco dei *market makers* sul contratto Iso α .

E' stato inoltre modificato, dal 21 ottobre 1996, lo scostamento minimo di prezzo tra le proposte aventi ad oggetto il contratto di opzione Mibo30, fino ad allora fissato ad un punto indice. Tale scostamento, infatti, al fine di contenere il numero di aggiornamenti delle quotazioni degli operatori market makers, incrementatesi a seguito dell'aumentato volume degli scambi, è stato reso dinamico e differenziato sulla base del valore del premio.

Nel corso dell'anno si è inoltre provveduto a regolamentare, nei giorni di scadenza dei contratti negoziati, l'attività di immissione degli ordini nella fase di apertura del mercato azionario aventi ad oggetto i trenta titoli che compongono l'indice Mib30, a causa dei potenziali problemi che potrebbero nascere dalla chiusura simultanea delle posizioni a pronti e su derivati, risultanti da operazioni di arbitraggio. In particolare, la Commissione, nel maggio 1996, ha formulato una prima comunicazione con la quale ha raccomandato l'inserimento di detti ordini entro le ore 9:00 al fine di assicurare la regolare formazione del prezzo di apertura dei titoli sottostanti.

Successivamente, nel dicembre dello stesso anno, la Commissione ha ritenuto opportuno inserire tale disciplina nel regolamento del mercato, abrogando la precedente comunicazione e stabilendo che nelle giornate di scadenza gli operatori autorizzati devono inserire le proposte aventi ad oggetto i singoli titoli azionari che compongono l'indice Mib30, relative alla chiusura di operazioni di arbitraggio sui contratti Fib30 e a trading di volatilità ed alla effettuazione di operazioni di copertura (hedging) sui contratti Mibo30 ed Iso α , entro le ore 9:10.

Il mercato degli strumenti derivati Over the counter

Nel corso del 1996 è stato avviato uno studio sul fenomeno degli scambi di strumenti derivati al di fuori del mercato regolamentato, attraverso l'invio, ad un campione di intermediari finanziari ed utilizzatori finali, di un questionario sull'attività di tali soggetti sui prodotti derivati *Over the counter* su tassi di interesse, tassi di cambio e indici di borsa ed azioni quotate.

L'alta adesione a tale iniziativa, la quantità e qualità dei dati inviati, hanno consentito di

costruire una base dati sulle negoziazioni relative all'anno 1995, sulla consistenza dei relativi portafogli alla fine dell'anno, sulle tipologie di controparte, sul grado di rischio ad esse attribuite e sulle finalità di investimento.

L'attività in strumenti derivati Otc degli intermediari finanziari del campione è stata, nel corso del 1995, pari a poco meno di 5 milioni di miliardi di lire, di cui il 97 per cento in transazioni per conto proprio. La ripartizione degli scambi per tipologia di attività sottostante risulta pari al 72,7 per cento su valute, al 26,8 per cento su tassi di interesse ed allo 0,5 per cento su prodotti azionari. La quasi totalità delle negoziazioni per conto terzi (97,2 per cento) riguarda strumenti derivati aventi per attività sottostanti divise estere (Tav.III.4). Il peso relativo di tali strumenti risente ovviamente del ruolo preponderante delle attività di copertura in cambi (soprattutto di *currency forward*), che tendono quindi a distorcere la significatività dei valori relativi ai rimanenti strumenti.

TAV. III.5

**CONTROVALORI NEGOZIATI IN STRUMENTI DERIVATI OTC
PER ATTIVITÀ SOTTOSTANTI NEL 1995**
(MILIARDI DI LIRE)

ATTIVITÀ SOTTOSTANTE	CONTO PROPRIO	CONTO TERZI	TOTALE
TASSI D'INTERESSE	1333389	3973	1337362
VALUTE	3484639	145964	3630603
AZIONARIO	23569	276	23845
<i>TOTALE</i>	<i>4841597</i>	<i>150212</i>	<i>4991810</i>

Fonte: Indagine Consob. Si veda la sezione Note metodologiche.

Le posizioni in portafoglio alla fine del 1995 ammontavano a 541.203 miliardi di lire (un decimo dei volumi negoziati), di cui il 6,8 per cento per conto terzi. La distribuzione per attività sottostanti è risultata più omogenea rispetto a quella rilevata per i controvalori negoziati: il 53,3 per cento ha riguardato le valute, il 46,7 per cento i tassi di interesse e solo lo 0,1 per cento i prodotti azionari (Tav. III.5).

**STOCK DI PORTAFOGLIO IN STRUMENTI DERIVATI OTC
PER ATTIVITÀ SOTTOSTANTI**

(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 1995 - MILIARDI DI LIRE)

ATTIVITÀ SOTTOSTANTE	CONTO PROPRIO	CONTO TERZI	TOTALE
TASSI D'INTERESSE	248157	4404	252560
VALUTE	256055	32146	288200
AZIONARIO	393	49	442
<i>TOTALE</i>	<i>504605</i>	<i>36598</i>	<i>541203</i>

Fonte: Indagine Consob. Si veda la sezione Note metodologiche.

L'analisi dell'attività effettuata dagli utilizzatori finali evidenzia un maggior utilizzo di prodotti su valute, pari al 90,8 per cento degli scambi effettuati nel periodo di riferimento (oltre 180 mila miliardi il relativo controvalore). In particolare, tra le categorie di utilizzatori finali analizzate, le società di gestione rappresentano circa il 67 per cento del controvalore totale scambiato in prodotti derivati Otc. In termini di singole attività sottostanti, tali soggetti rappresentano i maggiori utilizzatori di prodotti derivati su valute (70,84 per cento) e su azioni ed indici azionari (84,73 per cento), mentre con riferimento ai prodotti su tassi di interesse le società industriali assorbono l'80,59 per cento dei relativi scambi.

Con riferimento allo *stock* di portafoglio di prodotti derivati Otc, poco meno dell'80 per cento è detenuto dalle società industriali, circa il 19 per cento dalle società di gestione ed, in minima parte, meno dell'1 per cento, dalle società assicurative. In particolare, a conferma dei dati sugli scambi effettuati, il 99 per cento dello *stock* in prodotti su tassi d'interesse risulta in portafoglio delle società industriali, e l'89 per cento dei prodotti su valute è detenuto dalle società di gestione.

L'analisi dei dati raccolti ha consentito di delineare alcune caratteristiche strutturali del mercato dei derivati Otc in Italia: in particolare è emerso che il mercato Otc è maggiormente spesso e liquido nel comparto valutario e in quello dei tassi di interesse, segmenti nei quali il mercato regolamentato è assente o meno efficace.

Si è anche evidenziato come vi sia un'assoluta preponderanza del ruolo delle banche nell'intermediazione dei flussi Otc, considerato che in tale mercato risulta essenziale l'ampiezza delle linee di credito a disposizione, garantite dal grado di patrimonializzazione, e l'accuratezza della valutazione e della gestione dei rischi di controparte e di mercato; è evidente che la sussistenza di questi due elementi costituisce una barriera all'entrata per gli intermediari medio-piccoli.

Si evidenzia, inoltre, una maggioranza di controparti intermediari rispetto agli utilizzatori finali, ai quali è generalmente associato un grado di rischio minore; la penetrazione degli intermediari esteri sul mercato dei derivati Otc risulta maggiore di quella esistente sui mercati regolamentati di derivati, con un'assoluta preponderanza delle banche estere.

Infine, le negoziazioni effettuate per conto della clientela rappresentano una quota limitata sul totale dell'attività in strumenti derivati Otc, rispetto alle negoziazioni effettuate dagli intermediari per proprio conto.

IV. IL CONTROLLO SULL'USO DI INFORMAZIONI RISERVATE E SULLA MANIPOLAZIONE

Le azioni per il rispetto della normativa

L'attività di indagine espletata nel corso del 1996, finalizzata alla raccolta di elementi di prova in ordine ai reati di *insider trading* e manipolazione, ha condotto all'invio all'Autorità Giudiziaria di 9 relazioni motivate ex art. 8 legge 157/91 (in merito a queste ultime si rinvia al capitolo VII); inoltre sono state archiviate 12 istruttorie.

Nel corso dell'anno, sono pervenute 31 segnalazioni sulle possibili infrazioni della legge 157/91, nella maggioranza dei casi relative ad anomalie rilevate nell'attività di controllo dei mercati. In un minor numero di casi, le istruttorie hanno tratto origine da quanto emerso nello svolgimento di altre attività istituzionali della Commissione o da elementi trasmessi da fonti esterne. Tra queste ultime si comprendono le comunicazioni inviate dall'autorità giudiziaria ai sensi dell'art. 8, comma 5, della legge 157/91.

L'utilizzo dei poteri istruttori previsti dall'art. 8 della legge 157/91 riguarda in misura preponderante soggetti sottoposti alla vigilanza della Consob, così come risulta dalla Tav. IV.1.

TAV. IV.1

POTERI ISTRUTTORI SULL'*INSIDER TRADING* RICHIESTE DI DATI E NOTIZIE (ANNO 1996)

SOGGETTI	NUMERO
INTERMEDIARI AUTORIZZATI	189
SOCIETÀ QUOTATE	30
INVESTITORI ISTITUZIONALI	23
ALTRI SOGGETTI VIGILATI	6
SOGGETTI PRIVATI	13
<i>TOTALE</i>	<i>261</i>

La particolare attenzione dedicata all'utilizzo di criteri mirati nella selezione degli intermediari ha consentito di contenere l'invio di richieste a questi ultimi nella misura menzionata, a fronte delle 300 richieste dell'anno precedente. I soggetti vigilati sono stati inoltre

interessati da 5 verifiche ispettive e da 4 audizioni.

La Commissione, inoltre, si è avvalsa in 10 casi della collaborazione delle pubbliche amministrazioni. In 5 casi, invece, le richieste di collaborazione hanno interessato il Ced borsa.

La particolare rilevanza quantitativa assunta nel mercato italiano da operazioni riconducibili ad ordini provenienti dall'estero ha indotto la Commissione ad inoltrare numerose richieste di cooperazione alle Autorità competenti dei paesi interessati. Va peraltro posto in luce come lo strumento della cooperazione internazionale incontra spesso difficoltà di applicazione, a causa della particolare normativa esistente in taluni paesi.

Problemi applicativi della legge 157/91

Il rispetto del divieto di *insider trading* rappresenta un momento centrale nei controlli sugli operatori per garantire la credibilità del mercato. Le esigenze che condussero il Parlamento a emanare la legge 157/91, sanzionando penalmente l'uso illecito di informazioni riservate, appaiono rafforzate alla luce di un processo di integrazione dei mercati finanziari che renderà meno competitivi quelli che offrono un livello inferiore di garanzie agli investitori.

L'art. 2 della legge 157/91, a differenza della disciplina prevista dalla direttiva comunitaria 89/592/CEE del 13 novembre 1989, che pone l'accento sullo sfruttamento dell'informazione riservata da parte dell'*insider* (art. 2, comma 1), vieta a colui che possiede informazioni riservate «ottenute in virtù della partecipazione al capitale di una società ovvero in ragione dell'esercizio di una funzione, anche pubblica, professione o ufficio», di compiere operazioni sul mercato.

La normativa italiana, dunque, ha una portata notevolmente più ampia rispetto alla disciplina comunitaria poiché il reato, punibile a titolo di dolo generico, si consuma quando il possessore di una notizia riservata decide di operare sul mercato, indipendentemente dai motivi che sottendono alla decisione stessa.

In altri termini, la legge 157/91 sembra sancire l'obbligo di astensione dall'operare per chi sia venuto a conoscenza di un'informazione rispondente ai requisiti richiesti dall'art. 3 della legge: non è dunque richiesto alcun nesso eziologico tra la condotta e l'informazione riservata. Sono parimenti irrilevanti le circostanze che dalle operazioni sul mercato il soggetto abbia ricavato un considerevole profitto ovvero che la controparte sia stata effettivamente danneggiata.

Va riconosciuto in proposito come tale obbligo di astensione sia, nella realtà dei procedimenti istruttori, di estrema utilità nel perseguire gli obiettivi che la legge si prefigge. Elimina infatti il complesso problema dell'individuazione della volontà del soggetto incriminato di voler utilizzare la specifica informazione riservata e non altre. Ciò che rileva per la legge non riguarda quindi la motivazione sottostante le operazioni effettuate, bensì l'averle o meno poste in essere.

Al riguardo, non sempre risulta facile per gli operatori comprendere quando si disponga di informazioni qualificabili come riservate ai sensi dell'art. 3 della legge. Tale norma richiede infatti l'idoneità ad influenzare sensibilmente le quotazioni, la specificità e la determinatezza del contenuto, caratteristiche queste non sempre immediatamente determinabili.

Può dunque accadere, in alcuni casi, che l'ampiezza applicativa della norma si risolva con l'essere eccessivamente punitiva per quei soggetti che, pur operando sul mercato in possesso di informazioni riservate, non manifestino l'intenzione di sfruttare la situazione di privilegio informativo in cui si trovano. Si pensi alle ipotesi di operatività di segno opposto rispetto a quella premiante, di semplice *trading*, o di movimentazione di volumi molto ridotti.

Il problema diventa di non trascurabile portata per quei soggetti che con più facilità possiedono tali informazioni e che usano operare con continuità nei mercati. Il riferimento immediato è alle società emittenti ed agli intermediari.

In merito agli emittenti - la cui posizione andrebbe comunque distinta da quella delle altre società del gruppo - occorre, in primo luogo, tener presente quanto già evidenziato dalla dottrina in merito all'applicabilità del divieto di *insider trading* non per qualsiasi vantaggio informativo detenuto, ma alle sole ipotesi di possesso di informazioni aventi i requisiti previsti dall'art. 3 della legge 157/91.

In secondo luogo, giova richiamare l'XI «considerando» della direttiva comunitaria, laddove si afferma che «poiché l'acquisizione o la cessione di valori mobiliari implica necessariamente una decisione preliminare di acquisire o cedere da parte della persona che procede ad una di queste operazioni, il fatto di effettuare questo acquisto o cessione non costituisce di per sé un'utilizzazione di un'informazione privilegiata». Tale assunto fa sì che, in taluni casi, si potrebbe arrivare a non considerare violato il divieto di *insider trading* qualora l'ente creatore dell'informazione riservata effettui sul mercato operazioni costituenti un'informazione riservata o, comunque, prodromiche alla realizzazione della medesima (si pensi al caso dei rastrellamenti effettuati prima di un'Opa).

Con riguardo agli intermediari polifunzionali, si sottolinea l'opportunità per gli stessi di implementare le proprie strutture organizzative prevedendo distinti circuiti informativi per le diverse attività.

Le previsioni dell'art. 5 della legge 157/91, finalizzate a prevenire condotte manipolative del mercato dei valori mobiliari, sono poste a garanzia del corretto funzionamento del meccanismo di formazione dei prezzi, espressione della funzione valutativa del mercato.

Il concreto perseguimento di tale obiettivo è però reso problematico dalla circostanza che esiste un'inevitabile labilità del confine tra le condotte di speculazione e quelle di frode e manipolazione dei valori mobiliari, le sole che, presumibilmente, il legislatore intendeva sanzionare attraverso il citato art. 5. Occorre pertanto riflettere su quali siano gli strumenti che consentano di individuare puntualmente il confine tra la manipolazione insita nelle operazioni di mercato e quella penalmente rilevante. In quest'ottica, sarebbe opportuno che la legge contenesse

dei precisi divieti in relazione a specifici comportamenti.

In particolare, per la definizione di notizie false, esagerate o tendenziose, la cui divulgazione rappresenta uno dei comportamenti penalmente perseguiti dalla norma, si può far ricorso a precedenti orientamenti giurisprudenziali e dottrinali; la locuzione «operazioni simulate» e «altri artifici», la cui effettuazione integra, parimenti, la condotta penalmente rilevante, non risulta invece di agevole definizione. L'individuazione, per converso, di «singole azioni tipiche» renderebbe meno inafferrabili comportamenti lesivi della norma. Con specifico riguardo alla formula «altri artifici», è d'uopo sottolineare che essa dovrebbe designare condotte aventi un'attitudine fraudolenta; in assenza di questa connotazione, la clausola potrebbe ricomprendere qualunque condotta idonea ad influenzare sensibilmente il prezzo dei valori mobiliari.

Per quanto riguarda le pene stabilite dal legislatore per il reato in questione, occorre rilevare che la divulgazione di notizie false, esagerate o tendenziose, ovvero il compimento di operazioni simulate o altri artifici idonei ad incidere sensibilmente sul corso dei valori mobiliari, sono puniti con la reclusione fino a sei mesi. Qualora si accerti la sussistenza di alcune delle aggravanti previste dai commi successivi, le pene massime oscillano da 1 anno e 4 mesi fino a 8 anni di reclusione.

Ipotesi di modifiche alla normativa

La Commissione ha allo studio alcune ipotesi di modifica e integrazione della legge 157/91, che riguardano, segnatamente, i poteri di indagine della Consob, una modifica dell'apparato sanzionatorio ed in particolare un inasprimento delle pene pecuniarie e la revisione della disciplina della manipolazione. Oggetto di riflessione, infine, è la possibilità di introdurre, similmente a quanto è avvenuto in altri paesi, un procedimento sanzionatorio di carattere amministrativo.

In merito ai poteri di indagine della Consob, si ritiene che gli stessi potrebbero essere adeguati se venissero integrati da alcuni strumenti aggiuntivi, che consentano, ad esempio, di richiedere i tabulati delle chiamate alle compagnie telefoniche.

Sotto diverso profilo, l'art. 8 della legge 157/91 attribuisce alla Consob il compito di espletare gli atti necessari alla verifica di eventuali violazioni della normativa sull'*insider trading* al fine di trasmettere all'autorità giudiziaria una relazione motivata. Per rendere più facilmente perseguibile tale finalità, l'art. 8, comma 1, specifica che la Consob, oltre ad utilizzare i poteri previsti dall'art. 1/3 della legge 216/74, può anche avvalersi della collaborazione delle pubbliche amministrazioni e richiedere «agli stessi soggetti di cui agli artt. 2 e 5, nonché agli intermediari finanziari coinvolti nelle operazioni, tutte le informazioni necessarie». Nell'esercizio di tali poteri, la Consob richiede ed ottiene informazioni e procede all'audizione degli intermediari e di altri

soggetti coinvolti nelle indagini, allo scopo di acquisire tutte le informazioni ritenute rilevanti ai fini della repressione dell'*insider trading* e della manipolazione. Sebbene tali poteri si siano dimostrati in via ordinaria sufficienti all'espletamento delle indagini, va osservato che la rispondenza al vero delle dichiarazioni fornite alla Consob assume una importanza determinante.

Sarebbe pertanto opportuno valutare la possibilità di introdurre sanzioni amministrative, per particolari categorie di soggetti, in aggiunta alle sanzioni penali attualmente previste.

Parzialmente connesso a tale argomento è quello dell'opportunità di una revisione dell'apparato sanzionatorio posto a salvaguardia del divieto di *insider trading*. Si ritiene, infatti, che affinché la pena possa essere «sufficientemente dissuasiva», come richiesto dalla Direttiva comunitaria, la sanzione pecuniaria dovrebbe essere pari ad un multiplo del profitto realizzato o della perdita evitata dall'*insider*, o pari al controvalore dell'operazione. L'attuale disciplina prevede, in aggiunta alla pena detentiva, una multa da «dieci a trecento milioni, con facoltà per il giudice di aumentare la multa fino al triplo quando, per la rilevante gravità del fatto, essa può ritenersi inadeguata anche se applicata nel massimo». Ne risulta una sanzione pecuniaria massima di novecento milioni che può talvolta essere inferiore al profitto realizzato dall'*insider*. Una sanzione pari al controvalore dell'operazione (o ad un suo multiplo), garantirebbe l'impossibilità per il reo di ottenere un profitto.

Una tematica che richiede ulteriori approfondimenti, per le conseguenze sulla natura dell'ente e per una definizione coerente dei suoi poteri, ma che potrebbe contribuire ad aumentare l'efficacia della norma in termini di rapidità dell'azione repressiva, riguarda la possibilità di attribuire alla Consob poteri sanzionatori in materia di *insider trading* e manipolazione. Tale opzione potrebbe infatti consentire una maggiore graduazione delle sanzioni in funzione dell'effettiva gravità delle violazioni riscontrate. Si tratterebbe, dunque, di prevedere un procedimento di carattere amministrativo sostitutivo o aggiuntivo rispetto al procedimento penale.

V. L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Andamenti e struttura del settore

Nell'anno appena trascorso ha trovato conferma la tendenza al rafforzamento dell'operatività in conto proprio rispetto all'attività di negoziazione in conto terzi; si è registrato, inoltre, un incremento delle commissioni di gestione per effetto della progressiva trasformazione del servizio semplice di custodia in servizio di gestione (Tav. V.1).

TAV. V.1

INDICATORI DI OPERATIVITÀ DELLE SIM TASSI DI CRESCITA PERCENTUALI

Voci	1995	1996
NEGOZIAZIONE IN CONTO PROPRIO ¹	96.3	109.9
NEGOZIAZIONE IN CONTO TERZI ¹	7.0	32.4
PATRIMONI GESTITI ²	30.1	37.3

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Banca d'Italia. ¹ Calcolati sui flussi del primo semestre di ogni anno.
² Calcolati sugli *stocks* al 30 settembre di ogni anno.

L'andamento descritto sembra essere in linea con le tendenze internazionali: l'apertura dei mercati (favorita dai fenomeni di interconnessione e dalla possibilità di accessi remoti) e i nuovi strumenti informatici e telematici renderanno sempre più limitato il valore aggiunto della negoziazione in conto terzi, sollecitando un riposizionamento su attività con margini più elevati. Gli intermediari saranno di conseguenza più esposti ai rischi di posizione e la vigilanza sarà più orientata verso la tutela dei contraenti deboli.

Nel corso del 1996 è proseguito il processo di concentrazione in atto nel settore: alcuni operatori medio piccoli hanno raggiunto accordi di fusione, mentre, allo stesso tempo, si è registrata una tendenza ad accentrare diverse attività in un'unica società, come avvenuto, ad esempio, nel caso dei gruppi bancari che hanno deciso di trasferire l'attività di negoziazione delle Sim alle banche capogruppo. Nell'ambito della ristrutturazione delle attività d'investimento dei grandi gruppi bancari è emersa, inoltre, l'esigenza di concentrare in un unico soggetto buona parte dell'attività gestoria indipendentemente dall'entità giuridica che formalmente la svolge. La tendenza è conforme a quanto già avviene in mercati più evoluti del nostro e risponde all'esigenza

di razionalizzare e migliorare il servizio. Una simile organizzazione dei gruppi finanziari richiede di accentuare la trasparenza degli strumenti che regolano i rapporti tra le diverse società o enti del gruppo e mantenere un controllo sulla correttezza del gestore «effettivo» nei rapporti con la clientela.

Un altro fenomeno che ha caratterizzato l'evoluzione del settore nel corso dell'anno, è dato dalla tendenza da parte di alcune Sim a trasformarsi in aziende di credito. Si tratta di un fenomeno limitato ad un numero ridotto di casi ma potrebbe assumere dimensioni maggiori laddove si constatasse la effettiva convenienza economica di tale scelta, in termini di accesso al credito di ultima istanza, di possibilità di emettere passività monetarie, di immagine di maggiore solidità e migliore reputazione. La nuova veste giuridica di attività che restano sostanzialmente d'investimento renderà necessario elaborare nuove tecniche di controllo; in particolare sarà necessario distinguere fra banche che esercitano prevalentemente l'attività creditizia e le «banche d'investimento».

TAV. V.2

**INTERMEDIARI AUTORIZZATI ALLE
ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE¹**
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

SOGGETTI	1993	1994	1995	1996
SIM	267	238	235	191
FIDUCIARIE	59	51	49	45
BANCHE	934	937	918	865
AGENTI DI CAMBIO	174	152	133	115
- RUOLO UNICO NAZIONALE	83	78	66	62
- RUOLO SPECIALE ²	91	74	67	53

Fonte: Consob e Banca d'Italia. ¹ L'autorizzazione si riferisce alla legge 1/91 per gli anni 1993-95 e al d.lgs. 415/96 per il 1996. ² Riguarda gli agenti di cambio che siano soci, amministratori o dirigenti di Sim, nonché quelli di cui le Sim si avvalgono ai sensi del comma 2, art. 7, legge 1/91.

Al 31 dicembre 1996 il numero delle Sim e delle società fiduciarie iscritte all'albo Sim e alla sezione speciale dell'albo è pari, rispettivamente, a 191 (44 in meno rispetto alla situazione del 31 dicembre 1995) e 45 (4 in meno rispetto al 1995) (Tav. V.2). Meno significativa sembra invece la riduzione del numero delle banche autorizzate (pari al 6 per cento circa) sebbene, comunque, in linea con la tendenza alla riduzione del numero degli intermediari presenti nel mercato. Inoltre, nel corso del 1996 si è avuta un'ulteriore diminuzione del numero degli agenti

di cambio in carica: gli iscritti nel ruolo unico nazionale, di cui all'art. 19, comma 2, della l. 1/91, sono, al 31 dicembre 1996, 62, con un decremento di 4 unità rispetto all'anno precedente; ancora più marcato il calo fra gli iscritti nel ruolo speciale passati dai 67 del 1995 ai 53 del 1996.

Il numero delle Sim autorizzate ha subito una notevole riduzione (circa il 18 per cento), in parte a conferma della tendenza già registrata negli anni precedenti e, in parte, quale effetto delle modifiche normative introdotte dal D.Lgs. 415/96. Questo fenomeno si riflette nella riduzione del numero delle istanze di iscrizione nell'albo Sim e dei relativi provvedimenti adottati (Tav. aV.1).

In relazione alle istanze di estensione di attività delle Sim, si è registrata - in linea con quanto rilevato negli ultimi tre anni - una notevole riduzione del numero dei provvedimenti adottati (8 rispetto alle 19 istanze accolte nel corso del 1995). Modesto è risultato altresì il numero dei provvedimenti relativi alle istanze di revoca di attività (3 rispetto alle 12 delibere adottate nell'anno precedente), riduzione comunque non significativa atteso l'esiguo numero di istanze presentate (6 di cui 3 archiviate). Le «uscite» dal settore della intermediazione mobiliare nel corso del 1996 hanno riguardato 48 Sim e 4 fiduciarie, a fronte di 4 nuovi «ingressi» relativi esclusivamente a Sim. Al riguardo occorre specificare che le «uscite» dal settore delle Sim costituiscono la risultante di diverse tipologie di provvedimenti: 18 sono state disposte a seguito di istanze di parte, 1 è stata disposta per mancanza dei requisiti (ex art. 13, comma 9, legge 1/91) e 3 risultano da provvedimenti di carattere sanzionatorio (ex art. 13, comma 5, legge 1/91) adottati con decreto del Ministro del tesoro. Le altre 26 «uscite» sono state, invece, disposte in conseguenza dell'entrata in vigore del D.Lgs. 415/96. In particolare, in sede di istituzione del nuovo albo di cui all'art. 9, comma 1, del decreto stesso (delibere 10296 e 10297 del 4 novembre 1996 e 10322 del 22 novembre 1996) le società risultate del tutto inattive alla data del 1° settembre 1996 non sono state iscritte «di diritto» nel nuovo albo ai sensi dell'art. 60, comma 1, del D.Lgs. 415/96.

La forte flessione del numero delle Sim autorizzate ha, quindi, dato vita a un quadro di riferimento maggiormente rappresentativo dei soggetti effettivamente operanti quali intermediari nel mercato mobiliare, anticipando - già in sede di istituzione del nuovo albo - gli effetti che saranno legati, nei prossimi anni, all'introduzione della norma che dispone la decadenza dell'autorizzazione per i soggetti che non danno inizio all'esercizio del servizio di investimento autorizzato ovvero ne interrompono lo svolgimento per un periodo di tempo prefissato (art. 6, comma 3, del D.Lgs. 415/96).

Anche i dati relativi agli intermediari iscritti per servizi autorizzati al 31 dicembre 1996, presentano significative differenze rispetto a quelli dell'anno 1995, determinate - come per le cancellazioni dall'albo - dall'entrata in vigore del D.Lgs. 415/96 e dal successivo adeguamento alle disposizioni ivi contenute. In particolare, in sede di istituzione del nuovo albo, le Sim operative iscritte «di diritto» sono state autorizzate all'esercizio dei servizi che le stesse risultavano svolgere, sulla base dei dati disponibili, alla data di entrata in vigore del D.Lgs. 415/96, ai sensi del richiamato art. 60, comma 1, del decreto stesso (Tavv. aV.2 e aV.3).

Di conseguenza, si è registrata una flessione generalizzata nei servizi autorizzati: dalle 133 Sim autorizzate al 31 dicembre 1995 alla negoziazione (in particolare, 104 alla negoziazione per conto proprio e 133 alla negoziazione per conto terzi) si è passati, al 31 dicembre 1996, a 90 Sim autorizzate alla negoziazione per conto proprio e 94 Sim autorizzate alla negoziazione per conto terzi (rispettivamente 14 e 39 unità in meno); dalle 125 Sim autorizzate nel 1995 al collocamento (in particolare, 103 autorizzate al collocamento con assunzione di garanzia e 123 al collocamento senza assunzione di garanzia) si è passati, nel 1996, a 43 Sim autorizzate al collocamento con assunzione di garanzia e 103 Sim autorizzate al collocamento senza assunzione di garanzia; dalle 112 Sim di gestione del 1995 si è passati a 70 Sim autorizzate nel 1996 (42 unità in meno); dalle 189 Sim autorizzate alla raccolta ordini nel 1995 si è passati, al 31 dicembre 1996, a 100 Sim autorizzate al corrispondente servizio di ricezione e trasmissione ordini, nonché mediazione (89 unità in meno).

Per ciò che riguarda la localizzazione territoriale, permane una elevata concentrazione degli intermediari nelle regioni del Nord Italia (Tavv. aV.4 e aV.5). In particolare nella sola Lombardia, si registra la presenza del 67,5 per cento circa delle Sim attualmente iscritte (67,6 per cento nel 1995); seguono il Lazio, in cui è dislocato il 10,4 per cento delle Sim autorizzate e il Piemonte (con il 6,8 per cento). Rimane poco significativa la presenza di intermediari nel Sud Italia (3,1 per cento circa del totale).

La maggiore concentrazione di intermediari in Lombardia è confermata anche dai dati sulle fiduciarie iscritte nella sezione speciale dell'albo (64,4 per cento); seguono il Lazio e la Toscana con uguale percentuale di presenze (pari all'11,1 per cento del totale).

Con riferimento agli assetti proprietari e alla tipologia dell'azionista di controllo, i dati relativi alle Sim per il 1996 (Tav. aV.6) evidenziano, in linea generale, una situazione sostanzialmente omogenea rispetto a quella del 1995. Unico dato in controtendenza risulta quello relativo alle Sim «indipendenti» che ha fatto registrare un aumento di 7 unità (dalle 13 Sim del 1995 alle 20 Sim del 1996); anche in questo settore, peraltro, si sono verificate 8 «uscite» corrispondenti ad altrettante cancellazioni dall'albo, controbilanciate da 15 «ingressi» risultanti, in un caso, da una Sim di nuova iscrizione e, negli altri, da variazioni intervenute nell'assetto proprietario determinate, in massima parte, da dismissioni di quote di controllo già detenute da persone fisiche. Per ciò che riguarda la tipologia di azionista persona fisica e società di persone si è registrata, infatti, la flessione più significativa, sia per le «uscite» dal settore che per le variazioni nell'azionariato.

Le tipologie di azionista maggiormente presenti sono, anche nel 1996, rappresentate dai gruppi bancari italiani (in misura pari circa al 22,5 per cento del totale) e dalle società, prevalentemente di natura finanziaria, di diritto italiano (in misura pari circa al 22 per cento). I dati relativi alle società fiduciarie (Tav. aV.7) non presentano significative variazioni rispetto al 1995, anche in considerazione delle poche «uscite» verificatesi: la tipologia di azionista di riferimento numericamente più rilevante risulta, come già nell'anno precedente, quella dei gruppi bancari italiani seguiti dalle società di capitali di diritto italiano.

Le attività di intermediazione mobiliare

Ulteriori indicazioni sull'andamento dell'intermediazione mobiliare nell'anno trascorso rivengono da una analisi disaggregata per tipo di attività.

La negoziazione. Nel primo semestre del 1996 il controvalore complessivo dei valori mobiliari negoziati dalle Sim, per conto proprio e per conto di terzi, è stato pari a 4.808.317 miliardi di lire (contro 2.529.000 miliardi dello stesso periodo del 1995). La notevole crescita dei volumi negoziati ha mutato solo parzialmente, rispetto allo scorso anno, la ripartizione degli scambi tra le singole categorie di valori mobiliari: gli scambi hanno riguardato per il 70 per cento titoli di stato, per il 3 per cento altre obbligazioni e titoli di debito, per il 4 per cento azioni ed altri titoli di capitale, per il 23 per cento altri valori mobiliari. Il notevole incremento delle transazioni su «altri valori mobiliari» (dal 13 al 23 per cento) è dovuto principalmente alla crescita degli scambi di prodotti derivati.

L'analisi dei dati relativi al primo semestre del 1996 conferma la tendenza delle Sim a differenziare le modalità di negoziazione a seconda del tipo di valore mobiliare trattato. Le azioni, infatti, sono state prevalentemente trattate per conto di terzi, mentre per obbligazioni ed altri titoli di Stato le transazioni sono avvenute per lo più in conto proprio (Tav. aV.8).

Per spiegare tali evidenti diversità si può fare riferimento a tre tipi di cause: la cronica assenza, nel mercato italiano, di intermediari specializzati nell'attività di dealing su titoli azionari, come messo in evidenza dai dati della tavola aV.9; il divieto, per le Sim, di soddisfare le richieste di clienti relative a compravendita di titoli azionari mediante acquisti o vendite per conto proprio e fuori dai mercati regolamentati; infine, la prassi operativa, seguita da molti intermediari, di fare passare per il proprio portafoglio transazioni di titoli di Stato richieste dai clienti, procedura che implica una dilatazione degli scambi formalmente segnalati in negoziazione per conto proprio, ma sostanzialmente riconducibili ad attività di negoziazione per conto di terzi.

La distribuzione degli scambi di azioni secondo il mercato di negoziazione è rimasta, nei primi sei mesi del 1996, quasi del tutto inalterata, rispetto al primo semestre 1995 (Tav. aV.10). L'obbligo di concentrazione in borsa di transazioni aventi ad oggetto titoli quotati diversi dai titoli di Stato e garantiti dallo Stato ha fatto sì che quasi il 96 per cento degli scambi di azioni quotate sia avvenuta in borsa. Irrilevante, è stato, invece, il ricorso alle due specifiche deroghe previste dall'art. 11 della legge 1/91 (operazioni fuori mercato o negoziate al mercato dei blocchi), a differenza di quanto avvenuto, con riferimento al fuori mercato, per le obbligazioni quotate. In leggero calo, ma pur sempre di assoluta rilevanza, specie se confrontati con gli analoghi dati relativi alla borsa italiana, sono i quantitativi di scambi su mercati esteri di obbligazioni quotate.

Nel primo semestre 1996 la concentrazione del mercato della negoziazione per conto terzi (sempre relativamente alle Sim) è cresciuta nel comparto delle azioni e dei titoli di Stato (Tav.

aV.11), grazie anche all'incremento degli ordini trasmessi da società di gestione di fondi comuni alle Sim di negoziazione del proprio gruppo.

Più concentrato risulta il mercato della negoziazione per conto proprio (Tav. aV.12). In tutti e tre i comparti analizzati (titoli di capitale, titoli di Stato ed altri titoli di debito) le prime 3 Sim risultano detenere più del 40 per cento del mercato e le prime 5 quasi il 60 per cento. Al tempo stesso, in tutti e 3 i comparti si verifica la presenza di un gran numero di operatori marginali, che complessivamente non raggiungono una quota di mercato significativa. Nel comparto dei titoli di Stato, tuttavia, si è verificato un notevole ridimensionamento della quota delle prime 3 Sim, da imputare alla forte crescita dei volumi scambiati da 2 Sim di matrice estera, che, pur avendo iniziato ad operare in Italia solo recentemente, si sono collocate immediatamente tra i primi 10 operatori. In tutti e 3 i comparti analizzati, si è registrato, inoltre, un sensibile ridimensionamento delle Sim operative.

La gestione. L'analisi dei dati relativi alla gestione in forma individuale di patrimoni conferma, anche per il 1996, il ruolo di assoluta rilevanza svolto dalle banche. Al 30 giugno 1996, infatti, il controvalore complessivo dei patrimoni di terzi gestiti dalle banche ammontava a 157.273 miliardi di lire, contro i 47.343 miliardi gestiti dalle Sim e i 19.732 miliardi gestiti dalle società fiduciarie.

Il capillare sistema distributivo e la possibilità di contare su un consolidato rapporto fiduciario instaurato con la clientela consente agli istituti di credito di prestare il servizio di gestione patrimoniale anche a clienti privati con disponibilità finanziarie minori rispetto a quelli delle Sim. Ne è dimostrazione il fatto che la dimensione media del patrimonio gestito dalle banche è pari a 261 milioni di lire, mentre la dimensione media del patrimonio gestito dalle Sim, è pari a 1.578 milioni di lire. Occorre, tuttavia, precisare che quasi i due terzi del controvalore dei patrimoni gestiti dalle Sim sono da imputare ad un unico intermediario, facente parte di un importante gruppo assicurativo. La compresenza, inoltre, tra gli intermediari operanti nel mercato, di banche e di Sim di proprietà bancaria, sembra evidenziare la scelta delle banche medesime di attuare una strategia di «segmentazione» della propria clientela, che porta ad affidare a Sim, specializzate nella prestazione del servizio di gestione patrimoniale, patrimoni di dimensione unitaria più elevata.

L'adozione della strategia di segmentazione descritta si riflette nella diversità delle scelte di composizione del portafoglio dei clienti gestiti da parte delle 3 tipologie di intermediari. Le banche, ad esempio, tendono ad investire le disponibilità conferite in titoli caratterizzati da un più basso profilo di rischio, come dimostrato dall'elevato valore della quota investita in titoli di Stato (Tav. aV.13). Le Sim, invece, hanno aumentato la quota investita in azioni ed altre quote di capitale e si confermano gli intermediari con la maggiore propensione all'investimento in titoli obbligazionari esteri. Per ciò che riguarda la composizione dei patrimoni gestiti dalle società fiduciarie è, invece, da sottolineare il ruolo di rilievo assunto dagli investimenti in quote di Oicvm. Sia le Sim che le società fiduciarie, in ogni caso, pur non raggiungendo i livelli quantitativi delle banche, hanno decisamente aumentato, nel primo semestre del 1996, le quote

degli investimenti in titoli di Stato, che in questo periodo mantenevano rendimenti attraenti.

Il grado di concentrazione del mercato delle gestioni patrimoniali risulta sensibilmente elevato solo per quanto riguarda le Sim. Alla data del 30 giugno 1996 le prime 3 Sim coprivano circa il 77 per cento del mercato (Tav. aV.14). L'elevata concentrazione per ciò che riguarda il segmento delle Sim riflette, tuttavia, la presenza nel settore di un intermediario che gestisce le disponibilità affidategli da un'impresa assicuratrice di grandi dimensioni appartenente allo stesso gruppo. Meno concentrato risulta invece il segmento delle società fiduciarie e quello delle banche.

La sollecitazione fuori sede. Nel primo semestre 1996 le Sim autorizzate all'esercizio dell'attività di sollecitazione del pubblico risparmio di cui all'art. 1, comma 1, lettera f), della legge 1/91 hanno distribuito, attraverso i propri promotori finanziari, valori mobiliari per un controvalore complessivo di 13.389 miliardi di lire, contro i 10.226 miliardi del primo semestre 1995. Le Sim hanno distribuito per lo più quote di fondi comuni di investimento (che hanno toccato l'84,8 per cento del controvalore complessivo) ed, in misura minore, titoli obbligazionari ed altri valori mobiliari (Tav. aV.15). Scarso risulta, invece, il ricorso ai promotori finanziari per la sollecitazione fuori sede avente ad oggetto titoli di Stato o titoli azionari.

Oltre ai valori mobiliari citati, le Sim autorizzate all'esercizio dell'attività di sollecitazione fuori sede hanno distribuito, nel primo semestre 1996, servizi di gestione patrimoniale di terzi per un controvalore di 3.328 miliardi di lire, contro i 2.872 miliardi del primo semestre 1995, e hanno promosso la sottoscrizione di numerosi altri servizi finanziari, tra cui 272.000 polizze assicurative, 195.000 contratti di credito personale e di altri tipi di finanziamento, 6.000 contratti di *factoring*, 19.000 contratti di *leasing* e 356.000 contratti di servizi finanziari non inclusi nelle precedenti categorie.

Il grado di concentrazione del segmento di mercato analizzato, pur rimanendo piuttosto elevato (Tav. aV.16), risulta in lieve diminuzione, seguendo una tendenza già evidenziatasi nello scorso anno. In particolare, si è assistito ad una continua erosione della quota di mercato da parte di operatori di minore dimensione, dotati di reti di vendita «leggere». Ciò risulta, almeno in parte, riconducibile ai fenomeni di fuoriuscita, dagli intermediari più importanti di promotori finanziari che hanno scelto di lavorare con Sim in fase di espansione e che vengono seguiti, in questo passaggio, dalla propria clientela.

Non sembra esservi una relazione diretta tra ampiezza della rete di vendita e quota di mercato nella distribuzione di valori mobiliari. La prima Sim per controvalore dei prodotti sollecitati, infatti, risulta essere la terza per dimensione della rete di vendita; inoltre, ordinando le Sim per numero di promotori, si può rilevare che i primi 3 intermediari detengono una quota pari solo al 27,9 per cento del mercato. Probabilmente ciò è dovuto alla inclusione, tra i promotori delle Sim con le reti più estese, di un forte numero di agenti assicurativi abilitati «di diritto» alla professione di promotore finanziario e dediti, prevalentemente, alla distribuzione di prodotti previdenziali e non di valori mobiliari.

VI. LA VIGILANZA SULL'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

L'analisi degli esposti e l'attività ispettiva

L'attività di controllo sugli intermediari ha continuato, nel corso dell'anno passato, a trarre spunto dall'analisi delle segnalazioni provenienti dai privati, rivolte a denunciare ipotesi di irregolarità commesse nello svolgimento delle attività di intermediazione mobiliare. Le informazioni contenute negli esposti, una volta elaborate in relazione agli schemi regolamentari cui debbono attenersi gli intermediari nella prestazione dei servizi di intermediazione, consentono di inferire sulle cause sottostanti le lamentele denunciate, comprenderne l'ampiezza e la profondità in termini di clientela interessata, orientare le ulteriori verifiche e individuare, infine, quegli aspetti dell'attività di intermediazione che possono formare oggetto di nuovi interventi di regolamentazione da parte della Commissione.

Nel 1996, la Commissione ha ricevuto e analizzato 256 esposti, di cui 143 riferiti a banche, 56 a Sim, 40 a società fiduciarie e 17 ad agenti di cambio.

Riguardo alla tipologia del servizio di investimento offerto, si rileva che 141 esposti hanno riguardato l'attività di negoziazione e raccolta ordini, 67 l'attività di gestione su base individuale di patrimoni, 18 l'attività di collocamento e 30 quella di sollecitazione del pubblico risparmio.

A seguito di presunte irregolarità riscontrate sono state inoltrate 14 lettere di contestazione, trasmesse al Ministro del tesoro 6 proposte di sanzione e disposte 12 verifiche ispettive. E' stato inoltre attivato un nuovo strumento, la cosiddetta «lettera di richiamo», nei confronti di quegli intermediari i cui comportamenti irregolari siano stati episodici e non abbiano, comunque, determinato danni significativi alla clientela; in questi casi, la Commissione ha particolarmente apprezzato le iniziative assunte dagli intermediari per comporre transattivamente le controversie insorte con la clientela.

Sono state inviate 25 lettere di richiamo ad altrettanti intermediari, di cui 20 banche, 4 alle Sim e 1 alle società fiduciarie. Tali richiami hanno avuto essenzialmente ad oggetto l'invito ad approntare modifiche o adeguamenti delle procedure o degli strumenti di analisi e valutazione, nonché ad intensificare l'attività di controllo interno sui propri dipendenti. Per gli agenti di cambio, invece, il richiamo costituisce una sanzione tipica già contemplata dall'ordinamento previgente alla stessa legge 1/91.

Dall'esame degli esposti inviati alla Consob, i principali motivi di lamentela della clientela sono risultati essere:

- nell'attività di negoziazione e raccolta ordini, l'errata o intempestiva esecuzione di ordini impartiti, o la mancata informazione della clientela in ordine ai rischi ed alle implicazioni delle singole operazioni ordinate;
- nell'attività di gestione di patrimoni, la qualità della gestione in termini di rendimenti

- giudicati insufficienti o il mancato rispetto dei limiti del mandato gestorio;
- nell'attività di collocamento, la mancata assegnazione, a seguito del riparto, di titoli ordinati in occasione di un'offerta pubblica;
 - nell'attività di sollecitazione del pubblico risparmio, il fenomeno delle cosiddette vendite forzate; cioè l'errata o insufficiente rappresentazione delle caratteristiche e dei rischi dei prodotti o servizi offerti alla clientela.

Per quanto riguarda l'attività di natura ispettiva, nel corso del 1996 sono state deliberate dalla Commissione 41 ispezioni nei confronti di intermediari mobiliari, di cui 5 ai sensi dell'art. 8 della legge 157/91 (Tav. aVI.1). Le delibere hanno riguardato 25 società d'intermediazione mobiliare, 2 società fiduciarie, 10 banche e 3 agenti di cambio (Tav. aVI.2); successivamente all'entrata in vigore del D.Lgs. 415/96, ai sensi dell'art. 23 è stata deliberata anche un'ispezione nei confronti di un promotore finanziario, sulla base dei poteri assegnati alla Commissione dal citato decreto.

Nel corso del 1996 sono iniziati 38 accertamenti di cui 20 a carattere generale, 9 con oggetto mirato, 5 ai sensi dell'art. 8 della legge 157/91, 4 aventi ad oggetto Opv.

L'attività ispettiva è stata svolta nei confronti sia di Sim sia di altri intermediari finanziari. In particolare, sono state avviate 26 ispezioni nei confronti di Sim; di queste 13 hanno avuto carattere generale, finalizzate ad accertare la conformità delle attività esercitate alle disposizioni di legge e regolamentari, la situazione patrimoniale e finanziaria, le modalità operative e la predisposizione di adeguate procedure di controllo.

In 4 casi le indagini ispettive hanno avuto lo scopo di verificare determinate situazioni o specifici aspetti attinenti lo svolgimento dell'attività delle società interessate quali, ad esempio, le modalità di esecuzione degli ordini impartiti dalle società del gruppo ovvero le operazioni effettuate per conto di particolari clienti e controparti negoziatrici. Altri 4 accertamenti hanno poi riguardato la verifica del regolare svolgimento dell'attività di collocamento nell'ambito di una Offerta pubblica di vendita, mentre 5 hanno avuto ad oggetto il controllo del rispetto delle disposizioni normative in tema di insider trading.

Nei confronti delle società fiduciarie iscritte nella sezione speciale dell'albo delle società d'intermediazione mobiliare sono state avviate 2 ispezioni volte ad accertare la conformità dell'attività di gestione fiduciaria di patrimoni di cui all'art. 17, comma 1, della legge 1/91, alle disposizioni di legge e regolamentari.

Per quanto riguarda le banche, 3 indagini hanno avuto carattere generale mentre, negli altri 4 casi, gli accertamenti hanno avuto un oggetto mirato, quale il rispetto delle disposizioni con riferimento a singole attività di intermediazione mobiliare esercitate, ovvero la regolarità delle modalità di esecuzione di operazioni effettuate per conto di determinati clienti ed intermediari.

Nei confronti degli agenti di cambio le indagini ispettive svolte sono state 3, di cui 2 finalizzate ad accertare l'organizzazione generale, amministrativa e contabile dello studio, con particolare riferimento alla tenuta ed alla conservazione dei registri e delle scritture obbligatorie,

ed una avente ad oggetto la regolarità dell'attività di negoziazione posta in essere, per conto di alcuni clienti, con specifiche controparti di Borsa.

Sempre con riferimento agli agenti di cambio, nel 1996 ha preso concreto avvio il sistema di «Segnalazioni periodiche di Vigilanza»: dal giugno 1996 gli agenti di cambio del Ruolo Unico inviano un flusso periodico di notizie e di dati relativi all'attività svolta ed alla struttura dello studio. Oltre alle informazioni acquisite tramite tale sistema a carattere generale, si è proceduto, nel corso dell'anno, ad 8 accessi alle informazioni, presso 6 agenti di cambio del ruolo unico, ex art. 32 del regolamento sull'Organizzazione e Funzionamento della Commissione.

I provvedimenti cautelari e sanzionatori nei confronti degli intermediari

Con riferimento agli intermediari mobiliari diversi dagli agenti di cambio, l'esercizio delle potestà sanzionatorie e cautelari si è caratterizzato, nel corso del 1996, per la duplicità dei sistemi normativi di riferimento; l'entrata in vigore, dal 1° settembre 1996, del D.Lgs. 415/96 ha comportato, infatti, una significativa revisione degli strumenti di vigilanza attivabili dalla Consob e dalla Banca d'Italia.

Ne consegue che, nel periodo intercorrente tra il 1° gennaio 1996 ed il 31 agosto 1996, le misure sanzionatorie e cautelari sono state adottate ai sensi della legge 1/91 e, in particolare, delle disposizioni di cui agli artt. 5, 11 e 13 della medesima legge, mentre successivamente sono state adottate le misure di rigore previste dagli artt. 32 e 34 del D.Lgs. 415/96.

Non sono stati avviati, invece, procedimenti sanzionatori finalizzati all'irrogazione di sanzioni pecuniarie, ai sensi degli artt. 43 e seg. del D.Lgs. 415/96; ciò in quanto, da un lato, non sono state ritenute sanzionabili le persone fisiche individuate dal medesimo art. 43, a fronte di comportamenti illegittimi posti in essere dagli intermediari in epoca antecedente all'entrata in vigore delle nuove disposizioni e, dall'altro il D.Lgs. 415/96, nel disporre l'abrogazione delle disposizioni di cui all'art. 13 della legge 1/91, non ha previsto un regime transitorio per la definizione degli illeciti riferiti ad epoca antecedente al 1° settembre 1996, ma accertati successivamente a tale data.

Nel periodo di vigenza della legge 1/91 sono stati adottati 4 provvedimenti di sospensione cautelare, ai sensi dell'art. 13, comma 2, successivamente sfociati in 2 casi nella cancellazione dall'albo delle Sim e in 1 caso nell'amministrazione straordinaria, disposta dal Ministero del tesoro, ai sensi dell'art. 32 del Decreto legislativo 415/96 (per un caso l'istruttoria è ancora in corso di definizione); 4 provvedimenti di sospensione sanzionatoria, ai sensi dell'art. 13, comma 4, della legge 1/91 (Tav. VI.1); 2 sanzioni pecuniarie a banche ai sensi dell'art. 5, comma 2, della legge 1/91, per un ammontare complessivamente pari a 150 milioni di lire. Il Ministero del tesoro, su proposta della Consob, ha comminato 14 sanzioni pecuniarie, ai sensi dell'art. 13,

comma 3, della legge 1/91, rispettivamente, a 9 banche e 5 Sim, per un ammontare complessivamente pari a 1.320 milioni di lire.

TAV. VI.1

ATTIVITÀ DI VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI MOBILIARI
PROVVEDIMENTI SANZIONATORI

PROVVEDIMENTO	SIM			FIDUCIARIE			BANCHE		
	1994	1995	1996	1994	1995	1996	1994	1995	1996
SOSPENSIONE ¹	11	12	8	1	2	--	--	--	--
SANZIONE PECUNIARIA	14	10	12 ²	2	1	--	2	1	17 ³
COMMISSARIAMENTO	8	14	11 ⁴	1	2	--	--	--	--
CANCELLAZIONE SANZIONATORIA	8	4	2	3	--	--	--	--	--
TOTALE PROVVEDIMENTI SANZIONATORI	20	20	23	4	4	--	2	1	17

¹ Si riferisce ai provvedimenti di sospensione cautelare e sanzionatoria adottati ai sensi dell'art. 13, commi 1, 2, 3 e 4 della legge 1/91. ² In 7 casi le sanzioni sono state proposte al Ministro del tesoro successivamente all'entrata in vigore del d.lgs. 415/96.

³ In 6 casi le sanzioni sono state proposte al Ministro del tesoro successivamente all'entrata in vigore del d.lgs. 415/96. ⁴ In 1 caso il provvedimento è stato adottato dal Presidente della Consob ai sensi dell'art. 31 del d.lgs. 415/96; in 2 casi si tratta di provvedimenti di amministrazione straordinaria proposti dalla Consob ai sensi dell'art. 32 del d.lgs. 415/96 ed adottati dal Ministero del tesoro.

I 4 provvedimenti interdittivi di natura cautelare, sono riconducibili a fattispecie che assumono particolare rilevanza sotto il profilo della tutela del pubblico risparmio:

- *commistione organizzativa ed operativa tra lo studio di un agente di cambio ed una società di intermediazione mobiliare, in un contesto di deficit patrimoniale cagionato dall'accertamento di un «ammanco» nell'ambito dello studio dell'agente di cambio; successivamente al periodo di sospensione cautelare, essendo intervenuta la declaratoria fallimentare, il Ministro del tesoro ha disposto, ai sensi dell'art. 13, comma 5, della legge 1/91, la cancellazione dall'albo delle Sim;*

- *esercizio abusivo dell'attività di gestione dei patrimoni da parte dei promotori di servizi finanziari, secondo modalità tali da arrecare gravi perdite patrimoniali alla clientela; successivamente al periodo di sospensione cautelare, essendo intervenuta la declaratoria fallimentare, il Ministro del tesoro ha disposto la cancellazione dall'albo delle Sim;*

- *conduzione societaria in grave contrasto con i principi della gestione indipendente, sana e prudente, essendosi l'attività della Sim sostanziata esclusivamente nella raccolta di risparmio in Italia e nella successiva canalizzazione del risparmio stesso in una fitta rete di società off shore appartenenti al medesimo gruppo ed operanti nei paesi di riferimento, al di fuori di sufficienti forme di vigilanza prudenziale;*

- *conduzione societaria in grave contrasto con il principio della gestione indipendente, essendosi*

l'attività della Sim strutturalmente piegata al mero conseguimento degli interessi del gruppo di appartenenza, finalizzati all'esercizio in Italia, in forma abusiva, dell'attività di intermediazione mobiliare da parte di soggetti esteri non autorizzati.

I 4 provvedimenti interdittivi di natura sanzionatoria disposti, su proposta della Consob, ai sensi dell'art. 13, comma 4, della legge 1/91, dal Ministro del tesoro, sono riconducibili ad altrettante fattispecie rilevanti sotto il profilo delle gravità degli illeciti accertati:

- *conduzione societaria gravemente irregolare, essendosi l'attività della Sim caratterizzata per la continuativa esecuzione di operazioni «anomale» su titoli a reddito fisso, finalizzate esclusivamente al trasferimento di liquidità in capo a soggetti operanti all'estero, al di fuori degli stringenti meccanismi di controllo previsti in Italia;*
- *esercizio delle attività autorizzate in un contesto di strutturale disorganizzazione e di carenze anche di controllo interno;*
- *esercizio dell'attività di negoziazione per conto terzi, avente per oggetto strumenti finanziari derivati atipici collegati all'andamento delle valute, in contropartita di un unico soggetto estero, appartenente al medesimo gruppo dell'intermediario, e non sottoposto, nel proprio paese, ad alcuna forma di vigilanza prudenziale (il decreto sanzionatorio del Ministro del tesoro consegue ad un altro provvedimento di natura cautelare già adottato nel corso del 1995);*
- *esercizio delle attività autorizzate mediante una struttura organizzativa non idonea ad assicurare il rispetto dei principi posti a base della normativa vigente ma, al contrario, finalizzata al perseguimento di interessi estranei a quelli della clientela nonché ad avvantaggiare sistematicamente alcuni clienti a danno di altri (il decreto sanzionatorio del Ministro del tesoro consegue ad un altro provvedimento di natura cautelare già adottato nel corso del 1995).*

In merito agli illeciti accertati successivamente alla data di entrata in vigore del D.Lgs. 415/96, ma riferiti a comportamenti posti in essere dagli intermediari nel periodo di vigenza della legge 1/91, la Consob ha proposto al Ministro del tesoro, l'irrogazione delle seguenti sanzioni pecuniarie: 11 ai sensi dell'art. 13, comma 3, della legge 1/91, rispettivamente, nei confronti di 6 banche e 5 società di intermediazione mobiliare (per un ammontare complessivo pari a 2.370 milioni di lire); 2 nei confronti di 2 Sim, ai sensi dell'art. 11, comma 12, della legge 1/91, per un ammontare massimo complessivo pari a 7.625 milioni di lire.

Con riguardo alle suddette proposte, il Ministero del tesoro ha comunicato di aver interessato l'Avvocatura Generale dello Stato, al fine di acquisire un parere in ordine alle modalità di trattazione delle proposte formulate dalla Consob, ai sensi delle disposizioni di cui agli art. 13 e 11 della legge 1/91, successivamente alla data di entrata in vigore della nuova normativa disciplinante il settore dei servizi di investimento. Complessivamente, le sanzioni pecuniarie, irrogate dalla Consob o proposte al Ministro del tesoro, ammontano nel 1996, a 11.465 milioni di lire (Tav. aVI. 3).

Con riferimento alle sanzioni pecuniarie, proposte dalla Consob al Ministro del tesoro, le stesse sono ascrivibili a varie tipologie di illeciti accertati nell'ambito dell'attività di vigilanza continuativa: illeciti, tuttavia, che non sono stati ritenuti tali, per frequenza e gravità, da incidere in modo sostanziale

sulla correttezza dell'operato dell'intermediario nel suo complesso (circostanze per le quali, sono state adottate, invece, misure di interdizione delle attività autorizzate).

L'irrogazione di sanzioni pecuniarie, d'altra parte, va riconnessa, oltre che all'espletamento da parte della Consob della potestà di vigilanza ispettiva, anche e soprattutto alla vigilanza di tipo informativo, connessa al flusso delle comunicazioni periodiche degli intermediari nonché agli accertamenti disposti.

Le tipologie di illeciti che hanno determinato l'irrogazione di sanzioni pecuniarie sono, in linea generale, riconducibili: alle carenze procedurali e di controllo interno riscontrate nel corso degli accertamenti condotti nella fase di svolgimento delle Opv; all'esecuzione, per conto di specifici clienti, nell'esercizio dell'attività di raccolta di ordini e negoziazione per conto terzi, di operazioni di dimensione eccessiva e con frequenza non necessaria; a scelte di gestione non coerenti con i principi di diligenza, correttezza e professionalità, nell'ambito dell'attività di gestione patrimoniale per conto di singoli clienti; alle anomalie riscontrate nelle procedure di gestione e rilevazione contabile e nella contrattualistica riguardante i rapporti con la clientela e, in particolare, all'acquisizione dell'informativa sulla situazione patrimoniale e finanziaria della clientela.

Nell'ambito delle sanzioni pecuniarie comminate dalla Consob, ai sensi dell'art. 5, della legge 1/91, per l'utilizzo da parte degli intermediari, nell'offerta fuori sede, di soggetti non iscritti nell'albo unico dei promotori di servizi finanziari, particolare rilevanza assume il provvedimento adottato dalla Consob, in epoca successiva all'entrata in vigore del D.Lgs. 415/96, e relativa ad illeciti commessi da una banca nel periodo di vigenza della legge 1/91.

La Consob ha ritenuto, infatti, che la fonte della propria potestà sanzionatoria non sia venuta meno a seguito dell'entrata in vigore delle disposizioni di cui al D.Lgs. 415/96, per gli illeciti compiuti dagli intermediari nel periodo di vigenza della legge 1/91.

Per quanto riguarda i provvedimenti adottati ai sensi delle disposizioni di cui al D.Lgs. 415/96, l'attività della Consob si è concretizzata nell'assunzione da parte del Presidente di un provvedimento, in via d'urgenza, di sospensione degli organi amministrativi della Sim, ai sensi dell'art. 31 del D.Lgs. 415/96 e in 2 proposte, formulate al Ministero del tesoro, di adozione del provvedimento di amministrazione straordinaria, ai sensi dell'art. 34 del D.Lgs. 415/96.

Per quanto concerne il provvedimento adottato dal Presidente della Consob ai sensi dell'art. 31 del D.Lgs. 415/96, lo stesso è riconducibile all'esercizio da parte della Sim dell'attività di gestione dei patrimoni avente ad oggetto strumenti finanziari derivati, in carenza della prescritta autorizzazione, in un contesto di grave dissesto organizzativo, di carenze di controllo interno e di dissesto economico - patrimoniale; situazioni, queste ultime, ritenute particolarmente rilevanti sotto il profilo della tutela del pubblico risparmio, con riferimento sia alla clientela in essere presso l'intermediario che a quella potenzialmente acquisibile.

Le proposte di amministrazione straordinaria formulate al Ministero del tesoro, si riferiscono, invece, in un caso ad un contesto societario finalizzato alla canalizzazione di risparmio raccolto in Italia, in una fitta rete di società estere, comprendenti anche soggetti operanti con modalità sostanzialmente assimilabili a quelle tipiche degli Oicvm, non sottoposte, nei rispettivi paesi a sufficienti forme di vigilanza prudenziale; nell'altro caso all'esercizio delle attività autorizzate in un contesto di gravi carenze

organizzative e di controllo interno.

In entrambi i casi, la Consob ha ritenuto di proporre al Ministero del tesoro l'adozione del provvedimento di amministrazione straordinaria, tenendo conto da un lato, dei potenziali profili di pericolosità per il pubblico risparmio connessi alle sopra richiamate anomalie tecniche e operative di svolgimento delle attività autorizzate e, dall'altro, dei possibili interventi di amministrazione «attiva», da parte degli organi della procedura (il commissario straordinario e il comitato di sorveglianza), finalizzati alla rimozione delle irregolarità riscontrate e al ritorno in bonis dell'intermediario.

Nella ricostruzione del sistema dei procedimenti previsti dal D.Lgs. 415/96 per la gestione della crisi degli intermediari, elaborata dalla Consob nei primi mesi di vigenza delle nuove disposizioni, si è ritenuto che l'amministrazione straordinaria assolvere ad una funzione «attiva» preordinata alla rimozione delle irregolarità riscontrate, in contesti che assicurino comunque l'esistenza delle condizioni di prosecuzione dell'attività aziendale, e che la revoca dell'autorizzazione e la liquidazione coatta amministrativa presuppongano, invece, l'esistenza di condizioni di crisi irreversibili, fronteggiabili soltanto mediante il ricorso a una procedura che, minimizzando l'impatto sul pubblico risparmio, si risolva, comunque, nell'esclusione dell'intermediario dal mercato.

Nel 1996 la Consob ha esteso i propri controlli sui profili di correttezza nell'ambito delle gestioni patrimoniali offerte dalle banche. Inoltre sono stati utilizzati, con maggiore incisività rispetto al passato, gli strumenti di vigilanza informativa, oltre a quelli di vigilanza ispettiva, attivati, invece, a fronte di segnali di più ampia «anomalia» rilevati dal monitoraggio sugli intermediari svolto in via continuativa.

Relativamente agli agenti di cambio, in attuazione dei poteri istruttori e di accertamento attribuiti alla Commissione, sono state inviate, nel corso del 1996, contestazioni di irregolarità e/o incompatibilità professionali a 6 agenti di cambio del ruolo unico. Ai sensi dell'art. 13 del D.P.R. 31 marzo 1975, si è data comunicazione al Ministro del Tesoro ed al Consiglio dell'Ordine degli agenti di cambio competente, di irregolarità riscontrate in capo a 7 agenti di cambio.

In due casi sono stati direttamente assunti provvedimenti urgenti di esclusione dal sistema telematico delle borse valori. Un analogo provvedimento è stato anche adottato nei confronti di un rappresentante alle grida di agente di cambio.

Le crisi degli intermediari e il Fondo nazionale di garanzia

Nel corso del 1996 è proseguita la ristrutturazione dell'industria dei servizi di intermediazione mobiliare a seguito dell'entrata di nuovi intermediari, di fusioni, acquisizioni, trasformazione di forma giuridica e la cessazione dell'attività per alcuni di essi. In 22 casi, l'uscita dal mercato è avvenuta a seguito di crisi degli intermediari che avevano tenuto un comportamento irregolare.

Nel caso di insolvenza degli intermediari (banche, Sim, società fiduciarie e agenti di cambio), la legge 1/91 ha previsto uno strumento estremo, di tutela diretta, per i risparmiatori creditori di quegli intermediari: il Fondo nazionale di garanzia.

Il Fondo nazionale di garanzia, così come regolamentato dall'art. 15 della legge 1/91, garantisce i crediti vantati dai clienti nei confronti delle Sim e degli altri soggetti autorizzati (banche, fiduciarie ed agenti di cambio) in conseguenza dello svolgimento delle attività di intermediazione; l'intervento del Fondo «è condizionato alla dichiarazione di insolvenza degli intermediari conseguente alla dichiarazione di fallimento o, se soggetti a liquidazione coatta amministrativa con esclusione del fallimento, all'accertamento giudiziale dello stato di insolvenza ovvero alla omologazione del concordato preventivo cui siano stati ammessi» (art. 5 del D.M. tesoro 30 settembre 1991). Il Fondo provvede al pagamento dei soli crediti vantati dai clienti verso gli intermediari, riconosciuti in via definitiva da parte degli organi della procedura concorsuale e sulla base della misura in cui risultino accertati in tale sede. Il rimborso, peraltro, è nella misura del 25 per cento del credito complessivo di ciascun cliente; inoltre, il Fondo non può impiegare più del 40 per cento del suo patrimonio per singolo intervento, anche se tale limitazione è solo di ordine temporale non quantitativo, consentendo semplicemente di frazionare i pagamenti, non di ridurli: pertanto non esiste limite superiore al rimborso per singolo credito.

Il D.Lgs. 415/96 formalmente modifica l'attuale assetto normativo in quanto l'art. 15 della legge 1/91, viene abrogato in favore della nuova regolamentazione dall'art. 35 del decreto titolato «sistemi di indennizzo». Viene peraltro delineata (art. 62) una disciplina transitoria che regola l'attuale Fondo di garanzia in quanto l'abrogazione dell'art. 15 della legge 1/91, sarà vigente solo dal compimento delle procedure previste dall'art. 62.

La nuova regolamentazione subordina l'esercizio dei servizi di investimento all'adesione a un sistema di indennizzo a tutela degli investitori riconosciuto dal Ministero del tesoro, sentite la Banca d'Italia e la Consob. La norma implicitamente sancisce il principio della libertà di istituzione di sistemi di indennizzo in Italia. Viene quindi attribuita al Ministero del tesoro, sentite la Banca d'Italia e la Consob, la potestà regolamentare sui sistemi di indennizzo, con riferimento all'organizzazione ed al funzionamento. Inoltre, uniformandosi a quanto previsto dall'art. 96 del T.U. bancario si attribuisce alla Banca d'Italia, sentita la Consob, il potere regolamentare relativo al coordinamento dell'operatività dei sistemi di indennizzo con la procedura di liquidazione coatta, nonché con l'attività di vigilanza in generale.

La disciplina transitoria del Fondo è regolata dall'art. 62 del decreto, alla luce delle previsioni dell'art. 35, nel quale, innanzitutto, si sancisce che il Fondo ha personalità giuridica di diritto privato ed è riconosciuto di diritto quale sistema di indennizzo ai sensi dell'art. 35 anche se dovrà adeguare la propria organizzazione ed il proprio funzionamento alle disposizioni contenute nel regolamento che il Ministro del tesoro emanerà ai sensi dell'art. 35. Il comma 3 stabilisce che, fino all'adeguamento previsto dal comma 2, il Fondo continua ad operare secondo la disciplina previgente. La medesima disciplina si applica agli interventi dovuti in relazione alle insolvenze per le quali lo stato passivo definitivo sia stato depositato prima dell'entrata in vigore del citato regolamento del Ministro del tesoro. Il comma 4, infine, prevede che,

alla data dell'adeguamento della disciplina interna alla nuova disciplina, il patrimonio del Fondo medesimo confluisca in una gestione speciale secondo le modalità stabilite con regolamento del Ministro del tesoro, sentite la Banca d'Italia e la Consob. Con il medesimo regolamento sono disciplinati: la gestione speciale del patrimonio del Fondo; la copertura degli impegni del Fondo derivanti dalle insolvenze pregresse anche attraverso contribuzioni straordinarie a carico degli aderenti al Fondo alla data dell'adeguamento; la destinazione dell'eventuale attivo residuo.

TAV. VI.2

LE CRISI DEGLI INTERMEDIARI E IL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(SITUAZIONE AL 28 FEBBRAIO 1997)

VOCI	SIM	AGENTI DI CAMBIO	FIDUCIARIE	TOTALE
INSOLVENZE				
1992	1	--	--	1
1993	5	1	3	9
1994	4	--	--	4
1995	3	1	--	4
1996	3	1	--	4
TOTALE INSOLVENZE	16	3	3	22
<i>DI CUI CON DEPOSITO DELLO STATO PASSIVO</i>	<i>13</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>18</i>
NUMERO TOTALE CLIENTI AMMESSI	5491	869	303	6663
IMPORTO TOTALE CREDITI AMMESSI ¹	278929	50693	23492	353114
NUMERO ISTANZE PERVENUTE AL FONDO	3380	373	201	3954
IMPORTO CREDITI ISTANZE PERVENUTE AL FONDO ²	226911	35415	21838	284164
<i>INDENNIZZI DELIBERATI DAL FONDO SULLE ISTANZE PERVENUTE³</i>	<i>56729</i>	<i>8312</i>	<i>5459</i>	<i>70500</i>
- INDENNIZZI IMPEGNATI A FRONTE DEL PATRIMONIO DISPONIBILE	29874	1841	5348	37063
- RESIDUI INDENNIZZI DA IMPEGNARE	26855	6471	111	33437

Fonte: Elaborazioni Consob su dati del Fondo nazionale di garanzia. ¹ Valori in milioni di lire. In alcuni casi, l'importo è già al netto del riparto parziale effettuato dal curatore. ² Valori in milioni di lire. ³ Valori in milioni di lire. L'intervento del Fondo è pari al 25 per cento del credito iscritto nello stato passivo. Gli indennizzi da deliberare a fronte delle istanze di intervento, che potrebbero pervenire da tutti i creditori ammessi allo stato passivo delle 18 insolvenze in cui è stato depositato, richiederebbero ulteriori risorse finanziarie per circa 17 miliardi.

I dati forniti dal Fondo nazionale di garanzia (Tav. VI.2) mostrano come, 22 insolvenze abbiano riguardato in maggioranza Sim (16) ma anche fiduciarie (3) e agenti di cambio (3), mentre, allo stato, non si è verificata alcuna insolvenza di banca (al 28 febbraio 1997). Peraltro,

l'intervento del Fondo si è esplicito solamente in 18 casi (che hanno coinvolto circa 6.700 creditori e crediti per circa 353 miliardi) in quanto negli altri non risulta ancora depositato lo stato passivo. In relazione alle istanze di intervento pervenute al Fondo (circa 4.000), sono stati deliberati indennizzi per 70,5 miliardi: sulla base del patrimonio disponibile è stato possibile impegnare per il pagamento degli indennizzi 37 miliardi. A copertura degli interventi istituzionali per le suddette 18 insolvenze, che confluiranno nella gestione speciale di cui all'art. 62, comma 4, del decreto 415/96, occorreranno i seguenti fondi: 33,5 miliardi, per completare il pagamento degli indennizzi già deliberati e 17 miliardi circa, per gli indennizzi relativi alle istanze che potranno ancora pervenire a fronte dei crediti iscritti nello stato passivo delle insolvenze già parzialmente affrontate.

Al fine di alleggerire l'ammontare della copertura per le insolvenze pregresse che graverà sulla gestione speciale del Fondo prevista dall'art. 62 del D.Lgs. 415/96 è giunta, nel gennaio 1997, l'attivazione, da parte del Ministro del tesoro, su proposta della Consob sentita la Banca d'Italia, del contributo suppletivo 1995 previsto dall'art. 3, comma 9, del D.M. tesoro 30 settembre 1991, pari a circa 5,3 miliardi.

Al 28 febbraio 1997 il fabbisogno del Fondo, al netto del contributo suppletivo 1995, sarebbe quindi di circa 50 miliardi.

La crisi finanziaria del Fondo è stata più volte segnalata sia dal Fondo stesso che dalle Relazioni annuali della Consob. Sembra urgente la soluzione di due problemi: in primo luogo la gestione speciale del Fondo, con particolare riferimento alla copertura delle insolvenze pregresse che dovrà garantire le legittime aspettative dei risparmiatori in modo tale, però, da non gravare gli intermediari di oneri eccessivi che li pongano in posizione non concorrenziale con gli intermediari esteri ovvero quelli di nuova costituzione; in secondo luogo la nuova disciplina secondaria sui sistemi di indennizzo. Con riferimento a questo secondo problema, i criteri guida per la riforma, già disegnati dal D.Lgs. 415/96, dovranno essere necessariamente ispirati dalla direttiva sui sistemi di indennizzo degli investitori giunta ormai allo stadio di progetto comune approvato dal comitato di conciliazione di cui all'art. 189 B, paragrafo 4 del trattato CE.

La vigilanza sui promotori finanziari

Il D.Lgs. 415/96, nello stabilire che per l'offerta fuori sede i soggetti abilitati devono avvalersi di promotori finanziari iscritti in un apposito albo istituito presso la Consob ha sostanzialmente confermato, nella materia, il previgente quadro normativo fissato dalla legge 1/91.

Lo stesso Decreto ha peraltro introdotto significative innovazioni alla disciplina dettata dalla legge 1/91, con riguardo a diversi aspetti, tra cui l'attribuzione al Ministero del tesoro della competenza in materia di determinazione dei requisiti di onorabilità e di professionalità per

l'iscrizione all'albo, l'attribuzione alla Consob del potere di «disciplinare» l'istituzione (e non solo il funzionamento) delle commissioni regionali e provinciali per l'albo dei promotori e del potere di determinare le attività incompatibili con l'esercizio dell'attività di promotore (che consentirà di eliminare, per quanto possibile, situazioni di conflitti di interesse), la liberalizzazione dell'attività di consulenza e della consulenza «porta a porta».

Un'ulteriore novità di rilievo si riferisce al potere ispettivo attribuito alla Consob nei confronti dei promotori, che rende estremamente più penetrante l'esercizio dell'attività di vigilanza della Commissione; di qui l'esigenza di prevedere, in sede di regolamenti attuativi del decreto legislativo, specifici obblighi di tenuta della documentazione da parte dei soggetti in discorso.

L'adozione di un nuovo regolamento è altresì un'importante occasione per dare adeguata soluzione a diversi problemi emersi in sede di applicazione della previgente normativa, contenuta nel regolamento adottato con la delibera 5388 del 2 luglio 1991. In particolare, sarà possibile, con la nuova regolamentazione, eliminare dal regime sanzionatorio quegli «automatismi», presenti nel regolamento 5388/91, in più occasioni apparsi non coerenti con i principi di equità cui deve uniformarsi l'azione amministrativa.

E' proseguita inoltre l'attività di collaborazione tra la Consob e le Commissioni regionali e provinciali confermatasi indispensabile sia ai fini del necessario raccordo e coordinamento nell'espletamento delle relative competenze, sia di assistenza all'operato delle singole commissioni.

Per quanto riguarda i provvedimenti di iscrizioni adottati nel corso del 1996 si è registrata una flessione di circa il 28 per cento nel numero complessivo dei nuovi iscritti. Infatti nel 1996 sono stati iscritti all'albo 3236 nuovi soggetti a fronte dei 4512 iscritti l'anno precedente. (Tav. aVI.4).

Le regioni con un maggiore numero di soggetti restano la Lombardia (19 per cento circa del totale), il Lazio (14 per cento circa), l'Emilia Romagna (10 per cento circa), il Veneto (9 per cento circa), il Piemonte (9 per cento circa); seguono la Toscana, la Campania, la Sicilia e la Puglia con percentuali che variano tra il 7 ed il 4 per cento.

I provvedimenti di cancellazione dall'albo (Tav. aVI.5) assunti nel corso del 1996 sono stati complessivamente 1.443, di cui oltre la metà su istanza degli interessati, il 30 per cento circa per omesso pagamento del diritto annuo o per perdita dei requisiti prescritti per l'iscrizione all'albo e l'11 per cento circa per mancato esercizio dell'attività, senza giustificato motivo, per oltre un anno.

Per ciò che concerne l'attività di vigilanza nei confronti dei promotori, nel corso del 1996 sono state acquisite oltre 300 segnalazioni concernenti ipotesi di comportamenti illeciti e sono stati adottati complessivamente 83 provvedimenti sanzionatori (Tav. aVI.6), 22 radiazioni dall'albo, 12 sospensioni a tempo indeterminato, 48 sospensioni cautelari dell'attività e 1 sospensione dell'albo a tempo determinato. Non si è invece proceduto ad alcuna irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie ai sensi dell'art. 5 della legge 1/91.

La maggior parte dei procedimenti sono stati generati da segnalazioni provenienti da clienti dei promotori ovvero dagli intermediari per i quali i promotori medesimi svolgevano la propria attività, ovvero - ancora - dalle commissioni regionali e provinciali. Un numero consistente di procedimenti sanzionatori è stato poi attivato d'ufficio, o a seguito di accertamenti ispettivi disposti nei confronti degli intermediari dai cui esiti emergevano ipotesi di illeciti commessi da promotori ovvero da notizie apparse sulla stampa.

Anche nel corso del 1996 i più frequenti casi di comportamenti illeciti dei promotori riguardano violazioni della normativa concernente la disciplina dei mezzi di pagamento che possono essere ricevuti dalla clientela, la trasmissione all'intermediario di disposizioni di investimento all'insaputa dell'investitore, la mancata trasmissione all'intermediario dei contratti di investimento fatti sottoscrivere alla clientela. Va anche segnalato un notevole incremento delle richieste di informazioni avanzate dall'Autorità Giudiziaria in merito ai soggetti iscritti all'albo.

L'attività regolamentare in materia di procedure di autorizzazione all'esercizio dei servizi di investimento

Fra le prime norme del D.Lgs. 415/96 che hanno trovato attuazione vi sono quelle in materia di autorizzazione all'esercizio dei servizi di investimento. Il regolamento adottato dalla Consob con delibera 10418 del 27 dicembre 1996, nel ridisegnare la materia già ampiamente collaudata in un quinquennio di vigenza del regolamento 5386 del 2 luglio 1991, introduce un comparto di intermediari autorizzati del tutto nuovo, costituito dalle imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie.

Relativamente agli intermediari di diritto italiano, si rileva come l'introduzione dei nuovi requisiti nonché del concetto innovativo di «sana e prudente gestione» quale norma di chiusura per il rilascio della autorizzazione, previsti dall'art. 6 del D.Lgs. 415/96, abbiano trovato una giusta eco in sede regolamentare. Si è infatti dato particolare rilievo a quegli aspetti che consentono una valutazione in termini di effettività del nuovo intermediario, nonché una maggiore efficacia del controllo operato *ex ante* dall'Autorità di vigilanza al fine di prevenire, già in sede di autorizzazione, possibili «crisi» del settore.

Tra i nuovi requisiti, particolare attenzione è stata attribuita all'elaborazione dello schema tipo del programma iniziale di attività, le cui molteplici voci, unitamente alla struttura organizzativa e alla documentazione richiesta con riferimento al gruppo di appartenenza del soggetto istante, sono volte ad individuare le concrete potenzialità per l'intermediario di operare.

La richiesta competenza dell'intermediario mobiliare viene, peraltro, confermata dalla previsione di specifici requisiti di professionalità in capo ai soggetti chiamati a gestire la società, nonché agli organi di controllo interno, per i quali continua a trovare applicazione la disciplina della legge 1/91, in attesa degli emanandi regolamenti in materia, di competenza del Ministro del tesoro.

Anche in materia di trasparenza degli assetti proprietari e della garanzia di sana e prudente

gestione, il regolamento in commento richiama la disciplina, a tutt'oggi vigente, della legge 1/91 relativamente ai requisiti di onorabilità di esponenti aziendali e partecipanti al capitale, riservandosi di apportare le dovute modifiche a seguito dell'emanazione dei regolamenti di competenza del Ministro del tesoro, in materia di requisiti di onorabilità, e della Banca d'Italia sotto il profilo dell'idoneità dei soci.

Con riguardo a tale ultimo punto, infatti, il D.Lgs. 415/96 in linea peraltro con la disciplina già esistente nel settore bancario, prevede la possibilità da parte della Banca d'Italia di vietare l'acquisizione di partecipazioni rilevanti ove il potenziale acquirente non sia «idoneo» ad assicurare una gestione sana e prudente della Sim o a consentire l'effettivo esercizio della vigilanza (art. 10 del D.Lgs. 415/96).

Assume ancora rilievo la previsione in sede regolamentare dei termini, relativamente brevi, entro i quali l'intermediario autorizzato, a pena di decadenza dell'autorizzazione deve cominciare ad operare (un anno dalla data dell'autorizzazione) ovvero deve riprendere ad operare, ove abbia interrotto lo svolgimento di un servizio di investimento (sei mesi dalla data di interruzione).

Con riferimento alle imprese di investimento extracomunitarie, che verranno iscritte in una apposita sezione dell'albo di cui all'art. 9, comma 1 del D.Lgs. 415/96, il regolamento 10418/96 detta una disciplina in materia di autorizzazione che riproduce, in larga parte, quella sopra brevemente riportata relativa agli intermediari italiani.

Differenze di rilievo sono, per contro, rappresentate dal fatto che le imprese extracomunitarie per operare in Italia devono già essere in possesso dell'autorizzazione ad esercitare l'attività di intermediazione mobiliare nel paese estero di residenza, nonché dell'esistenza di specifiche intese tra le Autorità di vigilanza italiane e quelle del paese interessato, a riprova dell'esistenza di condizioni di equivalenza per gli operatori del settore: e ciò in ragione del fatto che il controllo su detti intermediari assume maggiore rilevanza in sede di autorizzazione, essendo demandata la successiva attività di vigilanza per larga parte all'Autorità estera competente, quantomeno per quanto concerne l'impresa madre.

Significativa appare ancora la previsione regolamentare (art. 15, comma 2, lett. d, del citato regolamento 10418) della dichiarazione relativa all'avvenuto versamento del fondo di dotazione, la cui misura è determinata dalla Banca d'Italia, in caso di apertura di succursale nel territorio della Repubblica.

Per le imprese di investimento comunitarie, in virtù del principio della «licenza unica» introdotto dalla direttiva europea sui servizi di investimento, quale attuazione del principio della libera prestazione dei servizi vigente tra i paesi dell'Unione, la Consob non ha, in linea generale, potestà autorizzativa in materia.

Il regolamento 10418/96 ha di conseguenza disciplinato le modalità per l'esercizio in Italia dei servizi di investimento da parte di imprese comunitarie che intendono operare in regime transfrontaliero ovvero attraverso lo stabilimento di succursali, limitandosi a prescrivere, nel primo caso, l'obbligo di informazione alla Consob e alla Banca d'Italia da parte dell'Autorità

competente dello Stato membro d'origine dell'intermediario. In caso di stabilimento di succursale, l'inizio dell'attività è sempre subordinato a un obbligo di comunicazione da parte dell'Autorità estera competente cui però segue la comunicazione della Consob alla succursale dell'impresa di investimento comunitaria; l'attività può avere inizio quando, in caso di silenzio, siano trascorsi due mesi dall'ultima comunicazione effettuata dall'Autorità estera.

La potestà autorizzativa della Consob permane, invece, per l'esercizio in Italia da parte di imprese di investimento comunitarie di servizi non ammessi al mutuo riconoscimento che, come tali, non rientrano nel campo di applicazione della normativa sopra richiamata.

In questa ipotesi l'impresa comunitaria deve documentare lo svolgimento nello Stato d'origine del servizio per il cui esercizio richiede l'autorizzazione nonché presentare un programma di attività concernente le modalità operative, ivi compresa l'eventuale apertura di succursali nel territorio della Repubblica.

Anche per le imprese di investimento comunitarie il regolamento ha disciplinato, in attuazione dell'art. 9, comma 1, del D.Lgs. 415/96, l'apposito elenco da allegare all'albo, contenente gli estremi identificativi del soggetto, nonché l'indicazione dei servizi ammessi al mutuo riconoscimento che l'impresa può svolgere e quelli non ammessi al mutuo riconoscimento che l'impresa è autorizzata a svolgere, oltre l'indicazione delle succursali presenti nel territorio.

Gli orientamenti interpretativi in materia di attività di intermediazione mobiliare

Nel corso del 1996, la Commissione ha avuto occasione di approfondire numerose questioni riguardanti le attività di intermediazione mobiliare. Al riguardo, sono stati espressi numerosi pareri, formulati con riferimento alla disciplina recata dalla legge 1/91, che potranno essere oggetto di riconsiderazione nel momento in cui il completamento della normativa di attuazione del D.Lgs. 415/96, avrà definitivamente superato l'originario assetto disciplinare riconducibile alla legge Sim, in parte ancora vigente.

In più occasioni sono state portate all'attenzione della Commissione problematiche riguardanti l'assoggettamento alla disciplina di settore dell'attività di intermediazione in valute e di compravendita di materie prime.

In proposito, si è evidenziato come le operazioni di compravendita a pronti o a termine aventi direttamente ad oggetto valute e merci non configurino attività di intermediazione mobiliare, non rientrando nella nozione di strumenti finanziari. Diversamente, qualora l'attività di intermediazione si riferisca a contratti futures e contratti swaps su tassi di interesse, valute, merci e relativi indici - nonché a contratti a termine collegati a tassi di interesse, valute, merci e relativi indici - stante la loro ricomprensione nell'ambito degli strumenti finanziari, trova piena applicazione la riserva di attività riconosciuta in capo

agli intermediari mobiliari.

E' stato, inoltre, ricordato come non rappresenti una effettiva offerta di servizi di intermediazione mobiliare e, quindi, sia consentita a soggetti diversi dagli intermediari autorizzati l'attività consistente nella mera segnalazione della denominazione e della sede di un intermediario autorizzato, nonché nella generica enunciazione dei pregi del medesimo, senza svolgimento di alcuna attività promozionale o contrattuale a favore e nell'interesse dell'intermediario.

Viceversa, l'attività consistente nel mettere in contatto due parti per il compimento di operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari, agendo come «intermediario puro» e eventualmente percependo per il servizio prestato una provvigione da entrambi i contraenti, è stata ritenuta riconducibile all'attività di raccolta di ordini di acquisto o vendita di valori mobiliari, come tale riservata ai soggetti autorizzati all'esercizio della stessa e soggetta alla relativa disciplina.

La Commissione ha avuto anche modo di precisare i criteri in virtù dei quali un'attività di intermediazione mobiliare può considerarsi svolta in Italia. Tale deve ritenersi l'attività prestata a seguito della ricerca sul territorio italiano dei propri obiettivi, ivi individuando i potenziali clienti ed effettuando con qualsiasi mezzo (compreso il ricorso a forme di cooperazione con intermediari aventi sede in Italia) attività di promozione dei propri servizi.

Sulla base di questo principio, la Commissione ha ritenuto insussistenti gli estremi dell'operatività nel territorio della Repubblica nell'ipotesi in cui un servizio di intermediazione mobiliare venga reso da un intermediario di diritto estero su richiesta degli investitori italiani, senza che l'intermediario medesimo abbia posto in essere in Italia alcuna attività di ricerca dei propri «obiettivi».

Ha costituito oggetto di un'approfondita disamina la questione della possibilità, per un intermediario autorizzato, di affidare a terzi il compimento di taluni adempimenti inerenti lo svolgimento delle attività di intermediazione mobiliare. La Consob ha affermato, in proposito, il principio secondo cui le attività di intermediazione mobiliare, in quanto attività subordinate ad autorizzazione e riservate a determinati soggetti provvisti di specifici requisiti, ai quali si applicano anche regole indirizzate ad assicurare adeguate caratteristiche organizzative e capacità gestionali, esigono di essere svolte «personalmente» da tali soggetti.

Si è tuttavia considerato che, nell'ambito della cennata operatività, risultano comprese ed identificabili attività di carattere essenzialmente materiale e strumentale alla prestazione di servizi, la cui effettuazione appare suscettibile di essere svincolata dal rispetto del principio di personalità appena delineato.

A questa categoria si è, ad esempio, ricondotta l'attività di riscontro delle operazioni concluse, preliminare all'invio dei saldi alla stanza di compensazione, e la materiale predisposizione e compilazione della rapportistica ai fini di vigilanza, nonché la produzione delle informazioni destinate alla clientela circa le operazioni effettuate e la compilazione della relativa documentazione. Si è, comunque, ribadito che gli obblighi di informazione verso la clientela e verso le Autorità di vigilanza incombono in via esclusiva all'intermediario, il quale è tenuto a verificare i contenuti della documentazione predisposta dal soggetto

che presta il servizio e ad operare in modo che tale documentazione sia ad esso intermediario direttamente imputabile, rimanendo direttamente e pienamente responsabile del diligente adempimento degli obblighi rilevanti sia nei confronti delle Autorità di vigilanza che nei confronti dei clienti.

Anche la materia dei reclami inoltrati all'intermediario ha formato oggetto delle riflessioni della Consob in particolare per quanto riguarda l'obbligo, per gli intermediari autorizzati, di comunicare alla Commissione i reclami ricevuti che non abbiano trovato composizione nel corso dell'anno.

In proposito, si è precisato che, affinché un reclamo possa considerarsi tra quelli che hanno avuto effettiva composizione, è necessario che l'intermediario abbia accertato il superamento dei motivi di rilievo con soddisfazione del cliente, non risultando sufficiente che al reclamo sia stata semplicemente fornita una replica da parte dell'intermediario; diversamente, può considerarsi composto il reclamo qualora l'intermediario abbia fissato un termine per eventuali repliche o eccezioni del cliente e tale termine sia scaduto, potendosi attribuire valore concludente al silenzio del cliente stesso.

Per ciò che concerne l'attività di negoziazione, la Consob si è pronunciata in ordine al compimento di operazioni su titoli che siano stati oggetto di un provvedimento di sospensione dalla negoziazione sul mercato ufficiale, chiarendo che tali operazioni non possono essere effettuate con l'intervento di intermediari autorizzati.

In tale ipotesi, infatti, gli intermediari, non essendo in condizione di adempiere agli obblighi di concentrazione sul mercato regolamentato, non possono neppure ritenersi autorizzati ad eseguire le negoziazioni fuori mercato; nessun impedimento osta, invece, al compimento delle suddette operazioni direttamente tra controparti private, né sono dettate in materia specifiche procedure per il relativo perfezionamento.

Con riguardo all'attività di gestione patrimoniale, la Consob la ha avuto modo di ribadire come, in ossequio alla esigenza di personalizzazione del rapporto tra intermediario gestore e cliente, debba ritenersi inammissibile, anche in presenza del consenso della clientela, la interposizione di un operatore professionale, quale una società fiduciaria non iscritta alla sezione speciale dell'albo delle Sim, nell'affidamento di un incarico di gestione mobiliare. Tale schema operativo, infatti, escludendo la conoscenza diretta e reciproca fra cliente e gestore, non consentirebbe a quest'ultimo lo svolgimento del servizio in perfetta aderenza alle specifiche esigenze del cliente.

Deve ritenersi consentita, per contro, l'attribuzione ad una società fiduciaria del ruolo di mera custode delle somme e dei valori mobiliari affidati in gestione ad un intermediario a ciò autorizzato, nonché il ruolo di materiale esecutrice delle disposizioni impartite da quest'ultimo.

In tema di conflitto di interessi, particolare importanza riveste il chiarimento fornito in merito

all'operatività consistente nell'inserimento nei portafogli dei clienti di valori mobiliari emessi da società appartenenti al medesimo gruppo dell'intermediario gestore. Al riguardo si è precisato che il consenso scritto all'effettuazione delle operazioni in conflitto di interessi deve essere prestato per ogni singola operazione di investimento, non risultando sufficiente che l'autorizzazione del cliente al compimento delle operazioni in esame venga rilasciata una sola volta, alla stipula del contratto di intermediazione.

La Commissione si è inoltre pronunciata favorevolmente in ordine alla possibilità di stabilire forme di remunerazione basate anche su parametri commisurati ai risultati di gestione (cosiddette «commissioni di performance»); si è, tuttavia, richiamata la necessità di assicurare comunque l'osservanza degli obblighi di trasparenza contrattuale in materia di compenso spettante all'intermediario.

La Commissione ha, poi, confermato che ogni attività svolta da un intermediario in diretto contatto con la clientela nelle sedi «periferiche», eventualmente costituite, configura offerta dei propri servizi e, pertanto, può essere svolta esclusivamente per il tramite di promotori finanziari.

Con specifico riferimento all'attività delle banche, la Consob ha avuto occasione di tornare a precisare che la promozione o il collocamento da parte delle stesse, fuori dalle proprie sedi e dipendenze, di servizi di intermediazione dalle stesse prestati non necessita di autorizzazione all'esercizio dell'attività di sollecitazione del pubblico risparmio a domicilio, pur dovendo essere svolta esclusivamente per il tramite di promotori finanziari. Diversamente, la promozione e il collocamento, al di fuori delle proprie sedi e dipendenze, di prodotti e servizi diversi dai valori mobiliari e dai servizi di intermediazione mobiliare non risultano, se svolti da banche, direttamente riconducibili alla disciplina della intermediazione mobiliare e devono, pertanto, considerarsi regolati nell'ambito della disciplina generale dell'attività bancaria.

Sotto altro aspetto, è stato precisato che l'attività di classamento di obbligazioni di propria emissione da parte di banche, ove svolta in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze della banca emittente, deve ricondursi nell'ambito della richiamata attività di sollecitazione, il cui esercizio è riservato ai soggetti all'uopo autorizzati; resta fermo, si è aggiunto, che la effettuazione sul mercato secondario di operazioni aventi ad oggetto dette obbligazioni configura attività di negoziazione.

Con riguardo all'attività di finanziamento dei contratti di borsa, consentita alle Sim in quanto attività connessa alla prestazione dei servizi di intermediazione, la Commissione ha ribadito l'inammissibilità di forme di finanziamento consistenti nella semplice messa a disposizione del cliente di somme di denaro. Si è però riconosciuta l'ammissibilità di tecniche di finanziamento poste in essere nella forma del prestito titoli.

Vari chiarimenti sono stati, ancora, forniti in tema di promotori finanziari.

E' stato precisato che la mera segnalazione al pubblico del nominativo e della qualifica del promotore, anche quando accompagnata dalla specificazione dell'intermediario per conto del quale egli opera, non trova ostacoli nella normativa di settore a condizione che non siano utilizzate diciture o modalità suscettibili di compromettere la necessaria trasparenza informativa ed operativa nei confronti della potenziale clientela.

Si è inoltre osservato che la normativa di riferimento non prevede che la professione di promotore finanziario debba essere esercitata in via esclusiva, salvo il rispetto del cosiddetto vincolo di monomandato, e che pertanto ad essa può essere affiancato lo svolgimento di altre attività lavorative, purché siano mantenuti debitamente separati i diversi ambiti di operatività. Siffatta impostazione, naturalmente, fa salva l'eventualità che ragioni ostative allo svolgimento, da parte del promotore, di altre attività possano derivare da disposizioni di altri ordinamenti o da norme limitative dell'operatività di taluni soggetti. E' questo il caso dell'agente di cambio, al quale la disciplina speciale che ne regola l'attività non consente il simultaneo svolgimento dell'attività di promotore finanziario.

Diversamente, si è ritenuta compatibile con la disciplina di settore la situazione di un soggetto operante per un intermediario in qualità di promotore e, per un altro intermediario autorizzato, in funzione di amministratore. Detta soluzione è stata dichiarata conforme ai precetti di legge in quanto la diversità dell'intermediario presso il quale il promotore opera in qualità di amministratore esclude il profilo, che in sé sarebbe problematico, della coincidenza nel medesimo soggetto della posizione di vigilante e di vigilato.

Questioni interpretative sono state sollevate in merito all'operatività consentita al promotore finanziario di cui una Sim si avvalga nell'esercizio dell'attività di consulenza. La Commissione ha chiarito, in proposito, che l'attività del promotore deve limitarsi all'offerta, in luogo diverso dalla sede principale o dalle sedi secondarie dell'intermediario, del servizio di consulenza, ad esso essendo inibita la prestazione del servizio medesimo.

In merito alla figura del praticante promotore, la Commissione ha ribadito l'essenzialità, nel prescritto periodo di tirocinio svolto presso un promotore, dello svolgimento di un'attività che dia al praticante, oltre alla necessaria formazione teorica, anche quella a contenuto pratico-operativo. In virtù di questo principio, si è affermato che non può considerarsi effettivamente compiuto il periodo semestrale di pratica qualora il tirocinio sia stato svolto a fianco di un promotore che, pur iscritto all'albo, risulti inattivo.

VII. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB IN SEDE GIURISDIZIONALE

Nel corso del 1996 l'attività della Consob in sede giurisdizionale è stata caratterizzata, rispetto a quella svolta nel corso del precedente anno, da una riduzione del contenzioso amministrativo e civile - *ex lege* 689/81 - e dall'inoltro di un notevole numero di segnalazioni di ipotesi di reato all'Autorità Giudiziaria; tra queste ultime assumono particolare rilevanza le relazioni motivate ex art. 8, comma 3, legge 157/91, afferenti ipotesi di *insider trading*. Intensa è stata inoltre la collaborazione con la suddetta Autorità, sia in sede civile che penale.

Il contenzioso amministrativo e civile

Con specifico riferimento al contenzioso amministrativo, nel 1996 sono stati presentati 31 ricorsi, rispetto ai 46 del 1995, per l'annullamento e/o sospensione di atti e/o provvedimenti della Consob. Tali ricorsi, come già nel 1995, hanno avuto ad oggetto prevalentemente provvedimenti di sospensione e di cancellazione dall'albo dei promotori finanziari ex art. 5 comma 8, legge 1/91 (e relativo regolamento di attuazione), nonché provvedimenti cautelari e sanzionatori disposti nei confronti di Sim ai sensi dell'art. 13 della stessa legge (Tav. aVII.1).

Con riguardo al contenzioso civile, si è registrata una rilevante riduzione dei ricorsi al pretore contro le sanzioni amministrative pecuniarie irrogate dalla Consob o dal Ministro del tesoro, su proposta della Consob, ai sensi degli artt. 5, 11 e 13 della legge 1/91 (Tav. aVII.2). In particolare nel 1996 sono stati presentati 3 ricorsi ex art. 22 legge 689/81, a fronte dei 20 presentati nel corrispondente periodo del 1995, afferenti sanzioni amministrative pecuniarie irrogate nei confronti di Sim.

Il D.Lgs. 415/96, abrogando le citate disposizioni della legge 1/91, ha ridisciplinato la materia dei provvedimenti cautelari e sanzionatori applicabili ai soggetti operanti nel settore dei servizi di investimento su strumenti finanziari.

Le disposizioni della legge 1/91, e in particolare quelle di cui all'art. 13, prevedevano infatti un complesso e articolato sistema di provvedimenti cautelari e sanzionatori che avevano rivelato - e prova ne è il rilevante contenzioso che è disceso dall'applicazione di tale normativa in questi ultimi anni - notevoli difficoltà di interpretazione anche in relazione alle relative procedure.

Il D.Lgs. 415/96 ha razionalizzato la materia, attuando una netta distinzione tra provvedimenti cautelari (artt. 31, 32, 34 e 45, commi 3 e 4) e sanzionatori (artt. 40, 41, comma 2, 43, 45, comma 1, e 59) e prevedendo, nell'ambito di questi ultimi, ulteriori e diverse fattispecie di illeciti colpiti con sanzioni amministrative pecuniarie.

La disciplina dei provvedimenti sanzionatori, analogamente a quanto previsto dal T.U.

bancario, ha poi tenuto conto dei principi generali previsti in materia dalla legge 689/81 e in particolare di quelli relativi alla responsabilità personale dell'autore dell'illecito, alla responsabilità solidale della società di appartenenza per il pagamento della sanzione e al diritto di regresso - che quest'ultima ha l'obbligo di esercitare - verso i materiali responsabili dell'illecito. E' inoltre da segnalare, con riferimento ai procedimenti relativi alle sanzioni amministrative pecuniarie, specificamente disciplinati all'art. 44, la previsione del ricorso alla Corte di Appello di Roma, la cui competenza esclusiva viene a sostituire quella del pretore del luogo di commissione della violazione prevista dalla legge 689/81, richiamata dalla legge 1/91. Tale previsione, mutuata dall'art. 145 del T.U. bancario, conforme peraltro a quella che può dirsi una tendenza in atto nel settore delle autorità amministrative indipendenti, trova la sua ragione nell'esigenza di concentrare la cognizione delle controversie in materie così specifiche in un unico organo giurisdizionale specializzato, anche al fine di evitare il formarsi di indirizzi giurisprudenziali difformi.

Sempre con riferimento al contenzioso civile, nel corso del 1996 sono state intraprese 5 azioni per il risarcimento dei danni contro la Consob, i cui procedimenti sono tuttora in corso (Tav. aVII.3).

Le segnalazioni di ipotesi di reato e l'attività di supporto prestata all'Autorità Giudiziaria

Nel corso del 1996 sono state trasmesse all'Autorità Giudiziaria penale 233 segnalazioni relative a 337 ipotesi di reato riscontrate dalla Consob sia nell'ambito dell'attività di vigilanza ordinaria che in esito a verifiche ispettive (Tav. aVII.4).

Con specifico riferimento all'*insider trading*, sono state inoltrate alla Procura della Repubblica 9 relazioni motivate ex art. 8, comma 3, legge 157/91 in relazione ad istruttorie i cui esiti hanno rivelato ipotesi di violazione della citata normativa. Tali istruttorie, avviate in genere a seguito del riscontro di un andamento anomalo dei corsi di un titolo in epoca antecedente la divulgazione al pubblico di un'informazione rilevante, riguardano la verifica dell'intera operatività del mercato posta in essere nel periodo cosiddetto «sospetto». Di tali istruttorie, 8 sono state avviate su iniziativa della Consob e 1 su segnalazione della magistratura inquirente, la quale ai sensi dell'art. 8, comma 5, della legge 157/91, «è tenuta ad informare tempestivamente la Consob» di eventuali notizie di reato previste dalla citata legge.

Le ipotesi di reato segnalate all'Autorità Giudiziaria penale in esito a tali istruttorie sono state 46 (Tav. VII.1). Le persone giuridiche vengono indicate in quanto soggetti nei cui confronti si è prodotto il vantaggio economico delle operazioni sospette di *insider trading*: di tali operazioni risponderanno, in virtù dei principi generali vigenti nel nostro ordinamento, gli amministratori e i soggetti che, in possesso dell'informazione riservata, le hanno decise.

TAV. VII.1

**IPOSTESI DI VIOLAZIONE DELLA LEGGE 157/91
SEGNALATE ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA NEL 1996**

FATTISPECIE	NUMERO
<i>ART. 2, CO. 1</i>	
PERSONE FISICHE	17
SOCIETÀ QUOTATE	3
SPA	8
SIM	1
SOCIETÀ GESTIONE FONDI	1
SRL	4
<i>ART. 2, CO. 2</i>	
	9
<i>ART. 2, CO. 4</i>	
SOCIETÀ GESTIONE FONDI	1
PERSONE FISICHE	2
<i>TOTALE</i>	46

Si veda la sezione Note metodologiche.

Con riferimento inoltre alle persone giuridiche, è interessante evidenziare come le ipotesi di *insider trading* abbiano riguardato prevalentemente l'operatività di soggetti facenti parte del gruppo nell'ambito del quale si era formata l'informazione privilegiata, rilevante ex art. 3 della legge 157/91.

Come già evidenziato, il 1996 è stato inoltre caratterizzato da una rilevante attività di supporto informativo prestata dalla Consob all'Autorità Giudiziaria sia in sede civile che penale. In particolare, la Consob ha dato seguito a 44 richieste di informazioni effettuate dalla stessa Autorità Giudiziaria o dalla Guardia di Finanza per conto della medesima Autorità. Tali richieste hanno avuto ad oggetto non solo dati ed informazioni di cui la Consob è destinataria *ex lege*, ma anche specifiche memorie tecniche concernenti la normativa dei mercati di valori mobiliari esteri e i dati e le informazioni afferenti intermediari per la cui acquisizione sono stati estesi accertamenti ispettivi in corso.

Si segnala, inoltre, che nel 1996 (Tav. aVII.5) la Consob è intervenuta, ex art. 8 della legge 157/91, quale ente rappresentativo di interessi lesi nell'ambito di un procedimento penale afferente diverse ipotesi di *insider trading*.

Così come ritenuto in dottrina, tale norma, considerata la complessità tecnica insita nell'individuazione delle fattispecie di reato previste dalla legge medesima, ha affidato alla Consob lo svolgimento dell'attività di verifica di eventuali violazioni attribuendole ampi poteri

di indagine; inoltre, ha disposto che la Commissione svolgesse uno specifico ruolo accessorio a quello del Pubblico Ministero, finalizzato a coadiuvarne e a stimolarne l'attività nell'ambito dei procedimenti penali afferenti le ipotesi di reato previste dalla legge 157/91.

Deve peraltro rilevarsi che le problematiche affrontate dal legislatore in tale sede non possono ritenersi esclusive dei reati di *insider trading* e di manipolazione, essendo infatti riscontrabili anche in relazione ad altre ipotesi di reato previste dalla normativa del mercato dei valori mobiliari, data la sua complessità tecnica e la sua estrema frammentarietà.

In tale contesto, si inserisce pertanto l'atto di intervento presentato nel corso del 1996 dalla Consob quale ente rappresentativo degli interessi lesi nell'ambito di un procedimento penale afferente ipotesi di violazione dell'art. 14, comma 1, legge 1/91, nonché ulteriori e reiterate ipotesi di «abusivismo» previste dalla normativa del settore considerato.

La giurisprudenza

Con riferimento alla giurisprudenza amministrativa, si segnalano alcuni principi contenuti in decisioni del Tar e del Consiglio di Stato in relazione a provvedimenti adottati dalla Consob, ai sensi della legge 1/91. Nonostante l'abrogazione di tale disciplina, tali principi possono comunque rivestire interesse anche nell'ambito del quadro normativo di cui al D.Lgs. 415/96.

In relazione ai provvedimenti di cui all'art. 13, commi 3, 4 e 6 della legge 1/91, con le ordinanze 2704 e 2705 dell'11 settembre 1996 il Tar del Lazio, nel respingere le istanze di sospensione presentate da Sim avverso provvedimenti con i quali era stata disposta la sanzione della sospensione dall'albo, e lo scioglimento degli organi amministrativi delle stesse società, ha ribadito, confermando un orientamento già espresso con sentenza 2054 del 12 dicembre 1995, la legittimità del procedimento sanzionatorio attivato dalla Consob ex art. 13 legge 1/91 mediante contestazione degli addebiti agli interessati, esame delle controdeduzioni e successiva proposta al Ministero del tesoro per l'adozione del provvedimento definitivo.

In particolare, il Tar non ha ritenuto necessaria la rinnovazione delle contestazioni e l'acquisizione di reiterate controdeduzioni da parte del Ministro del tesoro, qualora quest'ultimo abbia assunto e valutato, sulla base della documentazione trasmessagli, gli stessi elementi oggetto di contraddittorio con la società destinataria della sanzione. Il Tar ha inoltre confermato la legittimità del provvedimento impugnato, rilevando che la irrogazione in concreto delle sanzioni ex art. 13, commi 4 e 6, della legge 1/91 appariva giustificata dalla gravità delle violazioni accertate da considerarsi in sé rilevanti, anche ai fini della commisurazione della entità della sanzione superiore al minimo, indipendentemente dall'epoca della loro commissione, e ciò in ragione del carattere sanzionatorio e non cautelare del provvedimento impugnato.

Il Tar ha altresì ritenuto che il potere esercitato dalla Consob e dal Ministro del tesoro sia

stato legittimamente sorretto dalla legge 1/91 ancora in vigore all'epoca di adozione del provvedimento di sospensione adottato in data 29 agosto 1996 essendo stata quest'ultima legge abrogata solo con decorrenza 1 settembre 1996.

Il Consiglio di Stato, con le ordinanze 978 e 979 del 20 settembre 1996, non ha condiviso tale orientamento del Tar. In particolare, in relazione ai provvedimenti oggetto del ricorso datati 29 agosto 1996 e adottati a norma dell'art. 13 della legge 1/91, il Consiglio di Stato ha ritenuto invece applicabile la disciplina di cui al D.Lgs. 415/1996, pubblicato il 9 agosto 1996 ed entrato in vigore il 1 settembre 1996.

Sulla base di tale presupposto, il Consiglio di Stato ha ritenuto «alla luce del principio di legalità valido anche in materia di sanzioni amministrative (...) che con il citato provvedimento del 29 agosto 1996 è stata irrogata una sanzione di un tipo (sospensione dall'albo delle Sim) che il decreto legislativo 415/96 e vigente dal 1 settembre 1996, non contempla più per alcuna fattispecie».

Si è inoltre ritenuta l'insussistenza della prevalenza, rispetto al danno prospettato dai ricorrenti, di un'esigenza di immediata tutela del pubblico risparmio. E ciò in relazione al fatto che «il decreto Ministeriale impugnato adottato a norma dell'art. 13, commi 3 e 4 della legge 1/91 ha carattere sanzionatorio e non ha la natura cautelare delle misure urgenti e provvisorie demandate alla Consob» proprio in relazione al «caso di esigenza di tutela immediata del pubblico risparmio (art. 13, comma 2, legge 1/91 abrogata) e di situazioni di pericolo per i clienti o per i mercati (art. 31, comma 1, decreto legislativo 415 del 1996 attualmente in vigore)».

Con riferimento ai provvedimenti cautelari di cui all'art. 13, commi 2 e 6, legge 1/91, il Tar - con ordinanze 291/96 e 2706/96 - conformandosi ad un precedente orientamento espresso con ordinanza 513/95, ha accolto la richiesta di sospensiva del provvedimento impugnato con riguardo specifico ed esclusivo alla censura del difetto di contraddittorio sul punto del ritardo intervenuto nell'adozione dell'atto impugnato, di natura squisitamente cautelare. Tale orientamento non è stato peraltro condiviso dal Consiglio di Stato, il quale con ordinanza 187/96 ha ritenuto che anche l'acclaramento degli elementi richiesti dal comma 2 del suddetto art. 13 possa comportare la necessità di un'articolata istruttoria e che nel contrasto tra due interessi (di tutela del mercato e di instaurazione del contraddittorio) debba ritenersi prevalente quello pubblico generale, rivolto alla correttezza delle contrattazioni nel mercato mobiliare.

Sempre con riferimento all'art. 13, comma 6, della legge 1/91 è da segnalare quanto ritenuto dal Tar con sentenza 2313/96 del 28 dicembre 1996 in relazione ad un provvedimento di scioglimento degli organi amministrativi e di nomina di un commissario con l'incarico della gestione della società adottato nei confronti di una Sim in liquidazione.

Nell'ambito di tale procedimento il Tar, con ordinanza 2711/95 del 13 dicembre 1995, aveva rigettato la domanda incidentale di sospensione del provvedimento «avendo riguardo alla comparazione degli interessi coinvolti nel procedimento che ha dato luogo all'atto impugnato». In particolare il Tar ha ritenuto attenuato il profilo di danno conseguente allo scioglimento degli organi sociali, essendo la società

stessa inattiva. Con riguardo poi alla sostituzione del liquidatore prescelto dalla società con un commissario nominato dal Ministro del tesoro, il Tar ha considerato prevalente l'interesse dei clienti della Sim ad una gestione liquidatoria improntata ai canoni di efficienza, ma anche di imparzialità rispetto all'interesse degli organi sociali - essenzialmente il liquidatore privato - al mantenimento delle funzioni e dell'incarico.

Con la citata sentenza 2313/96, il Tar ha peraltro accolto nel merito il ricorso, annullando l'atto impugnato. In particolare il Tar ha ritenuto che la previsione del potere di scioglimento degli organi amministrativi di una Sim fosse strettamente correlata all'adozione dei provvedimenti cautelari e sanzionatori previsti nei commi 1, 2, 3 e 4 dello stesso articolo.

Il Tar ha inoltre ritenuto che il provvedimento di scioglimento degli organi sociali non possa oggettivamente essere sorretto da un'autonoma funzione cautelare posto che anche il liquidatore scelto volontariamente deve ispirarsi ai medesimi criteri di correttezza, imparzialità ed efficienza che presiedono allo svolgimento delle attività del commissario ministeriale. Gli stessi elementi rilevati in sede cautelare con ordinanza 2711/95 e attinenti alle scarse informazioni date ai clienti non sono apparsi decisivi per il Tar, non essendo comunque «entrati nell'ambito delle giustificazioni dell'atto impugnato». Si è infine ritenuta necessaria una specifica fase di contraddittorio sul punto del commissariamento.

Con riferimento alla disciplina dell'attività di revisione e certificazione, si segnala l'ordinanza del Tar del Lazio 10/97 con cui è stata respinta l'istanza di sospensione del provvedimento con il quale la Consob, ai sensi dell'art. 11, comma 2, lett. a), del D.P.R. 136/75, aveva intimato ad una società di revisione di non avvalersi di un socio nell'attività di revisione e certificazione per un periodo di 24 mesi. Conformemente all'orientamento già espresso con sentenza 1887 del 2 novembre 1995, il Tar ha ritenuto che, attesa la ratio che presiede alla certificazione di bilancio, l'incompleta e carente informazione nella certificazione di bilancio di una società quotata della situazione economico-patrimoniale e finanziaria delle società consociate, debentrici di ingenti somme nei confronti della medesima, giustificasse di per se stessa l'irrogazione della sospensione per il periodo massimo di mesi 24 nei confronti del responsabile della revisione.

Il Tar del Lazio ha inoltre accolto - sentenza 2105/96 - il ricorso presentato, ai sensi dell'art. 25 della legge 241/90, avverso un provvedimento della Consob con il quale era stato negato il diritto di accesso a relazioni afferenti verifiche ispettive effettuate nei confronti di una Sim e un agente di cambio.

In particolare, la Consob aveva ritenuto che l'accesso agli atti della Pubblica Amministrazione - ai sensi della citata legge 241/90 - fosse collegato imprescindibilmente alla sussistenza di una posizione qualificata in seno al procedimento amministrativo cui gli atti si riferivano, ritenendo tale disciplina finalizzata alla soddisfazione dell'interesse del destinatario dell'azione amministrativa a partecipare ad essa a vari livelli. Pertanto, la tutela del diritto di informazione offerta dagli artt. 22 e ss. della legge 241/90 non poteva essere utilizzata da chi - come la ricorrente - non rivestiva una posizione qualificata all'interno del procedimento amministrativo cui gli atti si riferivano per conseguire finalità personali (segnatamente individuare eventuali fatti da utilizzare nell'ambito della controversia insorta in sede civile fra la stessa

ricorrente e un intermediario).

Il giudice amministrativo ha inoltre interpretato in senso restrittivo la portata del segreto d'ufficio di cui all'art. 1/1, comma 11, della legge 216/74. In tale decisione il Tar ha infatti affermato che solo con riferimento alle informazioni acquisite dalle altre pubbliche amministrazioni la Consob può avvalersi del potere di eccepire il segreto d'ufficio, con esclusione, quindi, dei dati e degli elementi acquisiti direttamente nell'esercizio delle proprie attività, anche ispettive.

Al riguardo la Consob ha deliberato di proporre appello allo scopo di ottenere una pronuncia giurisprudenziale che delimiti l'esatta portata del segreto di ufficio.

Con riferimento alla giurisprudenza civile, è da segnalare la sentenza 68/96 del 9 febbraio 1996 con la quale il pretore de L'Aquila ha incidentalmente affermato, con riferimento ad una sanzione amministrativa pecuniaria irrogata ad un promotore finanziario, la legittimità della considerazione dei comportamenti tenuti dal soggetto anche in epoca antecedente l'entrata in vigore della legge 1/91 al fine della valutazione «della personalità dell'autore della violazione, onde commisurare adeguatamente l'entità della sanzione, a norma dell'art. 11 della legge 689/81».

In materia di concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati, si segnala la sentenza 267/96 della Pretura di Bologna. In particolare, con riferimento alle disposizioni di cui all'art. 11, commi 2 e 9 della legge 1/91 il pretore, «pur nella consapevolezza della difficoltà di pervenire ad una corretta interpretazione della specifica disposizione in esame, da un lato, essendo la medesima parte di un complesso normativo altamente condizionato da aspetti tecnici e da esigenze anche di natura pubblicistica, e, dall'altro dovendo procedere ad una disamina necessariamente settoriale della detta disciplina», ha osservato che le cosiddette negoziazioni di blocchi di titoli sono consentite dalle predette disposizioni avendo quale unico limite quello dei quantitativi singolarmente scambiati che non devono essere inferiori ad un ammontare minimo stabilito dalla Consob.

Si è così ritenuto legittimo il raggruppamento da parte di un intermediario di più ordini ricevuti da diversi clienti per la negoziazione dei medesimi sul mercato dei blocchi e, pertanto, al di fuori dei mercati regolamentati. E ciò in quanto il pretore ha ritenuto che la locuzione «un ordine» contenuta nell'art. 3 del regolamento Consob 5552/91 (che costituisce norma regolamentare integrativa del suddetto precetto legislativo) non appare assumere un significato pregnante nel senso di escludere che nel processo formativo dello stesso possano concorrere le volontà di più clienti.

Con sentenza del 15 maggio 1996 del Tribunale di Roma è stata irrogata la prima condanna nel nostro ordinamento per *insider trading* e, in particolare, per la violazione delle disposizioni di cui all'art. 2, commi 1, 2 e 4, della legge 157/91. Come noto, tali disposizioni estendono il divieto di compiere operazioni su valori mobiliari e di comunicare a terzi informazioni privilegiate - gravante sui cosiddetti *insider* primari - anche alla figura soggettiva dei *tippees*, ovverosia quei soggetti che direttamente o indirettamente abbiano ottenuto informazioni

privilegiate «da soggetti che dette informazioni posseggano in ragione dell'esercizio della loro funzione, professione od ufficio».

In particolare, con tale sentenza si è ritenuto colpevole dei predetti reati di cui all'art. 2, commi 1, 2 e 4 della legge 157/91 un agente di una società per azioni «perché, con più azioni esecutive del medesimo disegno criminoso, essendo venuto in possesso, quale agente (...) di informazioni riguardanti il progetto di fusione per incorporazione» della società presso la quale lavorava con altra società con titoli quotati in borsa, «informazioni ricevute nella consapevolezza della loro riservatezza da soggetti che dette informazioni possedevano nell'esercizio della loro funzione, professione o ufficio, acquistava 140.000 titoli» della medesima società quotata «per rivenderne 100.000 e consigliava, valendosi delle citate informazioni riservate» a terzi «l'acquisto e la vendita» degli stessi titoli.

Tale pronuncia risulta di particolare importanza non solo perché individua chiaramente la *ratio* sottesa all'intera disciplina della materia, ma soprattutto perché viene a fugare, almeno in parte, quei dubbi e quelle perplessità più volte evidenziati dalla stessa dottrina sulla possibilità in concreto, nell'ambito degli elementi probatori, di perseguire tali fattispecie criminose.

Ed invero, con riferimento alla *ratio* delle disposizioni di cui all'art. 2 della legge 157/91, il Tribunale di Roma ha ritenuto che «la scelta operata dal legislatore (...) consiste nell'escludere dal mercato finanziario coloro i quali possono operarvi in una condizione di privilegio informativo di guisa che la sanzione penale viene a colpire chi, in violazione di tale divieto, compie operazioni essendo in possesso di notizie riservate».

Pur non essendo stata fornita la prova del collegamento tra la fonte della notizia riservata ed il soggetto insider, il modo in cui detto soggetto l'aveva ottenuta né, in particolare, chi l'aveva fornita, i giudici hanno comunque desunto la sussistenza del fatto sulla base di elementi ritenuti gravi, precisi e concordanti, quali: la circostanza che l'informazione riservata relativa al progetto di fusione «costituì un fatto davvero importante per il mercato azionario e di borsa, sul quale influi in modo rilevante, influenzando, in particolare, il prezzo del titolo in questione»; il fatto che l'imputato «era inserito nella compagine operativa di una delle società interessate al progetto di fusione ma, per di più, operava (...) in un contesto di persone e di attività di primo piano»; il fatto che, infine tali operazioni erano state poste in essere proprio successivamente alla comunicazione in via riservata alla Banca d'Italia del programma di fusione, «il che significa che le informazioni di cui (...) venne in possesso sicuramente provenivano, anche indirettamente da soggetti che dette informazioni possedevano in ragione dell'esercizio della loro funzione, professione o ufficio».

I giudici rilevano così che «non interessa, in questa sede chi, precisamente, fornì - intenzionalmente oppure no - le notizie riservate sulla programmata fusione societaria all'imputato o comunque consentì che questi, tramite terze persone venisse in possesso delle notizie medesime», essendo stato comunque dimostrato - sulla base degli elementi di fatto gravi precisi e concordanti (art. 192, comma 2, c.p.p.) di cui si è detto - che «il soggetto» giunse a possedere informazioni riservate sulla fusione societaria in parola e, consapevole del carattere

riservato delle informazioni stesse, si avvale delle medesime per acquistare e vendere le azioni in questione e per consigliare a terzi analoghe operazioni.

VIII. LA COOPERAZIONE INTERNAZIONALE

Nel corso del 1996 la Consob ha fornito, come già negli anni precedenti, il proprio apporto tecnico alle istituzioni dell'Unione Europea, mentre, in ambito nazionale, ha contribuito al recepimento nel diritto interno della normativa comunitaria. Ha preso parte, altresì, alle numerose iniziative della *International Organization of Securities Commissions* (Iosco), ai gruppi di lavoro dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (Ocse) e dell'Organizzazione mondiale del commercio (Omc) e ai tradizionali incontri di Wilton Park, organizzati dal Ministero del tesoro del Regno Unito e relativi alla cooperazione internazionale ai fini di vigilanza; è stata inoltre sottoscritta la dichiarazione congiunta di Boca Raton in materia di cooperazione per la vigilanza sui mercati di prodotti derivati.

L'Unione Europea

L'attività del legislatore europeo nel corso del 1996 è stata essenzialmente diretta a perseguire il disegno di completamento dell'opera di armonizzazione della legislazione in materia di intermediari mobiliari.

E' infatti in via di adozione definitiva la direttiva sui sistemi di indennizzo degli investitori ed è stata raggiunta, il 16 dicembre 1996, una posizione comune sulla proposta di direttiva relativa all'istituzione di un Comitato valori mobiliari. Sono, inoltre, in discussione presso il Consiglio UE due proposte di direttiva intese rispettivamente ad incrementare le garanzie in materia di stabilità degli intermediari finanziari, estendendo l'armonizzazione dei requisiti patrimoniali anche all'attività in prodotti *over the counter* (Otc) e a stabilire una disciplina uniforme in relazione alla partecipazione degli intermediari stessi ai sistemi di pagamento e compensazione in strumenti finanziari.

La direttiva sui sistemi di indennizzo prevede un'armonizzazione, seppure minimale, dei fondi di garanzia degli investitori sull'intero territorio dell'Unione. Cesserà, così, di avere vigore la disposizione transitoria dell'art. 12 della direttiva 93/22/CEE in base alla quale le imprese di investimento hanno soltanto l'obbligo di dichiarare al cliente se, in relazione alla loro attività, è previsto o meno l'intervento di un fondo di garanzia e quale disciplina è applicabile.

La direttiva in parola, che nei contenuti si ispira largamente alla direttiva sui sistemi di garanzia dei depositi 94/19/CEE, consentirà che i risparmiatori siano indennizzati dal sistema operante nel paese di origine dell'intermediario.

All'interno di ciascuno Stato potranno esistere uno o più sistemi di indennizzo, purché riconosciuti; il limite minimo di intervento è fissato a 20.000 ecu, ma gli Stati membri possono stabilire cifre di

ammontare superiore. Al fine di evitare distorsioni concorrenziali nell'operatività di succursali di intermediari mobiliari, sono state previste disposizioni che prevedono il cosiddetto divieto di esportazione dei sistemi di indennizzo: se la copertura assicurata dal paese di origine della succursale è di entità superiore a quella prevista nel paese ospitante, i residenti in quest'ultimo Stato potranno essere indennizzati solo nella misura ivi prevista. Nel caso, invece, in cui il sistema cui aderisce la succursale garantisca un indennizzo inferiore a quello riconosciuto nel paese ospitante, alla succursale dovrà essere consentita la possibilità di aderire, per la differenza, anche al sistema del paese ospitante.

La posizione comune sull'istituzione di un Comitato valori mobiliari si pone, anch'essa, come misura di completamento delle «direttive base» sull'intermediazione mobiliare, prevedendo la costituzione, analogamente ai settori bancario e assicurativo, di un organo il cui compito precipuo dovrebbe essere quello di assistere la Commissione europea nell'adottare le misure di esecuzione per l'applicazione delle direttive in materia di mercati mobiliari e prestazione di servizi di investimento.

In particolare, oltre ad espletare funzioni consultive ed interpretative sui contenuti delle direttive 93/22/CEE e 93/6/CEE, il Comitato potrà essere sentito in relazione alla presentazione di nuove proposte di direttiva. Il Comitato sarà presieduto da un rappresentante della Commissione Europea che avrà il compito di porre all'ordine del giorno gli argomenti in relazione ai quali il Comitato dovrà esprimere il proprio parere. Tuttavia, proposte relative all'esame di particolari problemi applicativi delle citate direttive di base potranno essere sottoposte al Comitato, anche su iniziativa dei partecipanti. L'istituendo Comitato si affiancherà ai cosiddetti Comitati di contatto, già previsti da altre direttive di settore, quali quelle in materia di borsa (ammissione a quotazione, offerte pubbliche di acquisto, insider trading, partecipazioni rilevanti in società quotate) e quello nato dalla direttiva sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari.

In materia di requisiti patrimoniali degli intermediari, la proposta di direttiva che modifica le direttive 77/780/CEE, 89/647/CEE e 93/6/CEE ha lo scopo, tra l'altro, di emendare quanto già disposto sui coefficienti di solvibilità degli enti creditizi, nonché uno degli allegati tecnici della direttiva sui requisiti patrimoniali delle imprese di investimento, al fine di prevedere limiti e modalità di calcolo dei requisiti patrimoniali da applicare alle posizioni in strumenti derivati Otc.

Per limitare i rischi connessi alle predette posizioni, la proposta di direttiva dispone che gli intermediari dovranno utilizzare la valutazione mark to market. Viene contestualmente ampliata la matrice delle percentuali da applicare nel calcolo di requisiti patrimoniali per i futuri rischi potenziali.

La proposta di direttiva concernente il carattere definitivo dei regolamenti e la garanzia collaterale appare, invece, connessa all'esigenza di limitare e contenere, per quanto possibile, i rischi sistemici connessi con l'operatività dei sistemi di pagamento e compensazione e regolamento in materia di mercati mobiliari. Pertanto, si prevede l'irrevocabilità degli ordini impartiti al sistema e la non retroattività degli effetti derivanti dall'apertura di procedure concorsuali. Inoltre, viene stabilito che il diritto applicabile

in caso di insolvenza di un partecipante al sistema sarà quello del paese di origine del sistema di compensazione e regolamento.

Ad una adeguata armonizzazione europea della regolamentazione dei mercati mobiliari manca, tuttavia, ancora una disciplina delle offerte pubbliche di acquisto. La proposta modificata di direttiva, presentata dalla Commissione Europea (di cui si è fatta menzione nella relazione annuale Consob del 1995), non ha sinora costituito oggetto di discussione.

Nonostante i contenuti di carattere minimale della citata proposta, infatti, vi sono tutt'ora paesi i quali preferirebbero che la materia fosse trattata in una raccomandazione, atto non vincolante per gli Stati membri, piuttosto che in una direttiva. Tale strumento, infatti, obbligherebbe quei paesi nei quali la materia non è disciplinata per legge, come il Regno Unito, ad adeguare i propri ordinamenti sostituendo disposizioni imperative a sistemi fino ad oggi basati su codici di condotta cui gli emittenti aderiscono volontariamente.

Altri paesi si oppongono a forme di regolamentazione che non consentano alle proprie imprese di difendersi da acquisizioni considerate ostili (Olanda, Germania).

Sono invece favorevoli ad un'armonizzazione da parte dell'Unione Europea i paesi che hanno regolamentato con norme di legge le offerte pubbliche di acquisto.

La Iosco

Nel corso del 1996, l'attività in ambito Iosco, oltre al consueto impegno dei gruppi di lavoro del Comitato tecnico, è stata rivolta a riesaminare la struttura stessa dell'organizzazione.

E' stato così adottato un nuovo statuto destinato a stabilire una più organica disciplina della struttura e dell'attività degli organi della Iosco, nonché a riconoscere espressamente tra gli stessi anche il Comitato tecnico e il Comitato mercati emergenti.

Particolarmente significativa è risultata la ridefinizione della composizione del Comitato esecutivo, i cui membri ora sono 19, prescelti con un sistema misto che prevede membri eletti dall'intera organizzazione e membri eletti dai rispettivi comitati regionali in rappresentanza di ciascuna delle quattro regioni delle quali si compone la Iosco.

In questo contesto di accresciuta importanza del coordinamento a livello regionale nella partecipazione ai lavori dell'organizzazione, il Presidente della Consob, nel corso della XXI Conferenza annuale, è stato eletto Presidente del Comitato Regionale europeo. Detto Comitato Regionale costituisce il foro nel quale si discutono argomenti di comune interesse per la regione e le istanze da rappresentare nell'ambito del Comitato esecutivo.

La riforma statutaria è destinata ad accentuare il ruolo dell'organizzazione nella regolamentazione e vigilanza dei mercati mobiliari. Nell'attuale scenario di interrelazione tra i mercati e di molteplice e contemporanea presenza degli emittenti e degli intermediari, la Iosco

si pone, infatti, non soltanto come un luogo di dibattito ma anche di indirizzo, inteso ad individuare requisiti minimi per assicurare trasparenza, efficienza e stabilità dei mercati mobiliari a tutela degli investitori e degli stessi partecipanti ai mercati: tali obiettivi, tuttavia, non possono essere assicurati prescindendo da elevati *standards* di cooperazione tra le Autorità aderenti, sia su base bilaterale che su base multilaterale.

Uno degli sforzi e degli impegni maggiori che l'Organizzazione sta affrontando, in particolare nell'ambito del Comitato tecnico, è quello di procedere ad una revisione della regolamentazione dei paesi aderenti al fine di giungere ad una rimozione delle barriere sia normative, sia connesse alla prassi operativa delle Autorità di vigilanza, che consenta di ottenere un adeguato livello di assistenza reciproca e di scambio di informazioni.

Rientrano, inoltre, in quest'ambito anche gli incontri e le iniziative di coordinamento con altre organizzazioni di regolamentazione a livello mondiale, quali il Comitato di Basilea per le banche e l'*International Association of Insurance Supervisors (Iais)* per le assicurazioni: tale coordinamento è stato richiesto anche dai Ministri del Gruppo dei G7.

A fianco di questa attività, intesa a realizzare condizioni di effettiva ed efficace vigilanza sui mercati finanziari, deve poi essere menzionato l'operare della Iosco in materia di regolamentazione e di controlli. La Iosco persegue tali obiettivi attraverso i propri gruppi di lavoro, dedicati ai diversi soggetti che operano sui mercati ossia emittenti, intermediari e investitori istituzionali.

Quanto all'attività degli emittenti multinazionali, il gruppo di lavoro n. 1 del Comitato tecnico della Iosco intende giungere a risultati che consentano di poter redigere un unico bilancio, presentare documenti contabili comparabili ed un unico prospetto valido per le offerte pubbliche e le ammissioni a quotazione sui mercati internazionali. In quest'ottica, è stato raggiunto un accordo con lo Iasc al fine di accelerare i lavori per l'elaborazione di principi contabili accettati a livello mondiale, in modo da poter presentare nel marzo 1998 il gruppo delle norme internazionali al Comitato tecnico Iosco.

Relativamente ai mercati ed agli intermediari mobiliari, il Comitato tecnico ha presentato ai Presidenti una risoluzione, che è stata adottata nel corso della Conferenza annuale di Montreal, in materia di certezza giuridica sugli accordi di *netting* in relazione all'operatività in prodotti derivati. La raccomandazione non obbliga i paesi aderenti a riconoscere i predetti accordi, ma invita ad adottare disposizioni certe e chiare quanto alla loro validità giuridica in caso di inadempimento e, in particolare, in caso di fallimento dell'intermediario.

Il Comitato tecnico ha inoltre approvato un rapporto comparativo sulla tutela dei fondi (valori mobiliari e denaro) dei clienti degli intermediari mobiliari nei principali mercati e, nel novembre 1996, congiuntamente con il Comitato di Basilea, il secondo rapporto congiunto sul regime di informazione sull'attività in prodotti derivati delle banche e degli intermediari attivi sui mercati internazionali.

Il Comitato tecnico ha altresì pubblicato due documenti di lavoro e due rapporti

comparativi sugli organismi di investimento collettivo.

I documenti di lavoro riguardano la cooperazione tra le Autorità di vigilanza sugli organismi attivi su base transfrontaliera e l'assistenza e gli interventi necessari in casi di crisi degli organismi di investimento collettivo. Ai predetti documenti sono allegati schemi tipo di accordi di cooperazione che le Autorità di controllo dovrebbero sottoscrivere.

I rapporti comparativi attengono invece ai principi in materia di custodia del patrimonio degli Oic e all'informazione al pubblico sui rischi connessi all'investimento collettivo.

Le prospettive future di evoluzione dell'attività del Comitato tecnico prevedono un impegno ad approfondire le conseguenze, per le Autorità di vigilanza, dell'utilizzo dei *network* elettronici, sia come veri e propri mercati organizzati, sia come strumenti per l'offerta di servizi di intermediazione, e ad individuare principi base per la regolamentazione dei sistemi di pagamento e compensazione in collaborazione con il Comitato di Basilea. Per quanto riguarda la regolamentazione degli intermediari, sono invece previsti ulteriori lavori di approfondimento al fine di individuare le tecniche più idonee per la disciplina di requisiti patrimoniali accettabili a livello internazionale e di verificare le condizioni di utilizzo dei cosiddetti modelli VaR (*Value at risk models*). Sono inoltre destinati a proseguire i lavori per l'individuazione di principi comuni per la tutela dei fondi dei clienti ed il controllo interno degli intermediari.

L'Omc e l'Ocse

In data 1 settembre 1996 è entrato in vigore anche per l'Italia il Secondo Protocollo allegato all'Accordo generale sul commercio dei servizi firmato a Ginevra il 6 ottobre 1995. L'Italia, infatti, ha ratificato il predetto atto in data 28 giugno 1996, secondo i tempi stabiliti per i paesi aderenti all'UE.

Nel corso del 1996 sono proseguite le attività dei gruppi negoziali costituiti a seguito di decisioni ministeriali, quali quelle in materia di servizi finanziari e di servizi professionali.

Il Comitato sul commercio in servizi finanziari, che ha assunto una portata istituzionale permanente, ha il compito di esaminare e discutere le condizioni di revisione dell'accordo interinale sui servizi finanziari, di esaminare il mantenimento delle riserve apposte dai singoli paesi oltre a verificare la corretta applicazione di quanto previsto nell'accordo stesso.

Il gruppo di lavoro sui servizi professionali ha invece come mandato quello di elaborare un rapporto, eventualmente corredato di apposite raccomandazioni, relativo alle diverse discipline delle attività professionali (ivi compresi i requisiti di accesso, *standards* tecnici e procedure di autorizzazione). Scopo della predetta attività è, oltre quello di esaminare se dette regolamentazioni costituiscono barriere ed ostacolino l'esercizio delle attività professionali, l'individuazione di principi che possano essere riconosciuti da tutti gli aderenti al fine di assicurare un'adeguata liberalizzazione del settore. La Consob è particolarmente interessata ai lavori di questo gruppo

in relazione alle società di revisione che rientrano nell'ambito di applicabilità dell'Accordo.

Il 13 dicembre 1996 si è tenuta a Singapore una Conferenza ministeriale che ha avuto per oggetto l'esame dello stato di attuazione dell'accordo mondiale sul commercio e sull'attività dell'Omc durante i primi due anni di attività e l'individuazione delle prospettive del lavoro futuro dell'Organizzazione. Nel corso della Conferenza è stato, tra l'altro, previsto che a partire dalla primavera del 1997 dovrà essere ripreso il negoziato sull'accordo interinale sui servizi finanziari.

In sede Ocse la Consob ha partecipato attivamente nel 1996 ai lavori del Comitato mercati finanziari e del gruppo per la negoziazione di un accordo multilaterale sugli investimenti.

Il Comitato servizi finanziari ha indirizzato le proprie attività di studio all'approfondimento della disciplina della liberalizzazione dell'accesso ai mercati e alla prestazione dei servizi finanziari nei paesi aderenti all'Ocse con riguardo, in particolare, all'attività degli investitori istituzionali.

Nell'ambito del gruppo sulla negoziazione di un accordo multilaterale sugli investimenti, la Consob ha preso parte attiva soprattutto nei lavori del gruppo di esperti per l'esame delle implicazioni dell'accordo nel settore dei mercati finanziari.

I risultati conseguiti in tale ambito riguardano, principalmente, l'inclusione di clausole di salvaguardia per il settore dei servizi finanziari rispetto agli obblighi di liberalizzazione imposti dall'accordo. L'introduzione di detta clausola consente alle Autorità di vigilanza di adottare, purché in modo non discriminatorio e di entità non sproporzionata al risultato da conseguire, limitazioni agli obblighi derivanti dall'applicazione del trattamento nazionale o della clausola della nazione più favorita. Tutto ciò a condizione che tali limitazioni siano giustificate dalla necessità di proteggere gli investitori, i depositanti, i titolari di polizze o di assicurare l'integrità e la stabilità dei mercati finanziari.

Altre iniziative in ambito internazionale

Oltre all'attività istituzionale prima descritta, si deve ricordare il lavoro svolto dalla Consob nell'ambito di altre sedi che riuniscono le Autorità di vigilanza dei diversi comparti dei mercati finanziari nei principali mercati a livello mondiale.

Il *Joint Forum* sulle conglomerate finanziarie è composto da alcune Autorità di vigilanza in rappresentanza della Iosco, del Comitato di Basilea e dello Iais. E' stato istituito nel 1996 con il mandato di definire misure per facilitare lo scambio di informazioni tra Autorità preposte ai diversi segmenti del mercato finanziario ed enucleare principi per la vigilanza sulle conglomerate, oltre che valutare i rischi e le possibilità connesse all'attribuzione delle responsabilità di vigilanza in via primaria sulla conglomerata ad un'Autorità individuata con funzioni di coordinamento.

Nel corso di questo primo anno di vita il gruppo ha discusso principalmente delle modalità da adottarsi per poter rendere effettivo ed efficace, soprattutto con riferimento ad ipotesi di crisi,

lo scambio di informazioni. Inoltre, si è proceduto ad un'analisi condotta sulle principali conglomerate a livello mondiale in ordine al comportamento delle singole imprese ed alle prassi di vigilanza seguite dalle Autorità di settore.

La Consob è inoltre intervenuta, unitamente alle Autorità di altri sedici paesi, alla Conferenza sui mercati di prodotti derivati su merci, organizzata congiuntamente da *Securities and Investment Board* (Sib), *Commodity and Future Trading Commission* (Cftc) e *Ministry of International Trade and Industry* (Miti) a seguito della crisi generata dall'operatività sul mercato del rame dalla Sumitomo.

I risultati del dibattito sviluppatosi in tale ambito hanno ancora una volta condotto a sottolineare la primaria importanza dell'attività di cooperazione al fine di prevenire e individuare pratiche di manipolazione e comportamenti fraudolenti sui mercati. Come già in occasione della Conferenza di Windsor del 1995, che aveva portato all'adozione della omonima raccomandazione, si è sottolineata la necessità di disporre soprattutto delle informazioni sulle posizioni degli intermediari e dei loro clienti sui diversi mercati nei quali intervengono.

Lo scambio di informazioni, l'analisi dei poteri delle Autorità di vigilanza volte ad individuare comportamenti fraudolenti sui mercati mobiliari e la possibilità di utilizzare i predetti poteri per prestare assistenza ad altri organi di controllo sono state le tematiche al centro dell'annuale incontro di Wilton Park, organizzato dal Ministero del tesoro britannico.

L'attività di cooperazione bilaterale e la cooperazione per finalità di vigilanza

Nel corso del 1996 sono stati stipulati due importanti accordi di cooperazione, rispettivamente con la *Comissao de valores mobiliarios del Brasile* e con la *Comissao do mercado de valores mobiliarios del Portogallo*.

Il 15 marzo 1996, inoltre, la Consob ha firmato con altre 13 Autorità di controllo una dichiarazione congiunta sulla cooperazione e la vigilanza sui mercati internazionali di strumenti finanziari derivati.

Gli impegni sottoscritti in tale sede costituiscono il seguito della dichiarazione adottata a Windsor nel maggio 1995. Detti impegni prevedono che le Autorità si prestino reciproca assistenza in relazione alla vigilanza su intermediari operanti su una pluralità di mercati comunicando, all'occorrenza, l'esposizione degli intermediari stessi e dei partecipanti al mercato.

La dichiarazione congiunta non è sostitutiva di eventuali accordi di cooperazione bilaterale tra le parti contraenti.

Nel corso dell'anno anche la cooperazione su base bilaterale ha conosciuto un significativo incremento. L'importanza dell'assistenza reciproca tra Autorità di controllo si è manifestata nel corso del 1996 sia tramite l'aumento del numero delle richieste di collaborazione, sia tramite la maggiore diversità delle richieste di cooperazione. Alle fattispecie tradizionali di richiesta di

assistenza in materia di *insider trading* e di abusiva sollecitazione, la cooperazione ha riguardato quest'anno anche la verifica sui requisiti professionali e di onorabilità di direttori ed amministratori di intermediari autorizzati, nonché dei titolari di partecipazioni rilevanti (Tav. VIII.1).

TAV. VIII.1

LA COOPERAZIONE INTERNAZIONALE NEL 1996
RICHIESTE DI COLLABORAZIONE

OGGETTO	DALLA CONSOB AD AUTORITÀ ESTERE	DA AUTORITÀ ESTERE ALLA CONSOB
INSIDER TRADING	33	5
MANIPOLAZIONE DEI PREZZI DI VALORI MOBILIARI	1	--
SOLLECITAZIONE E ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE ABUSIVE	19	7
TRASPARENZA E INFORMATIVA SOCIETARIA	1	2
PARTECIPAZIONI RILEVANTI AL CAPITALE DI SOCIETÀ QUOTATE E DI INTERMEDIARI AUTORIZZATI	6	--
REQUISITI DI ONORABILITÀ E PROFESSIONALITÀ	3	14
<i>TOTALE</i>	63	28

La cooperazione su base bilaterale avviene sia nell'ambito di appositi accordi, sia nel quadro imposto dalle direttive di settore dell'UE. La Consob ha ricevuto importanti riconoscimenti per l'assistenza prestata. Le informazioni e la documentazione ottenuta a seguito di indagini svolte dalla Commissione hanno consentito alla *Securities and Exchange Commission* (Sec), con la quale è in vigore fin dal 1993 un *Memorandum of Understanding*, di poter sanzionare comportamenti posti in essere in violazione della normativa statunitense in materia di *insider trading* da cittadini italiani.

***C - LA GESTIONE FINANZIARIA
E L'AMMINISTRAZIONE***



IX. LE RELAZIONI CON IL PUBBLICO, IL BILANCIO E L'ORGANIZZAZIONE

L'attività di relazioni con il pubblico

L'attività di relazioni con il pubblico ha conosciuto, nel corso del 1996, un forte impulso. E' notevolmente aumentata, anzitutto, l'attività di riscontro delle richieste di informazioni e di documentazione (1.200 nel 1996, a fronte delle 998 del 1995 e delle 505 del 1994, Tav. aIX.1) e, in maniera ancora più marcata, quella di risposta alle richieste telefoniche (in media 150 al giorno, più del doppio rispetto al 1995).

I soggetti che richiedono tali servizi sono sia gli operatori professionali del mercato, sia il pubblico dei risparmiatori. I bisogni informativi delle 2 categorie di soggetti sono naturalmente diversi.

Per i primi è importante soprattutto acquisire, con carattere di continuità, un'informazione tempestiva e completa sui provvedimenti che la Consob assume, in modo da poter adeguare la loro operatività ai mutamenti che intervengono nel quadro normativo disciplinante i vari comparti del mercato mobiliare.

Proprio per rispondere a tale genere di esigenze, è stata creata la banca dati Consobtel, attiva dal 1° aprile 1996, che contiene i provvedimenti e le pubblicazioni della Consob (Relazione annuale, Bollettino, Newsletter, Raccolta di normativa, Quaderni di finanza, Albi delle Sim e dei promotori finanziari) e nel cui ambito sono state inserite anche le comunicazioni di partecipazioni rilevanti in società quotate *ex art. 1/5 e 1/5-bis* della legge 216/74.

La predisposizione della «Raccolta di normativa concernente la Consob» rientra, anch'essa, tra le iniziative funzionali ad offrire uno strumento di rapida ed agevole consultazione della normativa vigente. La Raccolta contiene, nelle tre parti che la compongono, i testi integrati delle leggi, dei regolamenti e delle disposizioni di carattere generale emanati dalla Consob fino ad agosto 1996, disciplinanti l'attività dell'Istituto nonché l'organizzazione ed il funzionamento del mercato mobiliare.

L'altro importante segmento di interlocutori della Consob è rappresentato dai risparmiatori, i cui bisogni informativi più frequenti, così come desumibili dall'attività di *front-office*, riguardano l'acquisizione di notizie sullo stato di società di cui sono azionisti (società sovente con titoli sospesi dalla quotazione ovvero non più quotate), sulle relative possibilità di smobilizzo delle partecipazioni, su intermediari autorizzati e promotori finanziari (regolare iscrizione ai relativi Albi e autorizzazione allo svolgimento delle rispettive attività), su norme e disposizioni Consob disciplinanti i rapporti tra clienti e intermediari autorizzati, sulle regole di funzionamento del mercato mobiliare e sugli interventi della Consob sul sistema telematico di borsa.

Al fine di attivare canali di comunicazione diretta coi risparmiatori, nel corso del 1996 la Consob ha anche partecipato, con uno stand espositivo, ad alcune manifestazioni pubbliche (Forum della pubblica amministrazione; Salone della comunicazione pubblica; Smau; Conferenza nazionale di statistica), in occasione delle quali sono state, tra l'altro, messe a disposizione dei visitatori una serie di postazioni informatiche per seguire in diretta l'andamento delle contrattazioni sul sistema telematico di borsa, mentre il personale dell'Istituto ha fornito agli interessati informazioni e chiarimenti sull'organizzazione e sul funzionamento del mercato mobiliare e sull'attività svolta dalla Consob.

La partecipazione a tali manifestazioni ha consentito anche di presentare al pubblico nuove iniziative volte ad agevolare l'accesso ad informazioni detenute dall'Istituto. Oltre a Consobtel, è stato infatti presentato «l'Archivio sulla trasparenza proprietaria» che contiene informazioni sull'assetto proprietario di tutte le società quotate in borsa e nel mercato ristretto.

Sono stati, poi, realizzati e messi a disposizione dei risparmiatori due opuscoli, a carattere divulgativo, che illustrano, il primo, il ruolo istituzionale e l'attività che la Consob è chiamata a svolgere sul mercato mobiliare, e il secondo le regole di funzionamento del mercato mobiliare e quelle che disciplinano i rapporti tra intermediari e risparmiatori.

L'obiettivo che ci si propone di conseguire è quello di mettere a disposizione di quanti sono interessati all'attività svolta dalla Consob sul mercato mobiliare, strumenti informativi sempre più completi ed efficienti, nella consapevolezza che la realizzazione di iniziative di comunicazione pubblica rappresenta uno dei mezzi che concorre al conseguimento dei fini istituzionali.

La gestione finanziaria

La gestione finanziaria relativa all'esercizio 1996 si è svolta sulla base del Bilancio di previsione approvato dalla Consob in data 21 dicembre 1995, in conformità a quanto previsto dal «Regolamento per l'amministrazione e contabilità» della Consob adottato dalla Commissione medesima con delibera del 22 aprile 1987 e reso esecutivo con D.P.C.M. del 16 maggio 1987.

Nel corso del 1996, a seguito dell'introduzione del nuovo sistema di finanziamento della Consob a norma dell'art. 40 della legge 724/1994 («legge finanziaria 1995»), ha avuto una prima applicazione il sistema contributivo, così come definito dalle delibere attuative 9423 e 9424 del 1° settembre 1995. Nella parte iniziale dell'anno si è inoltre proceduto a definire, con le delibere 9371 del 18 gennaio 1996 e 9818 del 26 febbraio 1996, i termini di pagamento relativi alle diverse tipologie di contribuzione vigenti per il 1996.

Il sistema di finanziamento misto della Consob è stato evidenziato nello schema del bilancio di previsione dalla nuova articolazione della sezione di entrata, suddivisa in tre titoli, ovvero «entrate contributive», «entrate in conto capitale» e «altre entrate».

Il progetto di bilancio di previsione per l'esercizio finanziario 1997 è stato predisposto sulla base di uno schema in parte diverso rispetto a quello utilizzato per il precedente esercizio. Tali modifiche hanno riguardato la sezione di entrata ed in particolare i capitoli di bilancio connessi alle contribuzioni.

Con l'entrata in vigore del D.Lgs. 415/96, si è reso necessario procedere alla rideterminazione e all'aggiornamento delle tipologie di contribuzione e dei soggetti tenuti al relativo pagamento. Il sistema contributivo per l'esercizio 1997 è stato definito con le delibere 14012, 14013 e 14070 del 27 dicembre 1996 (rese esecutive con D.P.C.M. del 21 gennaio 1997). E', invece, rimasta immutata, rispetto allo scorso anno, l'articolazione in categorie delle diverse contribuzioni («corrispettivo istruttorio», «corrispettivo per la partecipazione ad esami» e «contributo di vigilanza», mentre è stata confermata la sospensione del «contributo sulle negoziazioni»).

Con riferimento all'articolazione della spesa, le innovazioni riguardano essenzialmente l'introduzione di talune specifiche voci di spesa fra cui «Oneri per ripristino ed ampliamento immobilizzazioni». L'istituzione della suddetta categoria di spesa si riconnette alla necessità di ricomprendere gli ammortamenti di beni durevoli dell'Istituto tra le voci di spesa del conto finanziario, così da generare le risorse finanziarie occorrenti per il ripristino delle immobilizzazioni, facendo gravare il suddetto onere pro-quota sugli esercizi in cui i beni stessi vengono utilizzati.

Le previsioni della spesa per l'esercizio 1997, conformemente ai principi normativi di riferimento, sono contenute entro i limiti complessivi costituiti per 60 miliardi di lire dall'apposito fondo per il funzionamento della Consob stanziato nel bilancio dello Stato (art. 1/1, comma 7, della legge 216/74), per 39,2 miliardi dalle entrate contributive di cui all'art. 40 della legge 724/94, per 2 miliardi da altre entrate proprie dell'Ente e per 5,8 miliardi dall'avanzo di amministrazione presunto dell'esercizio 1996.

Le «entrate contributive» previste ammontano pertanto al 37 per cento del totale delle entrate e sono composte come segue:

- «corrispettivi istruttori» (art. 1, delibera 10412/96) per il 6,4 per cento;
- «corrispettivi per la partecipazione ad esami» (art. 2, delibera 10412/96) per il 1,3 per cento;
- «contributi di vigilanza» (art. 3, delibera 10412/96) per il 92,3 per cento.

La sintesi della gestione finanziaria relativa agli esercizi 1995 e 1996 (dati pre-consuntivi) è riportata nella Tav. IX.1.

SCHEMA RIASSUNTIVO ENTRATE E SPESE
(MILIARDI DI LIRE)

VOCI	1995 ¹	1996 ²
<i>ENTRATE</i>		
AVANZO DI AMMINISTRAZIONE DISPONIBILE ³	8,2	6,9
FONDO A CARICO DELLO STATO	66,5	49,4
ENTRATE PROPRIE ⁴	9,4	42,3
<i>TOTALE ENTRATE</i>	<i>84,0</i>	<i>98,6</i>
<i>SPESE</i>		
<i>SPESE CORRENTI:</i>		
- SPESE PER I COMPONENTI LA COMMISSIONE	2,5	2,1
- SPESE PER IL PERSONALE	55,0	61,0
- SPESE PER ACQUISIZIONE DI BENI E SERVIZI	22,0	24,6
- SPESE NON CLASSIFICABILI	0,1	3,9
<i>TOTALE SPESE CORRENTI</i>	<i>79,6</i>	<i>91,7</i>
SPESE IN CONTO CAPITALE	4,4	6,9
<i>TOTALE SPESE</i>	<i>84,0</i>	<i>98,6</i>

¹ Dati consuntivi. ² Dati pre-consuntivi. ³ Il dato rappresenta l'avanzo dell'esercizio precedente, riportato tra le entrate dell'esercizio in corso. ⁴ Comprendono prevalentemente le entrate ex art. 40 della legge 724/94.

L'organizzazione e il personale

Nel corso dell'anno 1996 sono state ulteriormente sviluppate le attività progettuali nell'ambito del piano di riforma delineato dalla Commissione nel febbraio 1995.

Sul piano amministrativo è stata completata la definizione dei processi istituzionali da razionalizzare mediante procedure automatizzate e sono state altresì rese operative, al termine di una fase di sperimentazione, alcune procedure amministrative relative a funzioni istituzionali (quali ad esempio quelle concernenti il trattamento degli esposti e l'analisi dell'informativa societaria), nelle quali risultano coinvolti più Uffici appartenenti a Divisioni diverse.

Tra i progetti a più alta priorità, è stato completato quello concernente la definizione delle procedure di vigilanza di competenza della Consob ed è stata avviata la fase di verifica delle procedure previste dai manuali operativi predisposti dalle diverse strutture interessate.

Un secondo progetto, finalizzato alla realizzazione del sistema informativo di gestione dei flussi documentali e delle informazioni necessarie allo svolgimento delle attività istituzionali dell'Istituto, prevede di predisporre gli strumenti informatici necessari a consentire, attraverso

la tempestiva circolazione dei documenti, una migliore correlazione delle attività delle strutture operative interessate a medesimi procedimenti e a realizzare i collegamenti con le reti informative esterne per lo scambio di informazioni e documenti.

Particolare attenzione è stata rivolta al progetto di semplificazione dei processi deliberativi della Commissione, per la cui realizzazione è prevista una elevata informatizzazione delle diverse fasi procedurali.

In concomitanza con i lavori di ristrutturazione e potenziamento del sistema informativo e della rete dei collegamenti interni, nella seconda metà dell'anno un gruppo di lavoro, dopo una fase iniziale di censimento dei flussi documentali e informativi dell'Istituto, ha avviato lo sviluppo informatico del progetto prima menzionato. Mediante un prototipo in avanzata fase di realizzazione, le procedure operative verranno poste in sperimentazione nella prima metà del 1997.

Nel corso del 1996 è proseguito il rafforzamento della struttura operativa della Consob, la cui attuale articolazione ed evoluzione è illustrata nelle tavole aIX.3, aIX.4. Nel corso dell'anno sono stati immessi nelle funzioni complessivamente 42 dipendenti di ruolo, a fronte di 19 dipendenti cessati dal servizio per dimissioni volontarie e di 1 per scadenza del contratto.

Alla fine dell'anno risultano inoltre banditi, e non ancora conclusi, 2 concorsi pubblici ed 1 interno per complessive 25 posizioni, corrispondenti a qualifiche diverse.

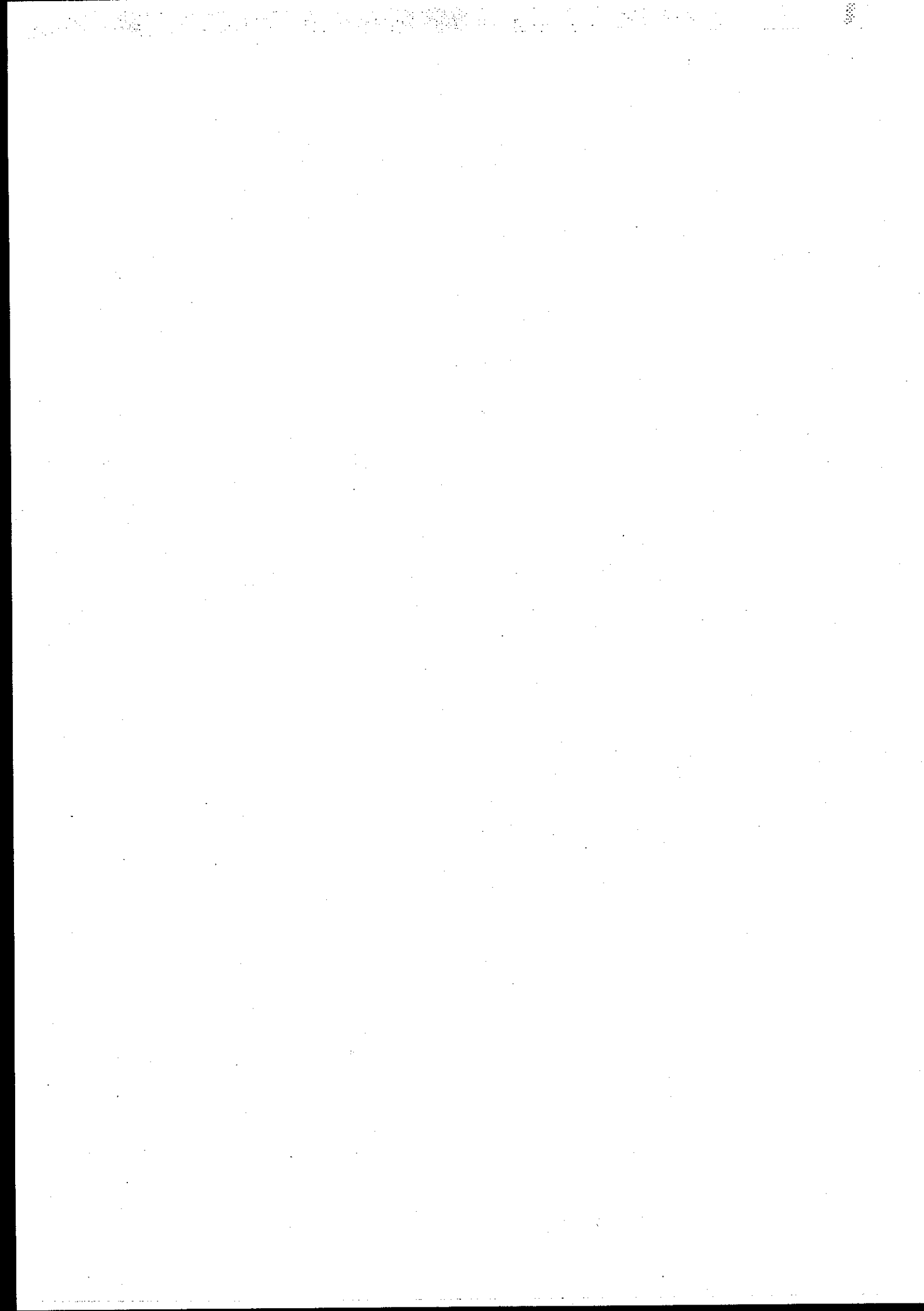
Nel corso dell'anno sono stati altresì stipulati 5 contratti di lavoro subordinato a tempo determinato, previe forme comparative di selezione dei candidati e ne sono stati rinnovati 4.

L'attività di controllo interno

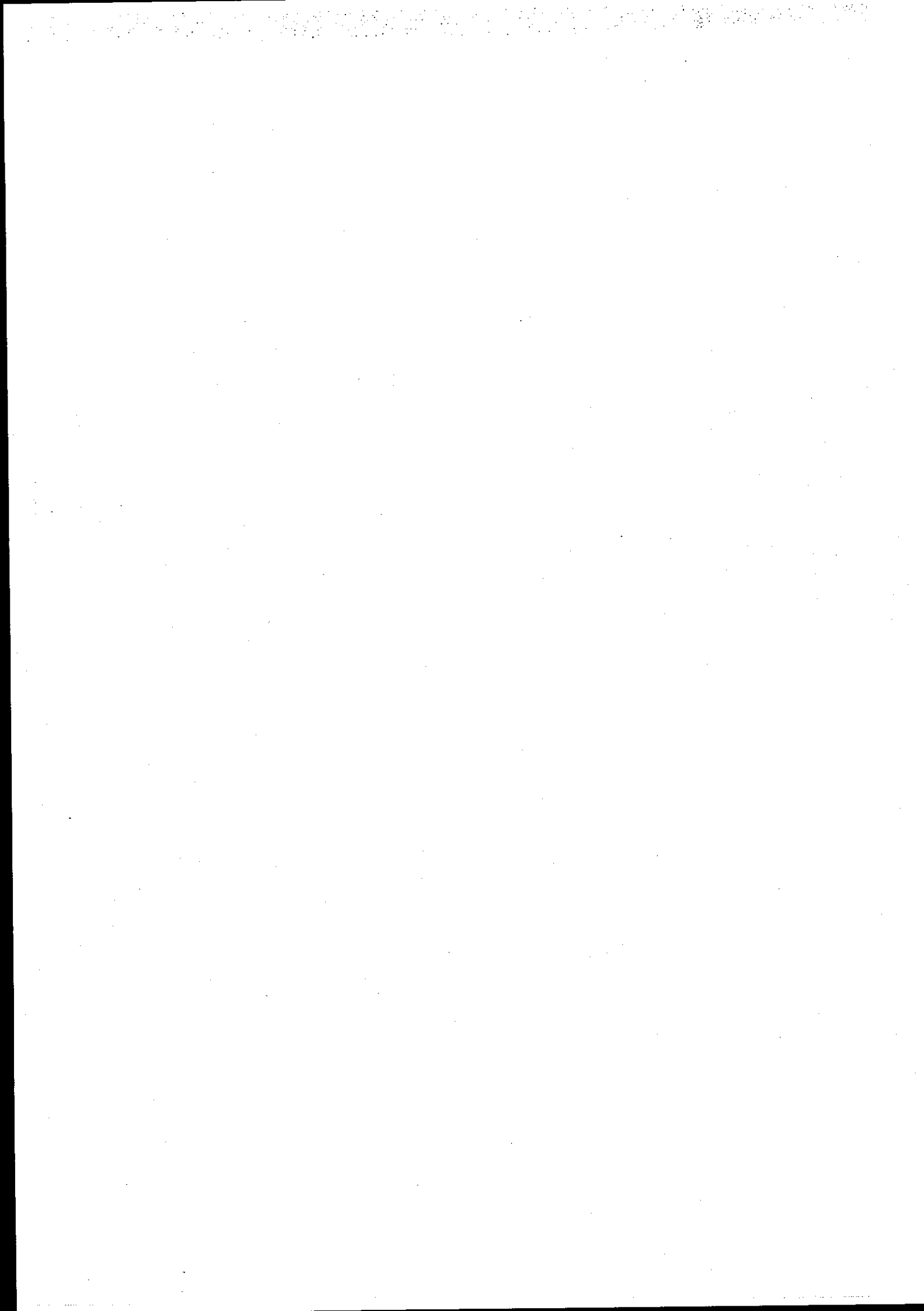
L'Ufficio di controllo interno, preposto alla verifica dell'imparzialità, dell'efficacia, dell'efficienza e dell'economicità dell'azione amministrativa, ha continuato a svolgere nel corso dell'anno la propria attività nel settore del controllo delle procedure e della corretta gestione delle risorse.

In particolare, in relazione alla verifica delle procedure, l'Ufficio ha vagliato la regolarità e la correttezza di procedimenti autorizzatori e sanzionatori riguardanti intermediari assoggettati al controllo della Consob. Sotto il profilo procedimentale, si evidenzia che è stata svolta una duplice indagine riguardante il funzionamento di una unità organizzativa e la corretta applicazione di alcune disposizioni normative interne.

In relazione al profilo contabile, è stata vagliata, anche al fine di consentire alla Commissione di rispondere a richieste formulate dalla Corte dei Conti, l'economicità, la regolarità e la corretta imputazione ai relativi capitoli di bilancio di alcune spese correnti sostenute nell'esercizio finanziario 1995.



D - APPENDICE STATISTICA



INDICE DELLE TAVOLE

I LA SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO E LE SOCIETÀ QUOTATE

Tav.	aI.1	Offerte pubbliche di acquisto realizzate nel 1996 su società quotate
»	aI.2	Adesioni alle offerte pubbliche di acquisto realizzate nel 1996 su società quotate
»	aI.3	Offerte finalizzate all'ammissione a quotazione
»	aI.4	Società ammesse a quotazione: destinatari delle offerte
»	aI.5	Società ammesse a quotazione: esiti delle offerte
»	aI.6	Cessioni di partecipazioni di società quotate a controllo pubblico effettuate tramite offerta pubblica e collocamento istituzionale
»	aI.7	Cessioni di partecipazioni di società quotate a controllo pubblico tramite trattativa diretta
»	aI.8	Collocamento di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate in borsa
»	aI.9	Collocamento di titoli obbligazionari quotati
»	aI.10	Dimensioni dei mercati degli Oicvm nell'Unione Europea e negli Stati Uniti
»	aI.11	Oicvm - Concentrazione dei principali mercati europei
»	aI.12	Gli assetti proprietari delle società di gestione di fondi comuni
»	aI.13	Società di gestione e fondi gestiti
»	aI.14	Modifiche rilevanti dell'azionariato delle società quotate
»	aI.15	Le partecipazioni rilevanti nelle società quotate
»	aI.16	Partecipazione alle assemblee societari - approvazione del bilancio 1995
»	aI.17	Ripartizione delle società per tipologia del soggetto controllante
»	aI.18	I patti di sindacato su società quotate
»	aI.19	Tipi di clausola presenti nei patti di sindacato
»	aI.20	Infrazioni agli obblighi informativi relativi alle società quotate
»	aI.21	Sanzioni pecuniarie ai sensi della legge 216/74
»	aI.22	Tipologia delle delibere adottate dalle assemblee straordinarie

II L'INFORMAZIONE CONTABILE NELLA REVISIONE DEI CONTI

Tav.	aII.1	I bilanci consolidati delle società quotate
»	aII.2	Il conferimento degli incarichi alle società di revisione
»	aII.3	L'attività di revisione sui bilanci 1995
»	aII.4	Distribuzione incarichi società di revisione

III I MERCATI

Tav.	aIII.1	Borsa valori: principali indicatori
»	aIII.2	Borse valori internazionali
»	aIII.3	Borse valori internazionali
»	aIII.4	Società quotate nella borsa italiana
»	aIII.5	Effetti delle crisi societarie sul listino
»	aIII.6	Obblighi informativi su eventi di rilievo nell'andamento delle società
»	aIII.7	Diffusione di statistiche e studi concernenti valori mobiliari o emittenti
»	aIII.8	Regolamentazione dei mercati

V L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tav.	aV.1	Sim e società fiduciarie
»	aV.2	Intermediari iscritti per attività autorizzata
»	aV.3	Intermediari iscritti per servizi autorizzati
»	aV.4	Distribuzione territoriale delle Sim
»	aV.5	Distribuzione territoriale delle società fiduciarie
»	aV.6	Gli azionisti di controllo delle Sim
»	aV.7	Gli azionisti di controllo delle società fiduciarie
»	aV.8	Sim: negoziazione per conto proprio e per conto terzi
»	aV.9	Sim: distribuzione secondo l'incidenza degli scambi per conto terzi
»	aV.10	Sim: distribuzione degli scambi secondo il mercato di negoziazione
»	aV.11	Sim: negoziazione per conto terzi
»	aV.12	Sim: negoziazione per conto proprio
»	aV.13	Gestioni patrimoniali di Sim, società fiduciarie e banche
»	aV.14	Gestione di patrimoni di Sim, banche e società fiduciarie
»	aV.15	Sollecitazione fuori sede del pubblico risparmio
»	aV.15	Attività di sollecitazione fuori sede del pubblico risparmio

VI LA VIGILANZA SULL'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

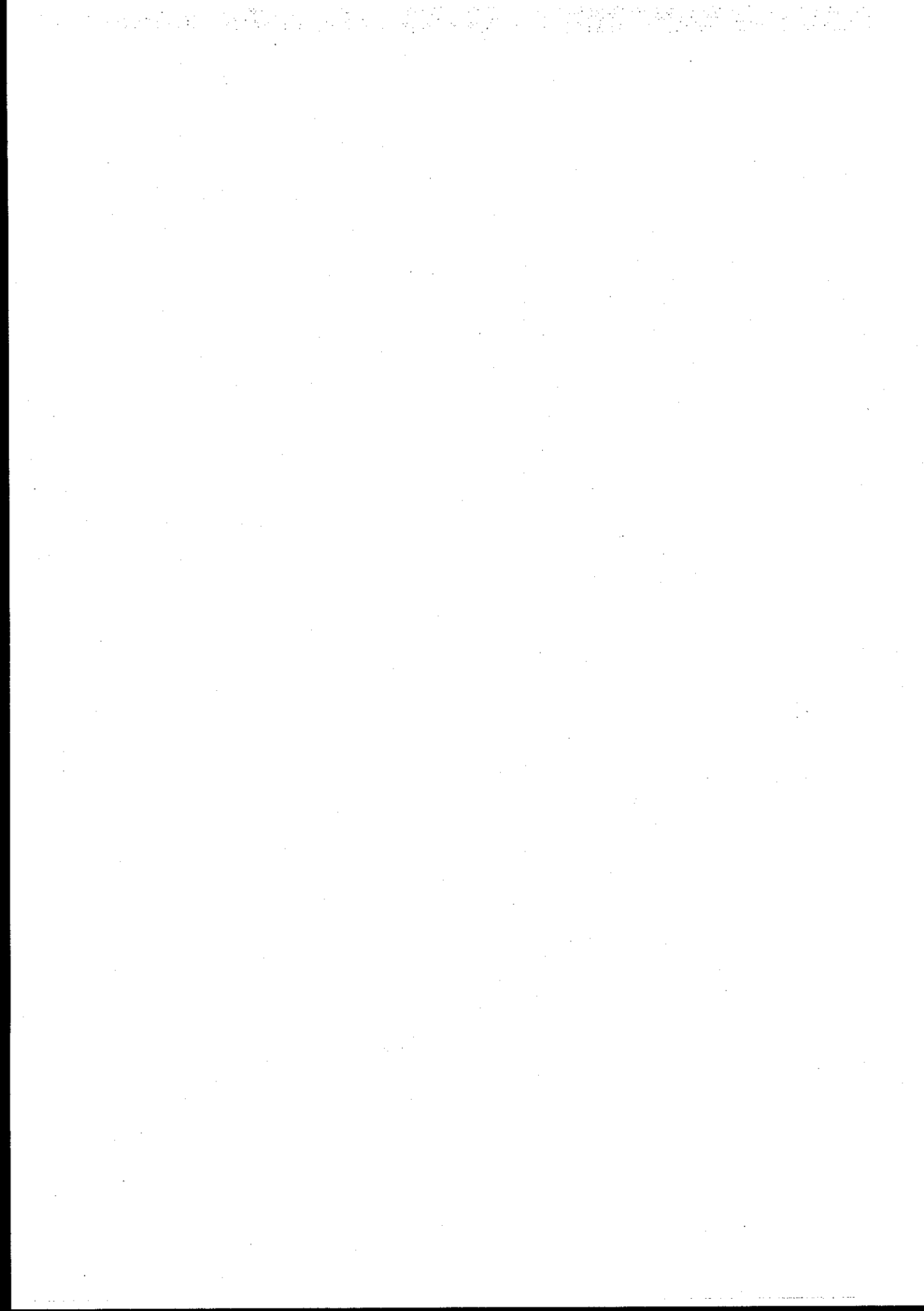
Tav.	aVI.1	Attività ispettiva
»	aVI.2	Accertamenti nei confronti degli intermediari mobiliari e dei promotori nel 1996
»	aVI.3	Sanzioni pecuniarie ai sensi della legge 1/91
»	aVI.4	Promotori: nuove iscrizioni
»	aVI.5	Provvedimenti di cancellazione dall'albo dei promotori
»	aVI.6	Provvedimenti sanzionatori nei confronti dei promotori

VII L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB IN SEDE GIURISDIZIONALE

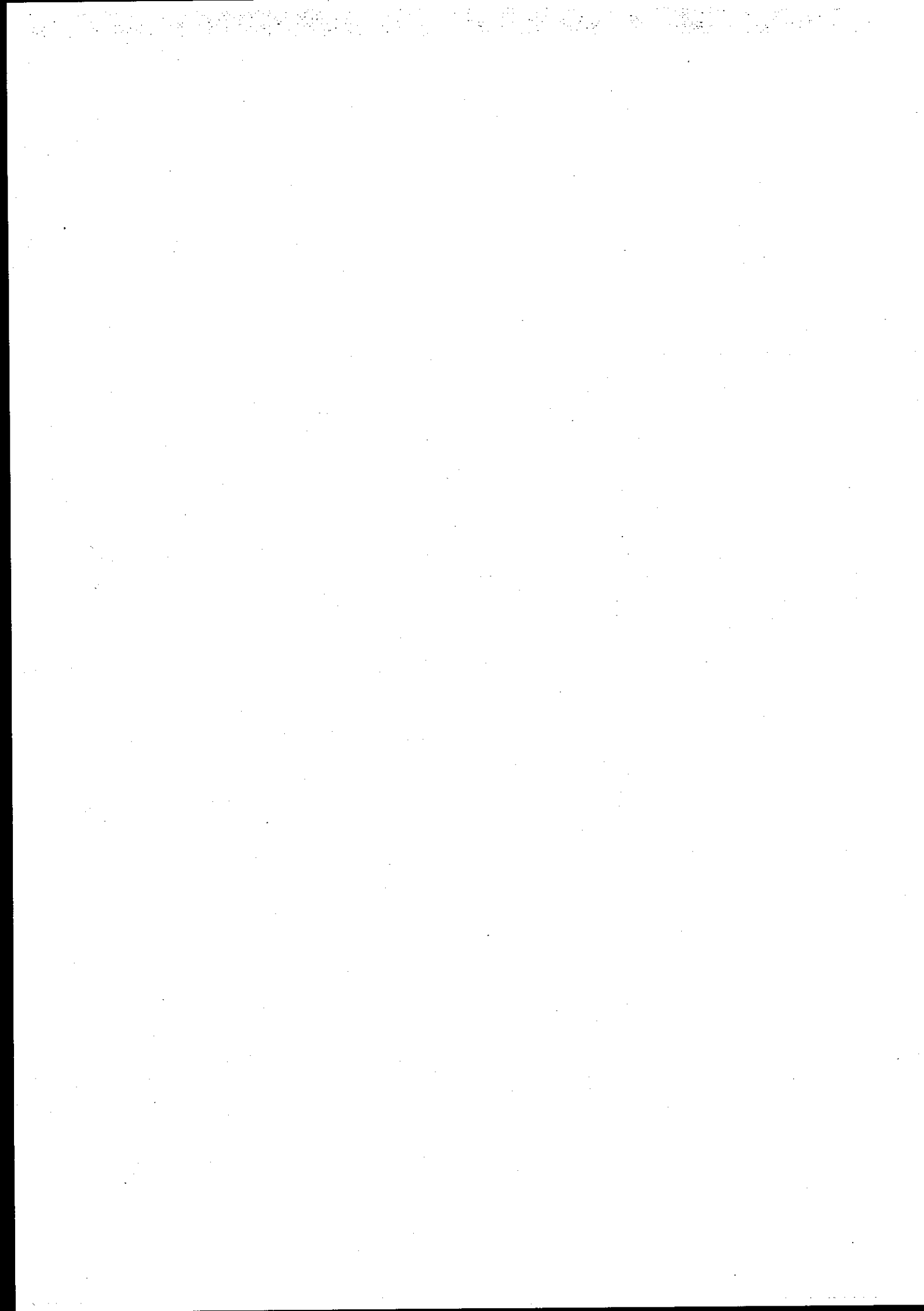
- Tav. aVII.1 I ricorsi contro i provvedimenti della Consob e del Ministro del tesoro su proposta della Consob negli anni 1995/96
- » aVII.2 I ricorsi al pretore contro le sanzioni pecuniarie
- » aVII.3 Le azioni contro la Consob per il risarcimento dei danni
- » aVII.4 Ipotesi di reato segnalate dalla Consob all'Autorità giudiziaria penale
- » aVII.5 Interventi della Consob in procedimenti penali in rappresentanza degli interessi lesi
- » aVII.6 Impugnative dei bilanci promosse dalla Consob

IX LE RELAZIONI CON IL PUBBLICO, IL BILANCIO E L'ORGANIZZAZIONE

- Tav. aIX.1 Richieste di documentazione ed informazioni sull'attività della Consob
- » aIX.2 Dati sull'attività della Consob
- » aIX.3 Il personale
- » aIX.4 La distribuzione del personale per qualifica e per unità organizzativa



TAVOLE STATISTICHE



OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO REALIZZATE NEL 1996 SU SOCIETÀ QUOTATE

SOCIETÀ OFFERENTE	AZIONI OGGETTO DELL'OFFERTA	NATURA DELLA OFFERTA	DURATA OFFERTA	PREZZO OFFERTO ¹ (LIRE)	AZIONI RICHIESTE ²
FIAT IMPRESIT	FISIA ORD	RESIDUALE	22.01-12.02	1070	2,4
MEDIOBANCA	FERRUZZI FINANZIARIA ORD	SUCCESSIVA	25.01-14.03	1534	8,3
CIMBALI	FAEMA ORD	SUCCESSIVA	14.02-12.03	3900	19,0
BCA DI ROMA	BONIFICHE SIELE ORD BONIFICHE SIELE RNC	RESIDUALE	21.02-12.03	34740 7080	0,2 0,7
APOKÉ TWO	BENI STABILI ORD	RESIDUALE	26.02-15.03	1475	0,8
BCA POPOLARE COM. E INDUS.	BCA POP. LUINO E VARESE ORD	PREVENTIVA	01.03-29.03	20000	44,0
FIAT	FIDIS ORD	VOLONTARIA	7.03-3.05	4300	48,2
AERES-SERONO S.A.	SERONO ORD	VOLONTARIA	12.03-2.04	16004	23,9
TECHINT	DALMINE ORD	SUCCESSIVA	09.04-30.04	310	15,92
RWE-DEA A.G.	CONDEA AUGUSTA ORD	RESIDUALE	22.04-14.05	3125	0,3
UNICEM	CEMENT. BARLETTA ORD CEMENT. BARLETTA RNC	VOLONTARIA	22.04-17.05	5340 3360	26,18 10,08
BCA POPOLARE DI BRESCIA	BCA CR. NOVARA ICQ ORD	SUCCESSIVA	22.04-21.05	3154	38,8
SCHEMA VENTUNO	SME ORD	VOLONTARIA	29.04-20.05	1750	36,0
GIORGIO ARMANI	SIMINT ORD SIMINT PRIV	SUCCESSIVA	3.06-5.07	1600 1600	16,8 0,4
BENFIN	CALZATURIFICIO VARESE ORD	VOLONTARIA	10.06-5.07	330	14,1
VALCOR (LUXEMBOURG)	FINARTE ORD	SUCCESSIVA	19.06-9.07	1230	15,0
SAB WABCO	WESTINGHOUSE ORD	VOLONTARIA	1.07-19.07	3400	13,5
SATAP	AUTOSTRADA TO-MI ORD	SUCCESSIVA	1.07-19.07	10189	35,1
INTERPROGRAMME HOLDING S.A.	FIMPAR ORD FIMPAR RNC	RESIDUALE	12.07-1.08	1760 1095	0,6 8,0
ORLANDI-S. ANDREA NOVARA	MONTEFIBRE ORD	PREVENTIVA	15.07-2.08	1310	45,4
SCHEMA VENTUNO	SME ORD	RESIDUALE	16.07-5.08	2265	1,3
MAALDRIFT B.V.	FALCK ORD	INCREMENTALE	30.07-13.09	5974	4,5
FINPE	BROGGI IZAR ORD	SUCCESSIVA	5.08-6.09	980	10,1
CIMBALI	NUOVA FAEMA ORD	RESIDUALE	14.08-30.09	4000	2,3
DEUTSCHE BANK A.G.	FINANZA & FUTURO ORD	RESIDUALE	19.08-13.09	7100	0,2
AERES-SERONO S.A.	SERONO ORD	RESIDUALE	2.09-20.09	16085	1,6
TOURIFRAN B.V.	FEMPAR ORD	SUCCESSIVA	2.09-20.09	75	12,1
BCA POPOLARE DI BRESCIA	ICQ BCA CISALPINA ORD	RESIDUALE	4.11-29.11	3015	0,8

¹ Prezzo offerto per azione. ² In percentuale del capitale sociale.

**ADESIONI ALLE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO
REALIZZATE NEL 1996 SU SOCIETÀ QUOTATE**

SOCIETÀ OFFERENTE	AZIONI OGGETTO DELL'OFFERTA	TITOLI ACQUISTATI ¹	QUOTA POSSEDUTA DALL'OFFERENTE ²	VALORE OFFERTA ³
FIAT IMPRESIT	FISIA ORD	77,9	99,5	1,5
MEDIOBANCA	FERRUZZI FINANZIARIA ORD	100,0	22,8	242,6
CIMBALI	FAEMA ORD	87,5	96,9	8,1
BCA DI ROMA	BONIFICHE SIELE ORD	75,6	100,0	1,5
	BONIFICHE SIELE RNC	39,4		0,7
APOKÉ TWO	BENI STABILI ORD	99,5	74,1	0,6
BCA POPOLARE COM. E INDUS.	BCA POP. LUINO E VARESE ORD	100,0	44,7	233,3
FIAT	FIDIS ORD	22,0	65,9	171,0
AERES-SERONO S.A.	SERONO ORD	93,5	95,4	49,9
TECHINT	DALMINE ORD	2,6	37,8	1,5
RWE-DEA A.G.	CONDEA AUGUSTA ORD	89,1	85,7	1,0
UNICEM	CEMENT. BARLETTA ORD	46,4	82,1	8,9
	CEMENT. BARLETTA RNC	47,7		2,2
BCA POPOLARE DI BRESCIA	BCA CR. NOVARA ICQ ORD	62,4	82,5	9,7
SCHEMA VENTUNO	SME ORD	96,2	94,6	275,2
GIORGIO ARMANI	SIMINT ORD	0,1	53,2	0,0
	SIMINT PRIV	52,8		0,1
BENFIN	CALZATURIFICIO VARESE ORD	78,6	97,0	5,3
VALCOR (LUXEMBOURG)	FINARTE ORD	100,0	29,8	19,7
SAB WABCO	WESTINGHOUSE ORD	60,8	94,7	2,1
SATAP	AUTOSTRADA TO-MI ORD	53,1	73,5	25,7
INTERPROGRAMME HOLDING S.A.	FIMPAR ORD	88,6	99,9	0,9
	FIMPAR RNC	82,1		7,3
ORLANDI-S. ANDREA NOVARA	MONTEFIBRE ORD	100,0	45,4	178,5
SCHEMA VENTUNO	SME ORD	70,0	95,6	9,7
MAALDRIFT B.V.	FALCK ORD	461,5	32,3	102,8
FINPE	BROGGI IZAR ORD	25,0	73,0	3,9
CIMBALI	NUOVA FAEMA ORD	78,9	99,5	0,9
DEUTSCHE BANK A.G.	FINANZA & FUTURO ORD	99,21	100,0	0,1
AERES-SERONO S.A.	SERONO ORD	77,7	96,6	2,6
TOURIFRAN B.V.	FEMPAR ORD	117,3	26,4	0,9
BCA POPOLARE DI BRESCIA	ICQ BCA CISALPINA ORD	87,0	86,1	0,3

¹ In percentuale dei titoli richiesti. ² Dopo l'Opa, in percentuale del capitale sociale. ³ Valori in miliardi di lire, calcolato sulla base del numero dei titoli effettivamente acquistati.

TAV. al.3

OFFERTE FINALIZZATE ALL'AMMISSIONE A QUOTAZIONE
 (MILIARDI DI LIRE)

SOCIETÀ	CAPITALIZZAZIONE PRIMA DELL'OFFERTA ¹	OFFERTA		OFFERTA TOTALE ²
		DI SOTTOSCRIZIONE	DI VENDITA	
<i>1995</i>				
BANCO DI DESIO	260,0	44,1	0,0	14,5
BREMBO	350,3	52,5	68,3	30,0
BULGARI	447,2	172,0	51,9	36,2
CARRARO	145,4	43,6	23,9	35,7
CRESPI	186,2	41,8	15,2	25,0
ENI	41995,8	0,0	6300,0	15,0
IMA	186,0	37,8	60,7	44,0
LA DORIA	131,0	36,4	13,8	30,0
PAGNOSSIN	56,5	56,5	0,0	50,0
STAYER	74,3	32,2	31,7	60,0
<i>TOTALE</i>	<i>43832,7</i>	<i>517,1</i>	<i>6565,5</i>	<i>33,2³</i>
<i>1996</i>				
AMGA	423,8	0,0	207,6	49,0
BANCA POPOLARE DI SPOLETO	155,6	15,5	0,0	9,1
CERAMICHE RICCHETTI	161,0	23,0	60,8	45,6
ESAOTE	117,1	58,5	27,3	48,9
INTERPUMP	356,4	115,8	34,1	31,7
IRCE	249,9	22,9	48,8	26,3
MEDIASET	7255,4	972,5	1015,0	24,2
MEDIOLANUM	1641,6	96,0	344,7	25,4
RENO DE' MEDICI	111,0	40,7	11,1	34,1
ROLAND EUROPE	92,7	20,6	12,3	29,0
SAVINO DEL BENE	65,8	13,1	21,3	43,7
ZUCCHINI	115,7	17,4	46,6	48,0
<i>TOTALE</i>	<i>10746,0</i>	<i>1395,9</i>	<i>1829,7</i>	<i>26,6</i>

Fonte: Consob. ¹ La capitalizzazione è calcolata al prezzo di offerta. ² Misurata in rapporto alla capitalizzazione dopo l'offerta. Valori in percentuale. ³ Eni escluso.

TAV. aL.4

SOCIETÀ AMMESSE A QUOTAZIONE: DESTINATARI DELLE OFFERTE¹
(VALORI IN PERCENTUALE)

SOCIETÀ	PUBBLICO ²	INVESTITORI ISTITUZIONALI
<i>1995</i>		
BANCO DI DESIO	100,0	0,0
BREMBO	28,1	71,9
BULGARI	31,1	68,9
CARRARO	40,0	60,0
CRESPI	43,3	56,7
ENI	55,4	44,6
IMA	44,1	55,9
LA DORIA	43,0	57,0
PAGNOSSIN	65,0	35,0
STAYER	46,5	53,5
<i>TOTALE³</i>	<i>42,3</i>	<i>57,7</i>
<i>1996</i>		
AMGA	37,6	62,4
BANCA POPOLARE DI SPOLETO	100,0	0,0
CERAMICHE RICCHETTI	34,2	65,8
ESAOTE	27,3	72,7
INTERPUMP	38,7	61,3
IRCE	33,8	66,2
MEDIASET	44,4	55,6
MEDIOLANUM	27,2	72,8
RENO DE' MEDICI	46,4	53,6
ROLAND EUROPE	62,7	37,3
SAVINO DEL BENE	58,2	41,8
ZUCCHINI	24,4	75,6
<i>TOTALE³</i>	<i>40,5</i>	<i>59,5</i>

Fonte: Consob. ¹ Risultati delle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione. ² Il dato Eni comprende anche l'offerta pubblica negli Stati Uniti. ³ Ponderato per il valore delle offerte. Il dato del 1995 non comprende l'Eni.

TAV. al.5

SOCIETÀ AMMESSE A QUOTAZIONE: ESITI DELLE OFFERTE

SOCIETÀ	RAPPORTO DOMANDA/OFFERTA		OFFERTA ESTERA ¹
	OFFERTA PUBBLICA	OFFERTA ISTITUZIONALE	
<i>1995</i>			
BANCO DI DESIO	1,6	—	—
BREMBO	5,3	57,6
BULGARI	2,3	7,4	55,6
CARRARO	2,5	2,9	34,0
CRESPI	5,6	4,6	24,3
ENI	1,0	37,0
IMA	2,6	7,8	43,5
LA DORIA	7,9	6,8	36,2
PAGNOSSIN	1,3	11,6	25,2
STAYER	4,4	6,7	36,0
<i>TOTALE²</i>	3,3	6,8	42,1
<i>1996</i>			
AMGA	2,9	4,0	34,5
BANCA POPOLARE DI SPOLETO	1,0	—	—
CERAMICHE RICCHETTI	1,8	1,9	54,8
ESAOTE	30,7	20,2	44,7
INTERPUMP	2,3	3,0	51,3
IRCE	4,4	3,4	20,0
MEDIASET	3,2	29,9
MEDIOLANUM	5,4	54,5
RENO DE' MEDICI	7,5	3,3	16,1
ROLAND EUROPE	12,2	15,4	26,2
SAVINO DEL BENE	1,5	1,9	25,7
ZUCCHINI	5,7	5,7	40,2
<i>TOTALE²</i>	4,0	5,9	35,2

Fonte: Consob. ¹ Rivolta ad investitori istituzionali esteri; rapporto con l'offerta totale. Il dato Eni comprende anche l'offerta pubblica negli Stati Uniti. Valori in percentuale. ² Ponderato per il valore delle offerte. Il dato del 1995 non comprende l'Eni.

TAV. al.6

**CESSIONI DI PARTECIPAZIONI DI SOCIETÀ QUOTATE A CONTROLLO PUBBLICO
EFFETTUATE TRAMITE OFFERTA PUBBLICA E COLLOCAMENTO ISTITUZIONALE**

SOCIETÀ	DATA DELL'OPERAZIONE	CTVL. COMPLESSIVO ¹	SOCIETÀ CEDENTE	QUOTA CEDUTA ²	DESTINATARI DELL'OFFERTA ²			
					OFFERTA PUBBLICA VENDITA	DIPEN- DENTI	OFFERTA PUBBLICA ESTERA	INVEST. ISTITUZ.
CREDIT ORD	4.12.93	1715,0	IRI SPA	63,1	36,3	—	—	26,8
CREDIT RISP	4.12.93	86,1	IRI SPA	17,4	—	17,4	—	—
IMI I	31.01.94	2384,4	TESORO E ALTRI	36,5	14,8	0,8	—	20,9
COMIT	26.02.94	2891,2	IRI SPA	51,9	26,9	3,5	—	21,5
INA I	27.06.94	4530,0	TESORO	47,2	31,6	0,6	—	15,0
ENI I	21.11.95	6300,0	TESORO	15,0	4,3	0,7	3,3	6,7
IMI III	7.07.96	501,3	TESORO	6,9	—	—	—	6,9
ENI II	21.10.96	8872,0	TESORO	15,8	8,0	0,8	2,0	5,0

Fonte: Ministero del tesoro, Relazione al Parlamento sulle operazioni di cessione delle partecipazioni su società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato, ex art. 13, co. 6, legge 474/94, anni vari. ¹ Valori in miliardi di lire. ² I dati non comprendono l'eventuale *bonus share* e comprendono la *green shoe*. Valori in percentuale.

TAV. al.7

**CESSIONI DI PARTECIPAZIONI DI SOCIETÀ QUOTATE A
CONTROLLO PUBBLICO TRAMITE TRATTATIVA DIRETTA**

SOCIETÀ	ACQUIRENTE	DATA DI COMPLETAMENTO DELLA CESSIONE	QUOTA CEDUTA	CONTROVALORE COMPLESSIVO ¹	DATA DELL'OPA SUCCESSIVA ²
FIN. ITALGEL	NESTLÉ	6.08.93	62,1	431	23.03.94
FIN. CIRIO BERTOLLI DE RICA	SAGRIT	14.10.93	62,1	311	16.09.94
NUOVO PIGNONE	GENELECTRIC CO.	22.12.93	69,3	699	5.07.94
SME (GS-AUTOGRILL-ATENA)	BENETTON DEL VECCHIO MOVENPICK CREDIOP	23.12.94	32,0	723	22.06.95
IMI II	CARIPLO MPS S. PAOLO	1.07.95	19,0	1200	—
ENICHEM AUGUSTA	RWE-DEA AG	31.08.95	70,0	300	27.12.95
INA II	CARIPLO IMI S. PAOLO BANCA D'ITALIA	12.10.95	18,4	1687	—
DALMINE	TECHINT SIDERCA	27.02.96	84,1	302	9.04.96

Fonte: Consob e Ministero del tesoro, Relazione al Parlamento. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Valori in miliardi di lire. ² Data di inizio dell'Opa.

TAV. al.8

**COLLOCAMENTO DI AZIONI E OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI
DI SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA**
(MILIARDI DI LIRE)

TIPOLOGIA DELL'OFFERTA	EMISSIONI DI NUOVI TITOLI		OFFERTE DI TITOLI GIÀ IN CIRCOLAZIONE		TOTALE	
	1995	1996	1995	1996	1995	1996
OFFERTE PUBBLICHE	313,7	998,5	3189,5	4535,6	3503,2	5534,1
OFFERTE RISERVATE AI DIPENDENTI	11,5	49,0	307,5	582,2	319,0	631,2
OFFERTE RISERVATE AGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI	191,8	374,3	3068,7	5741,8	3260,4	6116,2
OFFERTE RISERVATE AGLI AZIONISTI	7943,9	3043,5	--	6,7	7943,9	3050,2
<i>TOTALE</i>	<i>8460,9</i>	<i>4465,2</i>	<i>6565,7</i>	<i>10866,4</i>	<i>15026,5</i>	<i>15331,6</i>

Fonte: Prospetti e documenti informativi. Si veda la sezione Note metodologiche.

TAV. al.9

COLLOCAMENTO DI TITOLI OBBLIGAZIONARI QUOTATI
(MILIARDI DI LIRE)

TIPOLOGIA DELL'OFFERTA	1995	1996
OFFERTE PUBBLICHE	245	12726,8
OFFERTE RISERVATE AI DIPENDENTI	--	--
OFFERTE RISERVATE AGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI	--	477,7
OFFERTE RISERVATE AGLI AZIONISTI	105	20,9
<i>TOTALE</i>	<i>350</i>	<i>13225,4</i>
<i>DI CUI EMISSIONI BANCARIE</i>	<i>--</i>	<i>8875,4</i>

Fonte: Prospetti e documenti informativi. Si veda la sezione Note metodologiche.

TAV. al.10

**DIMENSIONI DEI MERCATI DEGLI OICVM
NELL'UNIONE EUROPEA E NEGLI STATI UNITI¹**

PAESI	MILIARDI DI ECU				PERCENTUALE SUL TOTALE U.E.			
	1991	1994	1995	1996 ²	1991	1994	1995	1996 ²
FRANCIA	331,1	406,5	407,5	435,7	48,6	37,1	35,0	34,2
GERMANIA	59,2	92,1	104,7	108,1	8,7	8,4	9,0	8,5
GRAN BRETAGNA	78,0	108,9	120,4	139,3	11,5	9,9	10,3	10,9
ITALIA	36,5	65,4	62,4	78,1	5,4	6,0	5,4	6,1
LUSSEMBURGO	87,5	231,4	253,3	271,8	12,9	21,1	21,8	21,3
SPAGNA	30,2	70,1	78,3	94,5	4,4	6,4	6,7	7,4
ALTRI PAESI U.E.	58,1	121,3	136,7	148,1	8,5	11,1	11,8	11,6
<i>TOTALE U.E.</i>	<i>680,6</i>	<i>1095,7</i>	<i>1163,3</i>	<i>1275,6</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>
USA	1008,6	1766,8	2194,7	2557,9				

Fonte: Elaborazioni Consob su dati FEFSI (*Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement*) e ICI (*Investment Company Institute*). ¹ Patrimonio gestito dalle Sicav e dai fondi di diritto nazionale di tipo aperto: inclusi i monetari; esclusi i fondi speciali e immobiliari. Dati di fine periodo. ² Dati al 30 giugno.

TAV. al.11

OICVM
CONCENTRAZIONE DEI PRINCIPALI MERCATI EUROPEI¹
 (SITUAZIONE AL 31 OTTOBRE 1996)

VOCI	PATRIMONIO NETTO ²	QUOTA DI MERCATO ³
<i>ITALIA</i>		
PRIMI CINQUE SOGGETTI ⁴	31,3	39,8
PRIMI DIECI SOGGETTI ⁴	57,1	63,1
PRIMI CINQUE SOGGETTI ⁵	47,3	48,8
PRIMI DIECI SOGGETTI ⁵	69,1	71,4
<i>GRAN BRETAGNA</i>		
PRIMI CINQUE SOGGETTI	45,9	27,9
PRIMI DIECI SOGGETTI	71,2	43,2
<i>FRANCIA</i>		
PRIMI CINQUE SOGGETTI	125,7	40,1
PRIMI DIECI SOGGETTI	194,5	61,9
<i>GERMANIA</i>		
PRIMI CINQUE SOGGETTI	73,3	73,3
PRIMI DIECI SOGGETTI	83,4	83,4

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Assogestioni, *Association of Unit Trusts and Investment Funds*, *Association Francaise des Fonds et Sociétés d'Investissement et de Gestion d'Actifs Financiers*, *BVI-Statistik*. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Sicav e fondi comuni di diritto nazionale di tipo aperto inclusi i monetari ed esclusi i fondi speciali e immobiliari. ² Valori in miliardi di Ecu. ³ Valori in percentuale. ⁴ Valori riferiti alle società di gestione. ⁵ Valori riferiti ai gruppi.

TAV. al.12

GLI ASSETTI PROPRIETARI DELLE SOCIETA' DI GESTIONE DI FONDI COMUNI¹
PERCENTUALI SUL TOTALE DEL PATRIMONIO GESTITO

SOGGETTO CONTROLLANTE	1991	1994	1995	1996
GRUPPI BANCARI	57,1	66,7	74,0	80,8
GRUPPI ASSICURATIVI	10,8	7,2	7,9	8,4
ALTRE SOCIETA' QUOTATE	23,2	16,5	8,7	3,7
JOINT VENTURE	4,4	5,7	5,6	4,2
INTERMEDIARI FINANZIARI NON BANCARI	2,4	2,6	2,5	1,8
PERSONE FISICHE	2,1	1,3	1,2	1,1
<i>TOTALE</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Elaborazioni Consob su dati contenuti nei prospetti informativi. Si veda la sezione Note metodologiche.
¹ Dati di fine periodo riferiti alle sole società di gestione di fondi comuni mobiliari di diritto italiano.

TAV. al.13

SOCIETA' DI GESTIONE E FONDI GESTITI
(DATI AL 31 DICEMBRE)

NUMERO FONDI	1993	1994	1995	1996
1	3	2	1	1
DA 2 A 5	24	20	20	17
DA 6 A 10	21	21	14	9
DA 11 A 15	4	10	14	15
DA 16 A 20	--	--	4	10
DA 21 A 25	--	--	1	1
<i>TOTALE</i>	<i>52</i>	<i>53</i>	<i>54</i>	<i>53</i>

Fonte: Prospetti informativi.

TAV. al.14

MODIFICHE RILEVANTI DELL'AZIONARIATO DELLE SOCIETÀ QUOTATE

	1995	1996
- DI PARTECIPAZIONI IN SOCIETÀ QUOTATE ¹	1423	1425
- DI PARTECIPAZIONI DI SOCIETÀ QUOTATE ¹	7411	5994
NUMERO SOCIETÀ QUOTATE DI CUI È VARIATO L'AZIONARIATO	219	206
NUMERO AZIONISTI CHE HANNO VARIATO LE PARTECIPAZIONI	425	447
- DI CUI: NUMERO NUOVI AZIONISTI	92	122

Fonte: Comunicazioni ai sensi dell'art. 1/5 della legge 216/74. Si veda la sezione Note metodologiche.
¹ Numero segnalazioni.

TAV. al.15

LE PARTECIPAZIONI RILEVANTI NELLE SOCIETÀ QUOTATE¹
 (SITUAZIONE AL 30 GIUGNO 1996)

SOGGETTO DICHIARANTE	PARTECIPAZIONI DI CONTROLLO		PARTECIPAZIONI NON DI CONTROLLO		TOTALE PARTECIPAZIONI	
	NUMERO	PESO ²	NUMERO	PESO ²	NUMERO	PESO ²
BANCHE	16	4,5	124	2,33	140	6,83
SOGGETTI ESTERI	20	2,55	80	1,42	100	3,98
INVESTITORI ISTITUZIONALI	2	0,04	83	0,9	85	0,94
PERSONE FISICHE	50	3,02	184	1,64	234	4,66
SOCIETÀ DI CAPITALI	59	9,14	129	2,79	188	11,93
STATO	19	29,41	19	1,43	38	30,83
<i>TOTALE</i>	<i>166</i>	<i>48,66</i>	<i>619</i>	<i>10,51</i>	<i>785</i>	<i>59,17</i>

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Partecipazioni superiori al 2 per cento del capitale votante. ² Rapporto tra valore delle partecipazioni e capitalizzazione totale di borsa. Valori in percentuale.

TAV. al.16

**PARTECIPAZIONE ALLE ASSEMBLEE SOCIETARIE
APPROVAZIONE DEL BILANCIO 1995**

SOCIETÀ	AZIONISTI DA LIBRO SOCI ¹	AZIONISTI PRESENTI IN ASSEMBLEA	CAPITALE SOCIALE RAPPRESENTATO ²	INDICE DI CONCENTRAZIONE ³
BENETTON GROUP	8895	13	71,88	71,28
ALLEANZA ASSICURAZIONI	36686	46	67,97	67,31
BANCO AMBROSIANO VENETO	43352	89	72,82	59,70
BANCA DI ROMA	22122	65	88,36	88,26
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	175992	1523	28,86	9,17
FIAT	216085	185	46,53	22,00
FERRUZZI FINANZIARIA	39670	60	53,29	33,80
EDISON	9010	25	65,55	61,33
ROLO BANCA 1473	32004	134	74,77	72,98
CREDITO ITALIANO	176866	119	22,63	8,00
GEMINA	43479	56	50,64	38,20
IST. BANCARIO S. PAOLO	63734	61	73,05	71,16
IMI	230000	160	60,97	29,19
OLIVETTI	53700	75	32,58	24,67
ITALGAS	45667	41	49,00	50,2
INA	47585	142	47,63	40,38
IFI	10567	4	98,86	100,00
IFIL	13898	41	60,66	58,55
STET	50454	234	66,39	63,08
SIRTI	19517	57	57,04	54,98
PARMALAT FINANZIARIA	10515	54	57,95	57,14
PIRELLI SPA	35000	63	56,71	53,51
RAS	47319	45	59,02	55,74
ENI	ND	254	88,58	84,99
TIM	ND	125	67,14	65,36
TELECOM ITALIA	63863	175	66,97	64,88
MONTEDISON	93715	52	44,82	40,09
LA FONDARIA ASSICURAZIONI	8478	59	56,72	50,89
MEDIOBANCA (AL 30.06.1996)	53489	159	51,49	25,08
GENERALI	140455	477	34,3	19,30

¹ Ultimi dati disponibili rilevati dal Taccuino dell'azionista, 1996. ² Valori in percentuale. ³ Indice di concentrazione proprietaria: primi 3 azionisti che detengono una quota superiore al 2 per cento del capitale sociale.

TAV. al.17

**RIPARTIZIONE DELLE SOCIETÀ PER TIPOLOGIA
DEL SOGGETTO CONTROLLANTE**
(SITUAZIONE AL 30 GIUGNO 1996)

TIPOLOGIA DEL SOGGETTO CONTROLLANTE	SOCIETÀ	
	NUMERO	PESO ¹
PERSONA FISICA	47	5,5
BANCA	16	6,5
INVESTITORI ISTITUZIONALI	2	0,1
SOCIETÀ DI CAPITALI	56	19,3
SOGGETTO ESTERO	19	4,3
STATO	19	41,0
PATTO DI SINDACATO	24	5,0
	<i>TOTALE CONTROLLATE</i>	<i>183</i>
NON CONTROLLATE	23	18,3
	<i>TOTALE</i>	<i>206</i>

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Rapporto tra valore delle partecipazioni e capitalizzazione totale di borsa. Valori in percentuale.

I PATTI DI SINDACATO SU SOCIETÀ QUOTATE
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 1996)

SOCIETÀ OGGETTO	TIPO PATTO	RILEVANZA SOGLIA OPA	SCADENZA	QUOTA SINDACATA ¹	NUMERO PARTECI- PANTI
ACQUEDOTTO NICOLAY SPA	BLOCCO NOMINA ORGANI SOCIALI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	SI	26.06.1999	50.22	2
AIDIS SPA	BLOCCO NOMINA ORGANI SOCIALI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	SI	12.05.1998	62.88	2
AUSILIARE SPA	UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	SI		81.25	5
BCA AGRICOLA MANTOVANA SRL ²	CONSULTAZIONE	NO	31.12.2000	0.00	4
BCA COMMERCIALE ITALIANA SPA ³	CONSULTAZIONE VOTO	NO	30.06.1997	0.02	112
BCA COMMERCIALE ITALIANA SPA ³	CONSULTAZIONE VOTO	NO	30.05.1998	0.21	217
BCA DI ROMA SPA	BLOCCO NOMINA ORGANI SOCIALI	NO	30.11.2000	88.06	2
BCA NAZIONALE DELL'AGRICOL- TURA	BLOCCO VOTO	NO	31.12.1996	58.97 ORD 57.32 PRIV	41
BCA POPOLARE DI CREMA SRL	CONSULTAZIONE	NO		0.00	637
BCA POPOLARE DI SPOLETO	VOTO BLOCCO NOMINA ORGANI SOCIALI	NO		77.60	2
BCO AMBROSIANO VENETO SPA	BLOCCO VOTO NOMINA ORGANI SOCIALI	SI	30.01.2003	69.49	3
BCO DI NAPOLI	BLOCCO	NO		7.00	2
BULGARI SPA	BLOCCO VOTO NOMINA ORGANI SOCIALI	SI	17.07.2000	55.58 VOTO 61.84 BLOCCO	3
CAB CREDITO AGRARIO BRESCIANO SPA	BLOCCO VOTO ⁴	NO	30.06.1999	52.82	100
CARRARO SPA	NOMINA ORGANI SOCIALI	NO	31.12.1998	57.28	4
COFIDE SPA	BLOCCO VOTO	SI	30.06.2000	48.99	7
COSTA CROCIERE SPA	BLOCCO NOMINA ORGANI SOCIALI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	SI		50.29	5
CREDITO FONDIARIO E INDUSTRIA- LE SPA	BLOCCO VOTO UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	SI	31.03.1997	52.60	2

- SEGUE -

RELAZIONE PER L'ANNO 1996

SOCIETÀ OGGETTO	TIPO PATTO	RILEVANZA SOGLIA OPA	SCADENZA	QUOTA SINDACATA ¹	NUMERO PARTECI- PANTI
CREDITO ITALIANO SPA ³	CONSULTAZIONE VOTO	NO	1.03.2014	0,26	691
CREDITO ITALIANO SPA ³	CONSULTAZIONE	NO		0,00	21
DALMINE SPA	BLOCCO VOTO NOMINA ORGANI SOCIALI	SI		50,01	2
ESAOTE SPA	BLOCCO NOMINA ORGANI SOCIALI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	SI	24.06.1999	50,68	30
F.M.C. SPA	BLOCCO	NO	31.12.2000	74,00	2
FALCK SPA	BLOCCO NOMINA ORGANI SOCIALI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	SI	31.12.2000	38,10	34
FIAT SPA	BLOCCO NOMINA ORGANI SOCIALI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	NO	30.06.1999	30,19	4
FINANZIARIA AUTOGRILL SPA	BLOCCO VOTO	NO	31.12.1997	50,00	2
FINREX SPA	NOMINA ORGANI SOCIALI	NO		100,00	2
FRETTE SPA	VOTO NOMINA ORGANI SOCIALI	SI	1.04.1999	43,41	11
GEMINA SPA	BLOCCO NOMINA ORGANI SOCIALI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	SI	31.12.1997	45,14	10
GENERALI SPA	BLOCCO CONSULTAZIONE	NO	31.12.2001	10,74	2
GILDEMEISTER SPA	BLOCCO NOMINA ORGANI SOCIALI CONSULTAZIONE	NO	23.12.1999	37,84	3
GIM SPA	BLOCCO UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	SI	31.12.1997	44,16	10
GIOVANNI CRESPI SPA	BLOCCO VOTO NOMINA ORGANI SOCIALI	SI	11.09.1998	50,02	6
IMI - IST. MOBILIARE ITALIANO SPA	BLOCCO	NO	1.07.1998	12,02	3
IMPREGILO SPA	BLOCCO	NO		20,20	8
INA SPA	BLOCCO	NO	29.09.1998	14,35	9
ITALFONDIARIO SPA	BLOCCO NOMINA ORGANI SOCIALI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	SI		50,10	2
LA DORIA SPA	BLOCCO NOMINA ORGANI SOCIALI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	SI	30.06.2000	70,00	8
LA GAIANA SPA	BLOCCO UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	SI	31.12.1996	75,59	4

- SEGUE -

APPENDICE STATISTICA

SOCIETÀ OGGETTO	TIPO PATTO	RILEVANZA SOGLIA OPA	SCADENZA	QUOTA SINDACATA ¹	NUMERO PARTECI- PANTI
MARANGONI SPA	BLOCCO VOTO	si	30.06.1997	51,00	5
MEDIASET SPA	BLOCCO	NO		57,00	8
MEDIASET SPA	BLOCCO NOMINA ORGANI SOCIALI	NO		66,00	4
MEDIASET SPA	BLOCCO	NO		53,60	2
MEDIOBANCA SPA	BLOCCO NOMINA ORGANI SOCIALI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	si	30.06.2001	50,00	27
MEDIOLANUM SPA	BLOCCO VOTO NOMINA ORGANI SOCIALI	si	31.12.2005	51,00	4
MEDIOLANUM SPA ⁵	BLOCCO VOTO	NO	31.12.2007	34,32	3
MILANO ASSICURAZIONI SPA	BLOCCO NOMINA ORGANI SOCIALI	NO	31.12.1998	76,39	2
NECCHI SPA	BLOCCO CONSULTAZIONE VOTO	si	30.09.1999	38,32	5
OLD GOTTARDO RUFFONI SPA	NOMINA ORGANI SOCIALI	NO		100,00	2
PIRELLI & SI. ACCOMANDITA PER AZIONI	BLOCCO UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	si	31.12.1998	48,82	11
PREMUDA SPA	BLOCCO NOMINA ORGANI SOCIALI	si	31.12.1998	39,90	5
RIVA FINANZIARIA SPA	BLOCCO VOTO	si	31.03.1998	41,33	21
RODRIGUEZ SPA	BLOCCO UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO NOMINA ORGANI SOCIALI	NO		77,82	2
ROLAND EUROPE SPA	BLOCCO VOTO	NO	30.04.1998	69,37	6
ROLO BANCA 1473 SPA	BLOCCO NOMINA ORGANI SOCIALI	NO	31.12.2003	72,03	4
SAES GETTERS SPA	BLOCCO UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	si	31.12.1999	67,37	24
SAI SPA	BLOCCO CONSULTAZIONE	NO	31.12.1997	52,50	2
SAN PAOLO DI BRESCIA SPA	BLOCCO UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	si	30.06.1998	50,62	253
SAVINO DEL BENE SPA	BLOCCO CONSULTAZIONE VOTO	si	31.12.1998	48,27	8
SIRTI SPA	BLOCCO CONSULTAZIONE VOTO	si	6.05.2001	52,00	3

- SEGUE -

RELAZIONE PER L'ANNO 1996

SOCIETÀ OGGETTO	TIPO PATTO	RILEVANZA SOGLIA OPA	SCADENZA	QUOTA SINDACATA ¹	NUMERO PARTECI- PANTI
SMI SPA	BLOCCO	NO	31.12.1998	47,26	5
TERME DEMANIALI DI ACQUI SPA	UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	SI		63,99	2
ZUCCHINI	CONSULTAZIONE	NO		42,87	5

Fonte: Comunicazioni ai sensi dell'art. 10, comma 4 della legge 149/92. Si veda la sezione Note metodologiche.
¹ Valori in percentuale del capitale ordinario. ² Accordo tra piccoli azionisti. ³ Accordi tra azionisti dipendenti.
⁴ Solo in assemblea straordinaria. ⁵ Accordo tra membri della famiglia Doris.

TAV. al.19

TIPI DI CLAUSOLA PRESENTI NEI PATTI DI SINDACATO
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 1996 - VALORI IN PERCENTUALE)

TIPO DI CLAUSOLA	NUMERO PATTI	CAPITALE SOCIALE SINDACATO ¹	CAPITALE SOCIALE SINDACATO ²	CAPITALE DELLE SOCIETÀ SU CUI ESISTE LA CLAUSOLA ²
BLOCCO	46	51,7	10,1	27,7
CONSULTAZIONE	5	32,9	1,0	7,2
NOMINA	25	59,8	7,4	14,2
UNIFORMITÀ	20	53,8	3,2	8,4
VOTO	17	52,4	2,3	4,2

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Dati medi. ² In rapporto alla capitalizzazione totale di borsa.

INFRAZIONI AGLI OBBLIGHI INFORMATIVI RELATIVI ALLE SOCIETÀ QUOTATE

TIPOLOGIA DI VIOLAZIONE EX ART. 5, L. 216/74	NUMERO VIOLAZIONI		NUMERO SOGGETTI		NUMERO SOCIETÀ OGGETTO DELLA VIOLAZIONE *	
	1995	1996	1995	1996	1995	1996
<i>AZIONARIATO DELLE SOCIETÀ QUOTATE</i>						
RITARDO INFERIORE A 30 GG.	50	10	38	10	23	9
RITARDO SUPERIORE A 30 GG.	26	27	15	22	26	20
OMESSA COMUNICAZIONE	12	21	12	18	9	17
FALSA COMUNICAZIONE	--	--	--	--	--	--
<i>POSSESSI DELLE SOCIETÀ QUOTATE</i>						
RITARDO INFERIORE A 30 GG.	171	20	24	12	114	29
RITARDO SUPERIORE A 30 GG.	24	21	17	8	17	21
OMESSA COMUNICAZIONE	--	--	--	--	--	--
FALSA COMUNICAZIONE	--	--	--	--	--	--
<i>PARTECIPAZIONI ESPONENTI SOCIALI NELLE SOCIETÀ QUOTATE</i>						
RITARDO INFERIORE A 30 GG.	4	--	4	--	2	--
RITARDO SUPERIORE A 30 GG.	3	2	3	2	3	2
OMESSA COMUNICAZIONE	--	--	--	--	--	--
FALSA COMUNICAZIONE	--	--	--	--	--	--
<i>COMPENSI DEGLI ESPONENTI SOCIALI DELLE SOCIETÀ QUOTATE</i>						
RITARDO INFERIORE A 30 GG.	17	--	17	--	14	--
RITARDO SUPERIORE A 30 GG.	27	2	27	2	20	2
OMESSA COMUNICAZIONE	66	55	66	55	38	36
FALSA COMUNICAZIONE	--	--	--	--	--	--

TAV. al.21

SANZIONI PECUNIARIE AI SENSI DELLA LEGGE 216/74
NUMERO ILLECITI

	TOTALE		CON PAGAMENTO IN MISURA RIDOTTA ¹	
	1995	1996	1995	1996
EX ART. 1/5 <i>QUINQUIES</i> (RITARDO COMUNICAZIONI ART. 5)	221	30	215	15
EX ART. 1/17 (RITARDO COMUNICAZIONI VARIAZIONI PARTECIPAZIONI E COMPENSI)	21	10	16	9
EX ART. 1/18 (VIOLAZIONE DELLA DISCIPLINA DELLA SOLLECITAZIONE AL PUBBLICO RISPARMIO)	2	2	--	--

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Il soggetto a cui è contestato un illecito può optare per il pagamento in misura ridotta più le spese di notifica.

TAV. al.22

TIPOLOGIA DELLE DELIBERE ADOTTATE DALLE ASSEMBLEE STRAORDINARIE

OGGETTO	NUMERO DELIBERE			
	1993	1994	1995	1996
FUSIONI	25	27	37	33
SCISSIONI	--	1	3	2
EMISSIONI DI OBBLIGAZIONI	1	13	2	1
EMISSIONI DI OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI	8	9	5	--
OPERAZIONI SUL CAPITALE ¹	38	52	26	16
MODIFICHE OGGETTO SOCIALE O DENOMINAZIONE SOCIALE	27	10	10	15

¹ Il dato tiene conto delle deliberazioni assunte dai consigli di amministrazione a seguito della delega di cui all'art. 2443 c.c..

TAV. aII.1

I BILANCI CONSOLIDATI DELLE SOCIETÀ QUOTATE

ANNI	NUMERO BILANCI CONSOLIDATI ESAMINATI	SOCIETÀ CON BILANCIO CONSOLIDATO ¹	NUMERO SOCIETÀ QUOTATE CONSOLIDATE
1993	185	77,7	197
1994	189	81,5	202
1995	190	86,7	203
1996	183	84,7	193

¹ Quota in percentuale del numero totale di società quotate.

TAV. aII.2

IL CONFERIMENTO DEGLI INCARICHI ALLE SOCIETÀ DI REVISIONE¹

ANNI	CONFERIMENTI	RIFIUTI		REVOCHE	
		CARENZE PROCEDURALI	INIDONEITÀ TECNICA	GIUSTA CAUSA	D'UFFICIO
1993	229	9	1	4	1
1994	170	6	--	3	1
1995	253	13	--	5	1 ²
1996	171	7	--	1	--

¹ Gli incarichi si riferiscono alle società quotate, Sim, società editoriali e società che hanno fatto richiesta di ammissione a quotazione. ² In data 4.01.1996, la Commissione ha deliberato la revoca d'ufficio di un incarico di revisione e certificazione del bilancio di una società quotata conferito per il triennio 1995-1997, ai sensi dell'art. 2, comma 9, D.P.R. 136/75.

L'ATTIVITÀ DI REVISIONE SUI BILANCI 1995

	SOCIETÀ QUOTATE AL MERCATO UFFICIALE	SOCIETÀ QUOTATE AL MERCATO RISTRETTO	SIM
1. BILANCI ESAMINATI			
- SINGOLI	216	32 ¹	285
- CONSOLIDATI	183	12	18
2. CERTIFICAZIONI RILASCIATE CON RILIEVI PER:			
- ECCEZIONI	3	3	6
- SCOPE LIMITATION	4	--	--
- INCERTEZZE	--	--	--
- GOING CONCERN	--	--	4
3. CERTIFICAZIONI CON RICHIAMO DI INFORMATIVA	187	23	124
4. CERTIFICAZIONI NON RILASCIATE - TIPOLOGIA DEI MOTIVI:			
- IMPOSSIBILITÀ AD ESPRIMERE GIUDIZIO	4	1	5
- GIUDIZIO AVVERSO	--	--	1
- GRAVI LIMITAZIONI RELATIVE AL PROCEDIMENTO DI REVISIONE	--	1	2

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Due relazioni non sono state emesse.

TAV. aII.4

DISTRIBUZIONE INCARICHI SOCIETÀ DI REVISIONE

VOCI	FATTURATO ¹		NUMERO INCARICHI LEGALI ²		NUMERO INCARICHI VOLONTARI ³		NUMERO TOTALE DIPENDENTI ⁴	
	1994	1995	1994	1995	1994	1995	1994	1995
I GRUPPO	506,1	512,7	524	492	8535	6035	2746	2641
II GRUPPO	43,7	46,7	75	84	1855	1769	307	308
III GRUPPO	8,7	9,1	6	11	422	290	115	95
TOTALE	558,5	568,5	605	587	10812	8094	3168	3044

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Valori in miliardi di lire. Il fatturato delle società di revisione per l'esercizio 1995, come quelli relativi agli esercizi precedenti, si riferisce anche ad alcuni lavori di revisione svolti dalle stesse nel corso del 1994. Nel fatturato sono ricompresi anche i compensi percepiti dalle società di revisione per lo svolgimento delle altre attività consentite dall'art. 8, comma 2, lett. a), del D.P.R. 136/75 (*limited review*, organizzazione contabile, emissione di pareri di congruità, verifica delle relazioni semestrali, ecc.). ² Il numero degli incarichi legali si riferisce alla revisione e certificazione degli esercizi chiusi al 31.12.1995 e che sono già stati approvati dalla Commissione ai sensi dell'art. 2 del D.P.R. 136/75. ³ Gli incarichi volontari si riferiscono solo ai lavori di revisione e certificazione. ⁴ Il numero dei dipendenti delle società di revisione non include gli amministratori ed i soci/amministratori operativi (*partners* con poteri di firma delle relazioni di certificazione). Tali soggetti risultano complessivamente: 247 per il 1993; 256 per il 1994, 273 per il 1995.

TAV. aIII.1

BORSA VALORI: PRINCIPALI INDICATORI
(MILIARDI DI LIRE)

ANNI	SOCIETÀ ITALIANE		NUM. TITOLI AZIONARI QUOTATI	CAPITALIZ.	SCAMBI	RAPPORTO DI TURNOVER ¹	AUMENTI DI CAPITALE	VAR. MIB STORICO ¹
	NAZIONA- LI	ESTERE						
1986	202	--	301	190472	66661	46,2	14488	64
1987	225	--	336	140721	41967	25,3	5277	-32
1988	228	--	338	176827	41269	26,0	3011	213
1989	235	--	348	215244	53410	27,2	7256	16,5
1990	229	--	340	168135	50700	26,4	9408	-25,1
1991	229	2	342	177917	31057	17,9	4854	-2,2
1992	226	3	342	173080	34649	19,7	3027	-11,7
1993	218	4	329	232005	103501	50,8	16192	37,4
1994	219	4	324	293488	189925	72,1	14949	3,29
1995	217	4	316	325568	140340	45,3	8689	-6,9
1996	213	4	307	386157	156521	44,0	3130	13,1

Fonte: Consiglio di Borsa. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Valori in percentuale.

TAV. aIII.2

BORSE VALORI INTERNAZIONALI
SOCIETA' QUOTATE
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 1996)

PAESI	1992	1993	1994	1995		
				NAZIONALI	ESTERE	TOTALE
LONDRA	2440	2412	2416	1971	531	2502
PARIGI	1008	934	922	710	194	904
GERMANIA ¹	1259	1297	1467	678	944	1622
MADRID	404	379	378	362	4	366
NEW YORK (NYSE)	1750	1945	2128	1996	246	2242
TOKYO	1768	1775	1782	1714	77	1791

Fonte: Tav. I.1 del *FIBV Annual Report* (anni vari). ¹ Per la Germania sono comprese tutte le borse valori.

TAV. aIII.3

BORSE VALORI INTERNAZIONALI
AMMISSIONE DI NUOVE SOCIETA'
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 1996)

PAESI	1992	1993	1994	1995		
				NAZIONALI	ESTERE	TOTALE
LONDRA	100	151	241	285	45	330
PARIGI	13	14	39	22	3	25
GERMANIA ¹	34	68	195	20	168	188
MADRID	11	6	16	7	--	7
NEW YORK (NYSE)	157	225	215	138	35	173
TOKYO	16	23	27	32	--	32

Fonte: Tav. I.2 del *FIBV Annual Report* (anni vari). Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Per la Germania sono comprese tutte le borse valori.

TAV. aIII.4

SOCIETÀ QUOTATE NELLA BORSA ITALIANA

ANNI	SOCIETÀ ITALIANE			ESTERE	TOTALE
	REVOCATE	AMMESSE	QUOTATE		
1986	5	42	202	--	202
1987	--	23	225	--	225
1988	11	14	228	--	228
1989	--	7	235	--	235
1990	10	4	229	--	229
1991	6	6	229	2	231
1992	7	4	226	3	229
1993	11	3	218	4	222
1994	16	17 ¹	219	4	223
1995	16	14	217	4	221
1996	18	14	213	4	217

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

EFFETTI DELLE CRISI SOCIETARIE SUL LISTINO
 (ANNI 1993-96)

SOCIETÀ	PROVVEDIMENTO ADOTTATO PER FRONTEGGIARE LA CRISI ¹	PROVVEDIMENTI CONSOB			
		PARZIALE SOSPENSIONE	SOSPENSIONE	REVOCA DAL LISTINO	RIAMMISSIONE
ACQUA MARCIA ²	CP	2.11.93-14.06.94			14.06.94-16.12.94
			16.12.94-23.06.95		
		23.06.95-21.08.95			DAL 21.08.95
AUSCIEM	CP	6.04.94-1.08.94		1.08.94	
BANCO DI NAPOLI	A		DAL 5.08.96		
BENI STABILI ³	W	2.11.93-19.05.95	19.05.95-5.04.96	5.04.96	
BREDA FINANZIARIA	LCA	2.11.93-1.04.94	1.04.94-28.06.94	28.06.94	
CIGA	W	2.11.93-21.02.94			DAL 21.02.94
DATACONSYST	R		8.03.94-24.01.95	24.01.95	
DEL FAVERO	W	17.06.94-9.06.95	DAL 9.06.95		
EUROPA METALLI ⁴	R			27.12.95	
FABBRICA MILANESE CONDUTTORI	CP	6.06.95-13.10.95	DAL 13.10.95		
FERROVIE TORINO NORD	F	2.11.93-7.03.94	7.03.94-2.05.94	2.05.94	
FIMPAR ⁵	W	2.11.93-7.03.94			7.03.94-20.06.94
		20.06.94-21.04.95	21.04.95-30.06.96	30.06.96	
FINANZIARIA POZZI-GINORI	W	10.12.93-21.01.94	21.01.94-17.10.94	17.10.94	
FINREX ²	AC	17.06.94-23.09.94	DAL 23.09.94		
FOCHI FILIPPO	AS		3.03.95-17.03.95		
		17.03.95-21.04.95	21.04.95-28.04.95		
		DAL 28.04.95			
FORNARA	AS	10.12.93-17.10.94			17.10.94
GEROLIMICH	W			5.07.93	
GRASSETTO	W		12.03.96-30.12.96	30.12.96	
INDUSTRIE SECCO	F	2.11.93-26.08.94	26.08.94-15.06.95	15.06.95	
MANDELLI	AS		1.12.93-17.10.94	17.10.94	
OLCISE	W	2.11.93-1.04.94	1.04.94-15.07.94		
		DAL 15.07.94			
OLD GOTTARDO RUFFONI	AC	17.06.94-23.09.94	DAL 23.09.94		
RAGGIO DI SOLE	W		29.05.96-30.12.96	30.12.96	

- SEQUE -

RELAZIONE PER L'ANNO 1996

SOCIETÀ	PROVVEDIMENTO ADOTTATO PER FRONTEGGIARE LA CRISI ¹	PROVVEDIMENTI CONSOB			
		PARZIALE SOSPENSIONE	SOSPENSIONE	REVOCA DAL LISTINO	RIAMMISSIONE
RODRIGUEZ	W	DAL 22.07.94	1.06.94-22.07.94		
SANTAVALERIA SPDI	W		DAL 21.05.96		
SCOTTI	L		26.10.77-17.10.94	17.10.94	
SIMINT	W		29.04.94-13.05.94		
		13.05.94-18.10.95			DAL 18.10.95
TRIPCOVICH	F	17.06.94-15.07.94	15.07.94-22.07.96	22.07.96	
UNIONE MANIFATTURIERE	W			5.07.93	
UNIPAR	F			23.08.93	

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ A-alienazione del pacchetto di controllo; R-ristrutturazione; L-liquidazione; W-workout, gestione stragiudiziale della crisi in cooperazione con le banche creditrici; CP-concordato preventivo; AC-amministrazione controllata; AS-amministrazione straordinaria ex legge Prodi; LCA-liquidazione coatta amministrativa; F-fallimento. ² Le azioni di risparmio Acquamarca sono state revocate dal 5.01.95; quelle Finrex dal 20.03.96. ³ La revoca dal listino è avvenuta a seguito di Opa. ⁴ La società è stata incorporata in Smi.

TAV. aIII.6

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

ANNI	COMUNICAZIONI PERVENUTE	INFRAZIONI RILEVATE	SOGGETTI CHE HANNO COMMESSO L'INFRAZIONE	SANZIONI EROGATE
1992	960	--	--	--
1993	1577	--	--	--
1994	2080	3	3	1
1995	2041	2	2	3 ¹
1996	2177	4	4	3

Fonte: Adempimenti agli obblighi informativi di cui alla delibera Consob 5553/92, art. 5. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Due sanzioni si riferiscono a infrazioni rilevate nel 1994.

TAV. aIII.7

**DIFFUSIONE DI STATISTICHE E STUDI
CONCERNENTI VALORI MOBILIARI O EMITTENTI**

ANNI	SOGGETTI CHE DIFFONDONO STUDI	STUDI			INDAGINI ED ACCERTAMENTI	
		MONOGRAFICI	NON MONOGRAFICI	ANALISI TECNICA		TOTALE
1993	44	192	550	--	742	12
1994	49	250	800	--	1050	7
1995	46	390	1420	--	1810	11
1996	78	1242	5371	365	6978	21

Fonte: Obblighi informativi di cui alla delibera Consob 5553/91, art.15. Si veda la sezione Note metodologiche.

TAV. aIII.8

REGOLAMENTAZIONE DEI MERCATI

MERCATO	REGOLAMENTO VIGENTE		ULTIMA MODIFICA	
	NUMERO DELIBERA	DATA	NUMERO DELIBERA	DATA
AZIONARIO	9882	1.04.96	10245	30.06.96
MOT	9882	1.04.96	—	—
SPEZZATURE	9882	1.04.96	—	—
PREMI	9882	1.04.96	—	—
RISTRETTO	8189	27.06.94	—	—
IDEM	9726	15.01.96	10461	21.01.97
MERCATI NAZIONALI DI VALORI MOBILIARI NON QUOTATI IN BORSA E NON NEGOZIATI NEL MERCATO RISTRETTO	8469	30.09.94	9628	4.12.95

TAV. aV.1

SIM E SOCIETÀ FIDUCIARIE¹
ISTANZE PRESENTATE E DELIBERE ADOTTATE

VOCI	1993	1994	1995	1996
<i>SIM</i>				
ISTANZE	98	88	82	62 ²
ESTENSIONI	38	30	19	8
REVOCHE	16	16	12	3
CANCELLAZIONI	34	41	23	48 ³
ISCRIZIONI	16	12	20	4
<i>SOCIETÀ FIDUCIARIE</i>				
ISTANZE	15	5	--	5 ⁴
CANCELLAZIONI ⁵	15	8	2	4 ⁶
ISCRIZIONI	3	--	--	--

¹ Si fa riferimento alle Sim iscritte all'albo e alle società fiduciarie iscritte nella sezione speciale dell'albo.
² Numero delle istanze relative alle voci presenti in tavola, di cui: 13 istanze sono state presentate e deliberate nel corso del 1996; 23 istanze sono state presentate nel corso del 1996 e sono tuttora in corso di cui 11 di estensione di attività, 3 di revoca di attività, 3 di cancellazione dall'albo Sim, 6 di iscrizione nell'albo Sim; 15 istanze sono state presentate nel corso del 1996 e sono state archiviate di cui 8 di estensione di attività (5 a seguito di rinuncia e 3 a seguito delle modifiche normative introdotte dal d.lgs. 415/96), 3 di revoca di attività (1 a seguito di rinuncia e 2 a seguito delle modifiche normative introdotte dal d.lgs. 415/96), 4 di iscrizione nell'albo Sim (3 a seguito di rinuncia e 1 a seguito delle modifiche normative introdotte dal d.lgs. 415/96); 11 istanze di cancellazione dall'albo Sim presentate nel corso del 1996 di cui 9 relative a società che non sono state iscritte nel nuovo albo di cui all'art. 9, comma 1, del d.lgs. 415/96, 1 relativa a società che è stata cancellata con decreto del Ministro del tesoro e 1 relativa a società che è stata cancellata per venir meno dei requisiti (art. 13, comma 9, legge 1/91). ³ Di cui: 10 società cancellate dall'albo Sim con provvedimenti adottati dalla Commissione di cui 9 su istanza di parte e 1 per venir meno dei requisiti (art. 13, comma 9, legge 1/91); 3 società cancellate con provvedimenti adottati con decreto del Ministro del tesoro (art. 13, comma 5, legge 1/91); 35 società non iscritte nel nuovo albo di cui all'art. 9, comma 1, del d.lgs. 415/96, di cui 26 sono risultate non operative, 9 che avevano presentato istanza di cancellazione. ⁴ Numero delle istanze relative alle voci presenti in tavola, di cui: 1 istanza di cancellazione è stata presentata e deliberata nel corso del 1996; 2 istanze di cancellazione sono state presentate nel corso del 1996 e sono tuttora in corso; 2 istanze di cancellazione, presentate nel corso del 1996, relative a società fiduciarie che non sono state iscritte nella sezione speciale del nuovo albo di cui all'art. 9, comma 1, del d.lgs. 415/96. ⁵ Sono compresi i provvedimenti adottati dal Ministero del Tesoro, rispettivamente 3 nel 1993 e 3 nel 1994. ⁶ Numero relativo a: 1 società cancellata con provvedimento adottato dalla Commissione su istanza di parte; 3 società non iscritte nella sezione speciale del nuovo albo di cui all'art. 9, comma 1, del d.lgs. 415/96, che avevano presentato istanza di cancellazione.

TAV. aV.2

INTERMEDIARI ISCRITTI PER ATTIVITÀ AUTORIZZATA

ATTIVITÀ AUTORIZZATA	SIM			FIDUCIARIE			BANCHE		
	1994	1995	1996 ¹	1994	1995	1996 ¹	1994	1995	1996 ¹
NEGOZIAZIONE	137	133	131	--	--	--	799	778	759
COLLOCAMENTO	131	125	122	--	--	--	746	729	712
GESTIONE	111	112	109	51	49	49	166	179	178
RACCOLTA	189	189	182	--	--	--	926	904	883
CONSULENZA	147	149	144	--	--	--	181	183	180
SOLLECITAZIONE	125	132	128	--	--	--	43	59	64

Fonte: Per le Sim e le fiduciarie, albo tenuto dalla Consob; per le banche, comunicazioni della Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Dati al 31 agosto, ex legge 1/91.

TAV. aV.3

INTERMEDIARI ISCRITTI PER SERVIZI AUTORIZZATI

(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 1996)

SERVIZI AUTORIZZATI	SIM	FIDUCIARIE	BANCHE
NEGOZIAZIONE PER CONTO PROPRIO	90	—	595
NEGOZIAZIONE PER CONTO TERZI	94	—	560
COLLOCAMENTO CON PREVENTIVA SOTTOSCRIZIONE O ACQUISTO A FERMO OVVERO ASSUNZIONE DI GARANZIA NEI CONFRONTI DELL'EMITTENTE	43	—	231
COLLOCAMENTO SENZA PREVENTIVA SOTTOSCRIZIONE O ACQUISTO A FERMO, OVVERO ASSUNZIONE DI GARANZIA NEI CONFRONTI DELL'EMITTENTE	103	—	554
GESTIONE SU BASE INDIVIDUALE DI PORTAFOGLI DI INVESTIMENTO PER CONTO TERZI	70	45	175
RICEZIONE E TRASMISSIONE DI ORDINI NONCHÉ MEDIAZIONE	100	—	854

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

TAV. aV.4

DISTRIBUZIONE TERRITORIALE DELLE SIM¹
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

REGIONI	1993	1994	1995	1996
EMILIA ROMAGNA	14	11	8	6
FRIULI VENEZIA GIULIA	1	--	--	--
LIGURIA	4	4	4	4
LOMBARDIA	165	155	159	129
PIEMONTE	17	13	15	13
TRENTINO ALTO ADIGE	2	2	2	2
VALLE D'AOSTA	--	--	--	--
VENETO	9	6	7	6
<i>TOTALE NORD</i>	<i>212</i>	<i>191</i>	<i>195</i>	<i>160</i>
ABRUZZO	--	--	--	--
LAZIO	32	25	22	20
MARCHE	--	--	--	--
TOSCANA	11	12	10	5
UMBRIA	--	--	1	--
<i>TOTALE CENTRO</i>	<i>43</i>	<i>37</i>	<i>33</i>	<i>25</i>
BASILICATA	--	--	--	--
CALABRIA	1	--	--	--
CAMPANIA	8	7	6	5
MOLISE	--	--	--	--
PUGLIA	1	1	--	--
SARDEGNA	--	--	--	--
SICILIA	2	2	1	1
<i>TOTALE SUD</i>	<i>12</i>	<i>10</i>	<i>7</i>	<i>6</i>

Fonte: Consob. ¹ I dati sono riferiti alla sede legale.

TAV. aV.5

DISTRIBUZIONE TERRITORIALE DELLE SOCIETÀ FIDUCIARIE¹
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

REGIONI	1993	1994	1995	1996
EMILIA ROMAGNA	6	5	4	2
FRIULI VENEZIA GIULIA	--	--	--	--
LIGURIA	--	--	--	--
LOMBARDIA	38	32	30	29
PIEMONTE	3	2	3	3
TRENTINO ALTO ADIGE	--	--	--	--
VALLE D'AOSTA	--	--	--	--
VENETO	1	1	1	1
<i>TOTALE NORD</i>	<i>48</i>	<i>40</i>	<i>38</i>	<i>35</i>
ABRUZZO	--	--	--	--
LAZIO	5	5	5	5
MARCHE	--	--	--	--
TOSCANA	6	6	6	5
UMBRIA	--	--	--	--
<i>TOTALE CENTRO</i>	<i>11</i>	<i>11</i>	<i>11</i>	<i>10</i>
BASILICATA	--	--	--	--
CALABRIA	--	--	--	--
CAMPANIA	--	--	--	--
MOLISE	--	--	--	--
PUGLIA	--	--	--	--
SARDEGNA	--	--	--	--
SICILIA	--	--	--	--
<i>TOTALE SUD</i>	<i>--</i>	<i>--</i>	<i>--</i>	<i>--</i>

Fonte: Consob. ¹ I dati sono riferiti alla sede legale.

GLI AZIONISTI DI CONTROLLO DELLE SIM

TIPOLOGIA DELL'AZIONISTA	ISCRITTE ALL'ALBO		INGRESSI ¹		USCITE ¹		ISCRITTE ALL'ALBO	
	1994	1995	1996	1995	1996	1995	1996	
GRUPPI BANCARI	39	15	1	--	12	54	43	
- ITALIANI	10	4	1	--	5	14	10	
- ESTERI								
GRUPPI ASSICURATIVI	7	3	--	--	3	10	7	
- ITALIANI	10	--	--	3	2	7	5	
- ESTERI								
ALTRE SOCIETÀ ²	80	--	3	34	7	46	42	
- DI DIRITTO ITALIANO	25	1	4	--	6	26	24	
- DI DIRITTO ESTERO								
AGENTI DI CAMBIO ³	12	--	--	5	1	7	6	
PERSONE FISICHE E SOCIETÀ DI PERSONE	55	3	--	--	24	58	34	
INDIPENDENTI	--	13	15	--	8	13	20	
TOTALE	238	39	23	42	67	235	191	

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Nelle voci «Ingressi» e «Uscite» sono ricompresi i dati relativi alle cancellazioni e alle iscrizioni all'albo delle Sim nonché le variazioni intervenute nell'assetto proprietario delle società attualmente iscritte. ² Società di natura finanziaria e industriale diverse da banche e assicurazioni. ³ Compresi i soggetti dimessi dal ruolo speciale.

GLI AZIONISTI DI CONTROLLO DELLE SOCIETA' FIDUCIARIE

SOGGETTO CONTROLLANTE	ISCRITTE ALL'ALBO		INGRESSI ¹		USCITE ¹		ISCRITTE ALL'ALBO	
	1994	1995	1996	1995	1996	1995	1996	
GRUPPI BANCARI								
- ITALIANI	17	1	--	--	2	18	16	
- ESTERI	1	3	--	--	1	4	3	
GRUPPI ASSICURATIVI								
- ITALIANI	1	1	--	--	--	2	2	
- ESTERI	4	--	--	2	--	2	2	
ALTRE SOCIETA'²								
- DI DIRITTO ITALIANO	13	--	1	2	--	11	12	
- DI DIRITTO ESTERO	3	--	--	1	--	2	2	
AGENTI DI CAMBIO³	1	--	--	1	--	--	--	
PERSONE FISICHE E SOCIETA' DI PERSONE	9	--	--	5	1	4	3	
INDIPENDENTI	2	4	--	--	1	6	5	
TOTALE	51	9	1	11	5	49	45	

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Nelle voci "Ingressi" e "Uscite" sono ricompresi i dati relativi alle cancellazioni e alle iscrizioni alla sezione speciale dell'albo delle Sim nonché le variazioni intervenute nell'assetto proprietario delle società attualmente iscritte. ² Società di natura finanziaria e industriale diverse da banche e assicurazioni. ³ Compresi i soggetti dimessi dal ruolo speciale.

TAV. aV.8

SIM: NEGOZIAZIONI PER CONTO PROPRIO E PER CONTO TERZI
(FLUSSI DEL PRIMO SEMESTRE - VALORI IN PERCENTUALE)

MODALITÀ DI NEGOZIAZIONE	AZIONI		OBBLIGAZIONI		TITOLI DI STATO	
	1995	1996	1995	1996	1995	1996
NEGOZIAZIONI PER CONTO PROPRIO	17	15	65	79	90	93
NEGOZIAZIONI PER CONTO TERZI	83	85	35	21	10	7
<i>TOTALE</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>

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

TAV. aV.9

SIM: DISTRIBUZIONE SECONDO L'INCIDENZA DEGLI SCAMBI PER CONTO TERZI
(SITUAZIONE AL 30 GIUGNO)

QUOTA PERCENTUALE DEGLI SCAMBI PER CONTO TERZI SUL TOTALE DEGLI SCAMBI	NUMERO SIM					
	AZIONI E ALTRI TITOLI DI CAPITALE		OBBLIGAZIONI E AL- TRI TITOLI DI DEBITO		TITOLI DI STATO	
	1995	1996	1995	1996	1995	1996
0	13	7	22	20	24	22
DA 1 A 10	--	--	9	7	17	15
DA 11 A 50	4	4	16	19	21	21
DA 51 A 90	24	24	29	20	20	14
DA 91 A 99	38	32	16	13	14	14
100	18	25	24	27	20	19
<i>TOTALE SIM ATTIVE NELLA NEGOZIAZIONE</i>	<i>97</i>	<i>92</i>	<i>116</i>	<i>106</i>	<i>116</i>	<i>105</i>

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

TAV. aV.10

**SIM: DISTRIBUZIONE DEGLI SCAMBI SECONDO
IL MERCATO DI NEGOZIAZIONE¹**
(DATI DEL PRIMO SEMESTRE - VALORI IN PERCENTUALE)

MERCATI DI NEGOZIAZIONE	AZIONI E ALTRI TITOLI DI CAPITALE		OBBLIGAZIONI E ALTRI TITOLI DI DEBITO	
	1995	1996	1995	1996
BORSA VALORI	95,5	96,0	21,1	17,6
MERCATO RISTRETTO	0,5	0,5	--	--
MERCATO DEI BLOCCHI	2,8	2,4	1,2	0,7
MERCATO ESTERO	0,4	0,5	56,9	47,5
FUORI MERCATO	0,9	0,6	20,8	34,2
<i>TOTALE</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>

Fonte: Elaborazione Consob su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche.
¹ Dati relativi a titoli quotati in mercati regolamentati.

TAV. aV.11

SIM: NEGOZIAZIONE PER CONTO TERZI - CONCENTRAZIONE
(DATI DEL PRIMO SEMESTRE - VALORI IN PERCENTUALE)

QUOTA DI MERCATO	AZIONI E ALTRI TITOLI DI CAPITALE			OBBLIGAZIONI E ALTRI TITOLI DI DEBITO			TITOLI DI STATO		
	1994	1995	1996	1994	1995	1996	1994	1995	1996
PRIME TRE SIM	19,0	16,2	23,1	27,0	32,1	31,1	20,0	20,6	24,7
PRIME CINQUE SIM	27,0	24,9	35,5	35,5	42,9	39,9	29,0	30,8	35,8
PRIME DIECI SIM	45,2	43,5	55,7	52,0	60,3	57,3	47,9	50,9	53,7
PRIME VENTI SIM	71,3	68,8	76,9	75,6	78,6	78,8	73,1	77,2	77,8
<i>NUMERO SIM ATTIVE NELLA NEGOZIAZIONE PER CONTO TERZI</i>	<i>82</i>	<i>84</i>	<i>85</i>	<i>86</i>	<i>94</i>	<i>90</i>	<i>86</i>	<i>92</i>	<i>87</i>

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

TAV. aV.12

SIM: NEGOZIAZIONE PER CONTO PROPRIO - CONCENTRAZIONE
(DATI DEL PRIMO SEMESTRE - VALORI IN PERCENTUALE)

QUOTA DI MERCATO	AZIONI E ALTRI TITOLI DI CAPITALE			OBBLIGAZIONI E ALTRI TITOLI DI DEBITO			TITOLI DI STATO		
	1994	1995	1996	1994	1995	1996	1994	1995	1996
PRIME TRE SIM	55,4	45,8	45,1	59,4	49,0	49,8	52,2	49,8	40,4
PRIME CINQUE SIM	63,5	55,7	56,2	69,4	61,5	58,4	63,2	69,6	58,2
PRIME DIECI SIM	75,1	72,2	72,3	81,4	74,1	74,6	77,7	86,5	88,2
PRIME VENTI SIM	89,6	87,3	89,5	91,6	86,8	90,5	89,7	93,3	95,1
<i>NUMERO SIM ATTIVE NELLA NEGOZIAZIONE PER CONTO PROPRIO</i>	79	79	73	89	92	84	93	96	86

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

TAV. aV.13

GESTIONI PATRIMONIALI DI SIM, SOCIETÀ FIDUCIARIE E BANCHE
COMPOSIZIONI PERCENTUALI DEI PATRIMONI
(SITUAZIONE AL 30 GIUGNO)

TIPOLOGIA TITOLI	SIM		SOCIETÀ FIDUCIARIE		BANCHE
	1995	1996	1995	1996	1996
TITOLI DI STATO	48,5	52,6	52,3	60,0	75,8
TITOLI OBBLIGAZIONARI ITALIANI	23,6	15,3	8,0	7,2	8,2
TITOLI OBBLIGAZIONARI ESTERI	9,3	10,4	9,2	7,6	5,6
AZIONI E QUOTE	11,1	13,4	10,4	8,2	4,2
QUOTE DI OICVM	3,2	5,4	16,3	12,6	1,5
LIQUIDITÀ E ALTRI VALORI MOBILIARI	4,3	2,8	3,9	4,4	4,8
<i>TOTALE</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>

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

TAV. aV.14

**GESTIONE DI PATRIMONI DI SIM, BANCHE E SOCIETÀ FIDUCIARIE -
CONCENTRAZIONE**

(SITUAZIONE AL 30 GIUGNO - VALORI IN PERCENTUALE)

QUOTA DI MERCATO	PATRIMONI GESTITI DALLE SIM			PATRIMONI GESTITI DALLE BANCHE			PATRIMONI GESTITI DALLE SOCIETÀ FIDUCIARIE		
	1994	1995	1996	1994	1995	1996	1994	1995	1996
PRIME TRE SOCIETÀ	27,8	72,2	77,4	19,9	20,6	21,2	36,9	36,4	33,5
PRIME CINQUE SOCIETÀ	39,4	76,6	82,0	28,9	29,7	29,2	52,9	50,3	47,9
PRIME DIECI SOCIETÀ	55,2	84,2	87,4	43,2	44,2	45,8	71,9	69,8	68,3
PRIME VENTI SOCIETÀ	79,1	91,6	93,3	61,7	63,4	64,2	87,8	86,5	87,5
<i>NUMERO SOCIETÀ ATTIVE NELLA GESTIONE DEI PATRIMONI</i>	66	69	69	143	149	148	50	48	47

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

TAV. aV.15

SOLLECITAZIONE FUORI SEDE DEL PUBBLICO RISPARMIO
(VALORI IN PERCENTUALE)

TIPOLOGIA TITOLI	1994	1995	1996 ¹
TITOLI DI STATO	0,6	1,1	1,0
TITOLI OBBLIGAZIONARI	6,4	8,7	7,1
AZIONI E QUOTE	0,3	0,4	0,3
QUOTE DI OICVM	80,0	77,5	84,8
ALTRI VALORI MOBILIARI	12,7	12,3	6,8
<i>TOTALE</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>

Fonte: Elaborazione Consob su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Dati del primo semestre.

TAV. aV.16

ATTIVITÀ DI SOLLECITAZIONE FUORI SEDE DEL PUBBLICO RISPARMIO
CONCENTRAZIONE DEL MERCATO¹
 (DATI DEL PRIMO SEMESTRE - VALORI IN PERCENTUALE)

CONCENTRAZIONE DEL MERCATO	1994	1995	1996
PRIME TRE SIM	57,2	46,4	44,9
PRIME CINQUE SIM	72,2	64,0	61,2
PRIME DIECI SIM	88,1	84,9	80,9
PRIME VENTI SIM	96,5	94,2	92,8
<i>NUMERO SIM ATTIVE NELLA SOLLECITAZIONE</i>	60	61	58

Fonte: Elaborazione Consob su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Quote di mercato misurate sul totale dei valori mobiliari distribuiti.

TAV. aVI.1

ATTIVITÀ ISPETTIVA

	1993	1994	1995	1996
<i>ACCERTAMENTI ISPETTIVI</i>				
DELIBERATI	57	75	34	41
INIZIATI	47 ¹	64 ²	43 ³	38 ⁴
CONCLUSI	37	51	35	30
<i>TIPOLOGIA DEI SOGGETTI ISPEZIONATI</i>				
SIM	35	37	13	26
SOCIETÀ FIDUCIARIE	7	4	1	2
BANCHE	--	14	23	7
AGENTI DI CAMBIO	4	5	6	3
<i>TOTALE</i>	46	60	43	38

¹ Riguardano 46 soggetti, 1 dei quali sottoposto a 2 accertamenti con finalità diverse. ² Riguardano 60 soggetti, alcuni dei quali sottoposti a più di un accertamento con finalità diverse. Un'ispezione è stata eseguita ai sensi dell'art. 8, legge 157/91. ³ Di cui 2 ai sensi dell'art. 8, legge 157/91. ⁴ Di cui 5 ai sensi dell'art. 8, legge 157/91.

TAV. aVI.2

**ACCERTAMENTI NEI CONFRONTI DEGLI INTERMEDIARI MOBILIARI
E DEI PROMOTORI NEL 1996**

INTERMEDIARI	OGGETTO DELL'ACCERTAMENTO				TOTALE
	GENERALE	MIRATO	INSIDER ¹	OPV	
<i>ACCERTAMENTI DELIBERATI</i>					
SIM	13	3	5	4	25
SOCIETÀ FIDUCIARIE	2	--	--	--	2
BANCHE	4	6	--	--	10
AGENTI DI CAMBIO	3	--	--	--	3
PROMOTORI FINANZIARI	1	--	--	--	1
<i>TOTALE</i>	23	9	5	4	41
<i>ACCERTAMENTI INIZIATI</i>					
SIM	13	4	5	4	26
SOCIETÀ FIDUCIARIE	2	--	--	--	2
BANCHE	3	4	--	--	7
AGENTI DI CAMBIO	2	1	--	--	3
<i>TOTALE</i>	20	9	5	4	38

¹ Ai sensi dell'art. 8, legge 157/91.

SANZIONI PECUNIARIE AI SENSI DELLA LEGGE 1/91¹

SOGGETTI SOTTOPOSTI A SANZIONI PECUNIARIE	NUMERO SANZIONI			MILIONI DI LIRE		
	1994	1995	1996	1994	1995	1996
PROMOTORI (EX ART. 5)	41	--	--	569	--	--
SIM/SOCIETÀ FIDUCIARIE (EX ART. 13)	16	8 ²	10	840	875 ²	2350 ³
SIM ED AGENTI DI CAMBIO (EX ART. 11)	5	1 ²	2	1942	335 ²	7625 ⁴
BANCHE	2	1	17	250	100	1490 ⁵
TOTALE SANZIONI PECUNIARIE	64	10	37	3601	1310	11465

¹ Le sanzioni a carico dei promotori sono irrogate dalla Consob. Le altre dal Ministero del tesoro. ² In un caso la sanzione è sia ai sensi dell'art. 13 che dell'art. 11. ³ Sanzioni riguardanti 5 soggetti, per 1940 milioni di lire proposte al Ministro del tesoro successivamente all'entrata in vigore del d.lgs. 415/96, e non ancora effettivamente comminate al 31.12.96. ⁴ Sanzioni riguardanti 2 soggetti, proposte al Ministro del tesoro successivamente all'entrata in vigore del d.lgs. 415/96, e non ancora effettivamente comminate al 31.12.96. ⁵ Sanzioni riguardanti 6 banche per 430 milioni di lire proposte al Ministro del tesoro successivamente all'entrata in vigore del d.lgs. 415/96, e non ancora effettivamente comminate al 31.12.96.

TAV. aVI.4

PROMOTORI: NUOVE ISCRIZIONI
DISTRIBUZIONE TERRITORIALE

REGIONI	1994	1995	1996	TOTALE ¹
EMILIA ROMAGNA	397	585	355	2784
FRIULI VENEZIA GIULIA	136	93	115	707
LIGURIA	157	160	100	933
LOMBARDIA	741	706	717	5057
PIEMONTE	380	325	234	2363
TRENTINO ALTO ADIGE	37	40	30	304
VALLE D'AOSTA	6	8	6	61
VENETO	356	375	264	2507
<i>TOTALE NORD</i>	<i>2210</i>	<i>2292</i>	<i>1821</i>	<i>14716</i>
ABRUZZO	51	126	59	438
LAZIO	656	634	358	3524
MARCHE	123	91	109	829
TOSCANA	251	352	194	1992
UMBRIA	58	88	67	458
<i>TOTALE CENTRO</i>	<i>1139</i>	<i>1291</i>	<i>787</i>	<i>7241</i>
BASILICATA	16	28	24	123
CALABRIA	113	79	62	504
CAMPANIA	364	302	142	1727
MOLISE	16	23	20	108
PUGLIA	289	242	186	1112
SARDEGNA	74	73	70	389
SICILIA	243	182	124	1185
<i>TOTALE SUD</i>	<i>1115</i>	<i>929</i>	<i>628</i>	<i>5148</i>
<i>TOTALE GENERALE</i>	<i>4464</i>	<i>4512</i>	<i>3236</i>	<i>27105</i>

¹ Totale dei promotori iscritti all'albo al 31 dicembre 1996.

PROVVEDIMENTI DI CANCELLAZIONE DALL'ALBO DEI PROMOTORI

	1994	1995	1996
<i>SU PROPOSTA DELLE COMMISSIONI REGIONALI</i>			
MANCATO ESERCIZIO DELL'ATTIVITÀ PER OLTRE UN ANNO	157	195	172
PERDITA DEI REQUISITI DI CUI ALL'ART. 13 DEL REGOLAMENTO	17	4	10
OMESSO PAGAMENTO DEL DIRITTO ANNUO	140	389	227
MANCANZA ORIGINARIA DEI REQUISITI DI CUI ALL'ART. 19	--	--	--
MANCATO ESERCIZIO E OMESSO PAGAMENTO	35	118	80
PERDITA DEI REQUISITI DI CUI ALL'ART. 13 E OMESSO PAGAMENTO	50	34	114
PERDITA DEI REQUISITI DI CUI ALL'ART. 13 E MANCATO ESERCIZIO	1	--	--
PERDITA DEI REQUISITI DI CUI ALL'ART. 13, OMESSO PAGAMENTO E MANCATO ESERCIZIO	--	6	--
<i>SU INIZIATIVA CONSOB</i>			
RADIAZIONE DALL'ALBO	116	34	22
REVOCA DEL PROVVEDIMENTO D'ISCRIZIONE ALL'ALBO	1	--	--
<i>ALTRE CAUSE</i>			
	281	564	818
<i>TOTALE</i>	<i>798</i>	<i>1344</i>	<i>1443</i>

TAV. aVI.6

PROVVEDIMENTI SANZIONATORI NEI CONFRONTI DEI PROMOTORI

	1994	1995	1996
<i>TIPO DI SANZIONI</i>			
CENSURA	8	1	--
SOSPENSIONE DALL'ALBO A TEMPO DETERMINATO	7	--	1
SOSPENSIONE CAUTELARE DELL'ATTIVITÀ	51	53	48
SOSPENSIONE A TEMPO INDETERMINATO	5	4	12
RADIAZIONE DALL'ALBO	116	34	22
<i>TOTALE</i>	<i>187</i>	<i>92</i>	<i>83</i>
<i>SANZIONI AMMINISTRATIVE PECUNIARIE</i>			
NUMERO DELLE SANZIONI	41	--	--
AMMONTARE DELLE SANZIONI ¹	569	--	--

¹ Valori in milioni di lire.

**I RICORSI CONTRO I PROVVEDIMENTI DELLA CONSOB E
DEL MINISTRO DEL TESORO SU PROPOSTA DELLA CONSOB NEGLI ANNI 1995/96**

TIPOLOGIA RICORRENTI	NUM	OGGETTO ATTO	ESITO ¹	
			RICORSO AL TAR (A)	APPELLO AL CONSIGLIO DI STATO (B)
<i>ANNO 1995</i>				
PROMOTORI	17	CANCELLAZIONE ALBO	2 RESPINTO 3 RESPINTA SOSPENSIVA 3 ACCOLTA SOSPENSIVA 9 IN CORSO	1 ACCOLTO APPELLO CONSOB
PROMOTORI	4	SOSPENSIONE ATTIVITÀ	3 RESPINTA SOSPENSIVA 1 IN CORSO	
SIM	9	SOSPENSIONE ATTIVITÀ E COMMISSARIAMENTO	3 RESPINTO 2 RESPINTA SOSPENSIVA 3 ACCOLTA SOSPENSIVA 1 ACCOLTO	1 ACCOLTO APPELLO CONSOB
AZIONISTI SIM	2	CANCELLAZIONE SIM E COMMISSARIAMENTO	2 RESPINTA SOSPENSIVA	
SOCIETÀ DI REVISIONE	1	INTIMAZIONE A NON AVVALERSI DI SOCIO	1 RESPINTO	
SOCI DI SOCIETÀ DI REVISIONE	2	SOSPENSIONE ATTIVITÀ	1 RESPINTO 1 RESPINTA SOSPENSIVA	
SOCIETÀ FIDUCIARIA ISCRITTA ALL'ALBO SIM	1	SOSPENSIONE ATTIVITÀ E COMMISSARIAMENTO	1 RESPINTA SOSPENSIVA	
S.P.A. E S.R.L.	4	SOSPENSIONE ABUSIVA SOLLECITAZIONE	2 RESPINTA SOSPENSIVA 2 IN CORSO	
S.P.A. E S.R.L.	2	NULLA OSTA OPA	2 RESPINTA SOSPENSIVA	
SOCIETÀ QUOTATA ²	2	OBBLIGO OPA SUCCESSIVA	1 ACCOLTA SOSPENSIVA 1 RESPINTA SOSPENSIVA	1 ACCOLTO APPELLO CONSOB
COMMERCIALISTI ²	1	REGOLAMENTO MERCATI LOCALI	1 RESPINTO	
AGENTI DI CAMBIO ²	1	REGOLAMENTO FUTURES CONTRATTO FIB30	1 IN CORSO	
TOTALE	46			

- SEGUE -

APPENDICE STATISTICA

TIPOLOGIA RICORRENTI	NUM	OGGETTO ATTO	ESITO	
			RICORSO AL TAR (A)	APPELLO AL CONSIGLIO DI STATO (B)
<i>ANNO 1996</i>				
PROMOTORI	9	CANCELLAZIONE ALBO	3 IN CORSO 2 RESPINTO RICORSO ³ 2 RESPINTA SOSPENSIVA 1 ACCOLTO RICORSO 1 ACCOLTA SOSPENSIVA	1 IN CORSO
PROMOTORI	10	SOSPENSIONE ATTIVITÀ	10 IN CORSO	
SIM	4	SOSPENSIONE ATTIVITÀ E COMMISSARIAMENTO	1 ACCOLTO ³ 1 ACCOLTA SOSPENSIVA 2 RESPINTA SOSPENSIVA	1 ACCOLTO APPELLO CONSOB 2 ACCOLTO APPELLO RICORRENTE
	1	SOSPENSIONE ATTIVITÀ SOLLECITAZIONE E COMMISSARIAMENTO	1 IN CORSO	
	1	DIVIETO ATTIVITÀ SOLLECITAZIONE E DIFFUSIONE ANNUNCI PUBBLICITARI	1 IN CORSO	
SOCIETÀ DI REVISIONE	2	INTIMAZIONE A NON AVVALERSI DI SOCIO ⁴	1 RESPINTA SOSPENSIVA 1 IN CORSO	
SOCI DI SOCIETÀ DI REVISIONE	2	INTIMAZIONE A NON AVVALERSI DI SOCIO	1 ACCOLTA SOSPENSIVA 1 RESPINTA SOSPENSIVA	1 RESPINTO APPELLO CONSOB
	1	SILENZIO-RIFIUTO SU ISTANZA DI ACCESSO ATTI	1 INTERROTTO	
ASSOCIAZIONE	1	SOSPENSIONE OPA	1 RESPINTA SOSPENSIVA	1 ACCOLTO APPELLO RICORRENTE
S.R.L.	1	ATTIVITÀ INTERMEDIAZIONE IN SWAPS	IN CORSO	
SOC. COOP. E R.L.	1	DIVIETO DI ABUSIVA SOLLECITAZIONE	IN CORSO	
TOTALE	31			

¹ Accolto/respinto indica i procedimenti definitivamente conclusi; accolta sospensiva/respinta sospensiva indica l'ordinanza di natura cautelare e provvisoria con la quale il Tar si pronuncia in ordine all'istanza del ricorrente di sospensione degli effetti del provvedimento impugnato; interrotto indica, nel caso di specie, il provvedimento del Tar con il quale il procedimento è stato dichiarato interrotto per cessazione della materia del contendere, avendo il ricorrente rinunciato all'istanza. ² Ricorsi promossi nell'anno 1994. ³ Ricorso presentato nel 1995. ⁴ Un ricorso ha altresì ad oggetto un provvedimento Consob di revoca dell'incarico.

TAV. aVII.2

I RICORSI AL PRETORE CONTRO LE SANZIONI PECUNIARIE¹

TIPOLOGIA RICORRENTI	NUMERO		TIPOLOGIA INFRAZIONE ²	ESITO
	1995	1996		
SIM	6		ART. 5, CO. 1 E 2, LEGGE 1/91	3 RESPINTO
				3 ACCOLTO
				1 IN CORSO
PROMOTORI	8 ³	1	»	6 RESPINTO
				2 ACCOLTO PAR- ZIALMENTE ⁴
AGENTI DI CAMBIO	1		ART. 11, CO. 12; LEGGE 1/91	1 ACCOLTO ⁵
SIM	5 ⁶		ART. 13, CO. 3, LEGGE 1/91	1 IN CORSO
				2
<i>TOTALE</i>	20	3		

¹ Art. 22, legge 689/81. ² Norme violate - Legge 1/91: *Art. 5, co. 1 e 2*: obbliga le Sim ad avvalersi, nell'offerta dei propri servizi fuori dalla propria sede sociale o dalle sedi secondarie, di promotori finanziari iscritti all'albo unico nazionale; *Art. 5, co. 8 lett. f) e g)*: obbliga i promotori finanziari a rispettare le regole di presentazione e comportamento e prevede la sanzione amministrativa pecuniaria in caso di violazione di detto obbligo; *Art. 11, co. 12*: prevede la sanzione pecuniaria da parte del Ministro del tesoro da un quarto all'intero valore dell'operazione in caso di violazione delle disposizioni relative all'obbligo di concentrazione in borsa; *Art. 13, co. 3*: prevede in caso di accertata irregolarità o di accertata violazione di legge e di regolamento la sanzione amministrativa pecuniaria ovvero la sospensione temporanea dall'attività. ³ Si tratta di reclami contro provvedimenti irrogati nel 1994. ⁴ Riduzione sanzione. ⁵ Avverso tale sentenza la Consob ha presentato ricorso in Cassazione. ⁶ Di cui 3 reclami relativi a provvedimenti irrogati nel 1994.

TAV. aVII.3

LE AZIONI CONTRO LA CONSOB PER IL RISARCIMENTO DEI DANNI

TIPOLOGIA ATTORE	NUMERO		MOTIVI	ESITO
	1995	1996		
CLIENTE SIM	2	1	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO	IN CORSO
CLIENTE FIDUCIARIA	1	--	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO	ESTROMISSIONE CONSOB DAL PROCEDIMENTO ¹
AZIONISTA SOCIETÀ QUOTATA	1	1	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO	IN CORSO
	--	1	ILLEGITTIMITÀ DELL'ESONERO CONSOB DALL'OBBLIGO DI SOCIETÀ DI PROMUO- VERE OPA	IN CORSO
CLIENTE AGENTE DI CAMBIO	--	1	FATTO ILLECITO DIPENDENTE	IN CORSO
CLIENTE AGENTE DI CAMBIO E SIM	--	1	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO	IN CORSO

¹ La Consob, citata come responsabile civile nell'ambito di un procedimento penale per presunto omesso controllo, è stata dal giudice estromessa dal medesimo procedimento.

**IPOTESI DI REATO SEGNALATE DALLA CONSOB
ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA PENALE**

TIPO DI SOGGETTO	NUMERO		NORMA VIOLATA	FONTE DELL'IPOTESI DI REATO (SI RIFERISCE AL 1996)
	1995	1996		
LEGGE 216/74				
SOCIETÀ QUOTATA	--	1	ART. 1/3	VIGILANZA ORDINARIA
SOCIETÀ QUOTATA	2	7	ART. 1/4	"
SOCIETÀ DI GESTIONE FONDI COMUNI	--	1	"	"
SOCIETÀ FINANZIARIA EX ART. 19	16	--	"	"
PERSONA FISICA	3	10	ART. 1/5	"
ENTE CREDITIZIO	1	5	"	"
SOCIETÀ QUOTATA	14	9	"	"
SOCIETÀ ESTERA	10	7	"	"
FIDUCIARIA ISCRITTA ALL'ALBO SPECIALE	--	1	"	"
S.P.A. E S.R.L.	6	6	"	"
PERSONA FISICA	2	1	ART. 1/5 BIS	"
SOCIETÀ QUOTATA	3	--	"	"
SOCIETÀ PER AZIONI (NON QUOTATA)	2	--	"	"
ENTE CREDITIZIO	--	1	"	"
SOCIETÀ ESTERA	1	--	"	"
PERSONA FISICA	7	91	ART. 1/17	"
SOCIETÀ PER AZIONI (NON QUOTATA)	1	--	ART. 1/18 QUINQUIES	"
SIM	--	5	"	"
ENTE CREDITIZIO	1	--	"	"
SOCIETÀ DI GESTIONE FONDI COMUNI	--	3	"	"
D.P.R. 136/75				
SOCIETÀ DI REVISIONE	3	1	ART. 14	ISPEZIONE

- SEGUE -

APPENDICE STATISTICA

TIPO DI SOGGETTO	NUMERO		NORMA VIOLATA	FONTE DELL'IPOTESI DI REATO (SI RIFERISCE AL 1996)
	1995	1996		
LEGGE 77/83				
FIDUCIARIA NON ISCRITTA ALL'ALBO SPECIALE	1	--	ART. 10, CO. 6	
SOCIETÀ ESTERA	1	--	ART. 10 QUATER	
SIM	1	2	"	ISPEZIONE
ENTE CREDITIZIO	1	--	"	
FIDUCIARIA NON ISCRITTA ALL'ALBO SPECIALE	2	--	"	
SICAV	1	1	"	VIGILANZA ORDINARIA
LEGGE 1/91				
SIM	1	--	ART. 4, CO. 4	
PERSONA FISICA	8	11	ART. 5, ULT. CO.	ISPEZIONE/ VIGILANZA ORDINARIA
PROMOTORE	12	14	ART. 14	ISPEZIONE/ VIGILANZA ORDINARIA
S.R.L.	--	2	"	VIGILANZA ORDINARIA
SIM	10	8	"	ISPEZIONE/ VIGILANZA ORDINARIA
FIDUCIARIA ISCRITTA ALL'ALBO SPECIALE	2	--	"	
FIDUCIARIA NON ISCRITTA ALL'ALBO SPECIALE	2	1	"	"
SOCIETÀ PER AZIONI	1	--	"	
SOCIETÀ ESTERA	--	4	"	VIGILANZA ORDINARIA
AGENTE DI CAMBIO	3	--	"	
SOCIETÀ COOPERATIVA A R.L.	--	1	"	"
ENTE CREDITIZIO	1	--	"	
PERSONA FISICA	6	1	"	"
LEGGE 157/91				
PERSONA FISICA	1	28	ART. 2	VIGILANZA ORDINARIA
SOCIETÀ QUOTATA	--	3	"	"
S.P.A.	--	8	"	"
SIM	--	1	"	"

- SEGUE -

RELAZIONE PER L'ANNO 1996

TIPO DI SOGGETTO	NUMERO		NORMA VIOLATA	FONTE DELL'IPOTESI DI REATO (SI RIFERISCE AL 1996)
	1995	1996		
SOCIETÀ DI GESTIONE FONDI COMUNI	--	2	"	"
S.R.L.	--	4	"	"
LEGGE 15/80				
SIM	5	5	ART. 13	ISPEZIONE
S.R.L.	--	1	"	VIGILANZA ORDINARIA
ENTE CREDITIZIO	--	2	"	ISPEZIONE
FIDUCIARIA ISCRITTA ALL'ALBO SPECIALE	--	1	"	"
AGENTE DI CAMBIO	1	2	"	"
D.LGS. 84/92				
SIM	--	1	ART. 15	ISPEZIONE/ VIGILANZA ORDINARIA
D.LGS. 86/92				
SIM	2	1	ART. 5	VIGILANZA ORDINARIA
SOCIETÀ ESTERA	--	2	"	"
FIDUCIARIA ISCRITTA ALL'ALBO SPECIALE	1	--	"	"
PROMOTORE	--	3	"	"
D.LGS. 385/93				
S.P.A.	--	1	ART. 130	VIGILANZA ORDINARIA
SIM	--	1	ART. 132	"
CODICE CIVILE				
SIM	4	--	ART. 2358, CO. 1	
SOCIETÀ QUOTATA	1	1	ART. 2621, CO. 1, N. 1	VIGILANZA ORDINARIA
S.R.L.	--	1	"	"
SOCIETÀ PER AZIONI	2	--	"	
SIM	2	--	ART. 2621, CO. 1 E ART. 2623, N. 3	
SIM	1	--	ART. 2624	
FIDUCIARIA ISCRITTA ALL'ALBO SPECIALE	2	--	"	
SIM	--	2	ART. 2631	ISPEZIONE

- SEGUE -

APPENDICE STATISTICA

TIPO DI SOGGETTO	NUMERO		NORMA VIOLATA	FONTE DELL'IPOTESI DI REATO (SI RIFERISCE AL 1996)
	1995	1996		
CODICE PENALE				
PROMOTORE	1	--	ARTT. 453 E 458	
PROMOTORE	1	--	ART. 483	
SIM	1	--	ARTT. 485 E 494	
FIDUCIARIA ISCRITTA ALL'ALBO SPECIALE	1	--	"	
PERSONA FISICA	--	5	ART. 596 BIS	VIGILANZA ORDINARIA
PROMOTORE	72	46	ARTT. 640 E 646	ISPEZIONE/ VIGILANZA ORDINARIA
AGENTE DI CAMBIO	--	1	"	"
SIM	3	6	"	"
SOCIETÀ ESTERA	--	2	"	VIGILANZA ORDINARIA
SOCIETÀ QUOTATA	--	1	"	ISPEZIONE
PERSONA FISICA	--	4	"	VIGILANZA ORDINARIA
SOCIETÀ DI REVISIONE	--	1	ART. 644	ISPEZIONE
SOCIETÀ ESTERA	--	2	ART. 718	VIGILANZA ORDINARIA
LEGGE FALLIMENTARE				
AGENTE DI CAMBIO	1	--	ART. 216, CO. 1, N. 2	
AGENTE DI CAMBIO	--	1	ARTT. 216, CO. 1, N. 2 E 217, CO. 1, N. 4	ISPEZIONE
PROMOTORE	1	--	"	
SIM	2	--	"	
AGENTE DI CAMBIO	--	1	ART. 217, CO. 1, N. 4	"
TOTALE	230	337		

Si veda la sezione Note metodologiche.

TAV. aVII.5

**INTERVENTI DELLA CONSOB IN PROCEDIMENTI PENALI
IN RAPPRESENTANZA DEGLI INTERESSI LESI**

1995	1996	REATO ¹	ESITO
1	1	ART. 2, LEGGE 157/91	IN CORSO
1		ART. 5, LEGGE 157/91	IN CORSO
1		ART. 14, D.P.R. 136/75	PATTEGGIAMENTO
	1	ART. 14, LEGGE 1/91 ²	IN CORSO

¹ Norme violate - Legge 157/91: l'ART. 2 vieta l'acquisto o la vendita ovvero il compimento di altre operazioni su valori mobiliari qualora si posseggano informazioni riservate in ragione dell'esercizio di una funzione, professione o ufficio (*insider trading*); l'ART. 5 vieta le divulgazioni di notizie false, esagerate o tendenziose ovvero pone in essere operazioni simulate o altri artifici idonei ad influenzare sensibilmente il prezzo dei valori mobiliari (manipolazione). D.P.R. 136/75: l'ART. 14 punisce gli amministratori di società di revisione che attestino il falso nelle certificazioni dei bilanci o in altre relazioni, comunicazioni o dichiarazioni. Legge 1/91: l'ART. 14 sanziona l'esercizio abusivo dell'attività di intermediazione mobiliare ovvero l'utilizzo abusivo della denominazione di Sim. ² Il procedimento concerne anche altre fattispecie di abusivismo nel settore del mercato dei valori mobiliari penalmente rilevanti.

TAV. aVII.6

IMPUGNATIVE DEI BILANCI PROMOSSE DALLA CONSOB

ANNI	NUMERO IMPUGNATIVE	ESITO	
		ANNULLAMENTO DELLA DELIBERA DI APPROVAZIONE DEL BILANCIO	ALTRO
1992	1	ANNULLAMENTO DELIBERA APPELLO DELLA SOCIETÀ RESPINTO	
1993	2		1 GIUDIZIO SOSPESO (FINO A DECISIONE DI ALTRO PREGIUDIZIALE) 1 IN CORSO
1994	1		GIUDIZIO INTERROTTO PER SO- PRAVVENUTO FALLIMENTO DELLA SOCIETÀ
1995	--		
1996	--		

TAV. aIX.1

**RICHIESTE DI DOCUMENTAZIONE ED INFORMAZIONI
SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB**

	1994	1995	1996
<i>SOGGETTI</i>			
INVESTITORI ISTITUZIONALI E OPERATORI PROFESSIONALI	326	683	716
RISPARMIATORI E ALTRI SOGGETTI	179	315	484
<i>TOTALE</i>	<i>505</i>	<i>998</i>	<i>1200</i>
<i>OGGETTO DELLA RICHIESTA</i>			
DELIBERE, COMUNICAZIONI, PROSPETTI, ECC.	290	442	475
TESTI INTEGRATI DI LEGGI E REGOLAMENTI	105	325	401
RICHIESTA DATI E INFORMAZIONI	96	208	310
ALTRO	14	23	14
<i>TOTALE</i>	<i>505</i>	<i>998</i>	<i>1200</i>

DATI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

	1992 ¹	1993	1994	1995	1996
RIUNIONI DELLA COMMISSIONE	122	174	187	220	221
AUDIZIONI IN SEDE DI COMMISSIONE	13	17	10	8	2
PROVVEDIMENTI URGENTI DEL PRESIDENTE	104	107	129	88	112
DELIBERE DELLA COMMISSIONE ARTICOLANTESI IN PREMESSE E DISPOSITIVO (ISCRIZIONI, CANCELLAZIONI DA ALBI, AMMISSIONI, REVOCHE DALLA QUOTAZIONE, ECC.)	734	899	1296	742	721
RISPOSTE A SPECIFICI QUESITI CIRCA L'INTERPRETAZIONE DI NORME DI LEGGE O DI REGOLAMENTO	108	133	216	110	170
RILASCIO DI NULLA OSTA ALLA PUBBLICAZIONE DEI PROSPETTI INFORMATIVI ²	172	472	363	414	360
RICHIESTE DI DIVULGAZIONE DI INFORMAZIONI AI SENSI DELLA LEGGE 216/74 E/O DEL REGOLAMENTO <i>INSIDER</i>	64	145	162	83	78
APPROVAZIONI DI INCARICHI DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE DEL BILANCIO	250	229	170	252	171
DELIBERAZIONI COMPLESSIVAMENTE ASSUNTE NEL PERIODO	2400	2166	3300	2700	2500

¹ Dal 1° marzo. ² Di cui 22 relativi a offerte pubbliche di acquisto e/o sottoscrizione per il 1994, 23 per il 1995 e 36 per il 1996.

TAV. aIX.3

IL PERSONALE¹

ANNI	DIPENDENTI DI RUOLO				DIPENDENTI A TEMPO DETERMINATO	TOTALE ORGANICO
	CARRIERA DIRETTIVA	CARRIERA OPERATIVA	CARRIERA DEI SERVIZI GENERALI	TOTALE		
1986	42	30	9	81	58	139
1987	60	35	11	106	70	176
1988	69	49	11	129	63	192
1989	76	57	15	148	65	213
1990	91	63	16	170	67	237
1991	88	67	16	171	72	243
1992	94	73	14	181	83	264
1993	134	72	16	222	96	318
1994	124	89	17	230	111	341
1995	125	119	16	260	118	378
1996	128	152	16	296	108	404

¹ Dati di fine anno.

**LA DISTRIBUZIONE DEL PERSONALE PER QUALIFICA
E PER UNITÀ ORGANIZZATIVA¹**

VOCI	DIVISIONI								ALTRI UFFICI ²	TOTALE
	AFFARI CONTA- BILI	INFORM. SOCIE- TARIA	MERCATI	INTERME- DIARI	AFFARI LEGALI	STUDI ECON.	RISORSE	AFFARI GENERALI		
CARRIERA DIRETTIVA	14	19	11	22	13	6	11	20	21	137
- SUPERIORE	2	5	2	5	6	1	1	8	11	41
- INFERIORE	12	14	9	17	7	5	10	12	10	96
CARRIERA OPERATIVA	17	13	14	71	15	7	49	37	23	246
CARRIERA DEI SERVIZI GENERALI	--	--	--	4	--	--	--	17	--	21
<i>TOTALE</i>	31	32	25	97	28	13	60	74	44	404

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Dati al 31.12.1996. I contrattisti sono distribuiti secondo la loro equiparazione. ² Comprendono gli uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni ed il personale distaccato presso altre amministrazioni.

NOTE METODOLOGICHE

Avvertenze

Nelle tavole della Relazione e dell'Appendice statistica sono adoperati i seguenti segni convenziona-

li:

-- rilevazione quantitativa nulla;

— fenomeno non esistente;

.... fenomeno esistente ma dati non noti;

.. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.

L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra dei valori di alcune tavole, è dovuta agli arrotondamenti.

LA SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO E LE SOCIETÀ QUOTATE

Tav. I.3

I dati sono tratti dai prospetti informativi e si riferiscono alle previsioni della società sull'evoluzione della struttura proprietaria prima e dopo l'offerta, nel caso in cui l'esito di quest'ultima sia positivo. Le percentuali sono state modificate, ove possibile, tenendo conto dell'esito effettivo dell'offerta (in particolare della facoltà, concessa ai collocatori, di vendere un numero ulteriore di azioni).

Per tre società (Irce, Mediaset e Reno de' Medici) i dati del prospetto, contenuti nella tabella, non coincidono con quelli risultanti dall'offerta.

La voce Azionisti di controllo, in presenza di patti di sindacato rilevanti per il controllo, non comprende solo la quota di capitale conferita nel patto, ma il totale delle azioni possedute dai soggetti aderenti al patto.

Tav. I.4

I dati si riferiscono agli intermediari finanziari che svolgono il ruolo di coordinatore dell'offerta globale e di capofila dell'offerta pubblica nelle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione.

Nel caso in cui un soggetto partecipi a più operazioni, il dato in tabella è rappresentato dalla somma delle relative offerte rispetto al totale del mercato (costituito, a seconda dei casi, dal totale delle offerte globali o delle offerte pubbliche avvenute nell'anno).

Tavv. I.7 e I.8

L'Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria è costruito a partire dalle comunicazioni inviate ai sensi dell'art. 1/5 della legge 216/74, in base al quale tutti coloro che partecipano in una società con azioni quotate in borsa, o ammesse alle negoziazioni nel mercato ristretto, in misura superiore al 2 per cento del capitale di questa, nonché le società con azioni quotate in borsa o ammesse alle negoziazioni nel

mercato ristretto che partecipano in una società le cui azioni non sono quotate in borsa o ammesse alle negoziazioni nel mercato ristretto o in una società a responsabilità limitata in misura superiore al 10 per cento del capitale di questa, devono darne comunicazione scritta alla società stessa ed alla Consob entro quarantotto ore dall'operazione a seguito della quale la partecipazione ha superato detto limite percentuale. Le successive variazioni della partecipazione devono essere comunicate entro trenta giorni da quello in cui la misura dell'aumento o della diminuzione ha superato la metà della percentuale stessa o la partecipazione si è ridotta entro il limite percentuale. Ai fini del calcolo della percentuale di cui sopra, per capitale della società si intende quello sottoscritto rappresentato da azioni o quote con diritto di voto.

Non sono considerate le banche popolari quotate in borsa e negoziate nel mercato ristretto per le quali vige il limite al possesso azionario del 2 per cento e le società estere quotate in borsa per le quali non si applicano gli obblighi di cui all'art. 5. Nella Tav. I.7 per quota media del mercato si intende la quota media detenuta dai soggetti non tenuti agli obblighi di dichiarazione.

Tav. I.9

Le informazioni sui patti di sindacato sono ricavate dalle comunicazioni di cui all'art.10 comma 4 della legge 149/92, in base al quale qualunque patto o accordo che comporti per gli aderenti limitazioni o regolamentazioni del diritto di voto, obblighi o facoltà di preventiva consultazione per l'esercizio dello stesso, obblighi circa il trasferimento di azioni, ovvero qualunque accordo per l'acquisto concertato, deve essere comunicato, pena l'inefficacia, alla Consob, entro cinque giorni dalla data di stipulazione.

Per la definizione delle tipologie di clausole negoziali si veda il capitolo I.

Tav. al.7

I dati riguardano le società quotate al momento dell'operazione di cessione della partecipazione. Il controvalore complessivo comprende i soli ricavi da cessione, al lordo degli oneri e delle spese di cessione, e non include anche gli eventuali debiti finanziari trasferiti.

Tavv. al.8 e al.9

La classificazione temporale delle operazioni di collocamento è stata effettuata in funzione della data di inizio dell'operazione, e non in relazione alla data di presentazione del prospetto. Nel campione non sono state incluse le operazioni finalizzate alla ristrutturazione del debito della società emittente e riservate alle banche creditrici, mentre le offerte riservate ai clienti o agli utenti della società emittente sono state incluse nell'ambito delle offerte al pubblico. Il dato delle offerte pubbliche di titoli già in circolazione del 1995 è comprensivo dell'offerta Eni in Usa.

Infine si rappresenta che le elaborazioni hanno riguardato esclusivamente titoli quotati in borsa o emessi da società quotate, titoli per i quali è stata richiesta l'ammissione a quotazione al momento della presentazione del prospetto informativo, e titoli obbligazionari garantiti dallo Stato.

Tav. al.11

Per l'Italia, il dato relativo ai gruppi è stato determinato sulla base dell'analisi della struttura proprietaria delle società di gestione, individuando quelle che erano controllate, direttamente o indirettamente, dallo stesso soggetto (si veda anche la nota metodologica relativa alla Tav. al.12). Tale dato comprende anche i fondi lussemburghesi di proprietà di gruppi italiani, in quanto la loro esclusione, a causa dell'importanza che essi rivestono per alcuni gruppi, avrebbe reso il livello di

concentrazione meno significativo.

I dati relativi alla Germania e alla Gran Bretagna si riferiscono alle società di gestione, i dati relativi alla Francia si riferiscono ai gruppi.

Tav. al.12

I dati sono tratti dai prospetti informativi, e precisamente dal Foglio Notizie A, che ne costituisce uno degli Allegati; i dati relativi ai soggetti che detengono, direttamente o indirettamente, il controllo sulla società fa parte dell'informativa minima che deve essere fornita dai fondi comuni, sulla base dell'allegato al Regolamento Consob adottato con Delibera n. 6430, che a sua volta fa riferimento all'art.18 della legge 216/74, disciplinante la sollecitazione del pubblico risparmio.

L'analisi degli assetti proprietari è stata effettuata considerando non solo gli azionisti diretti delle società di gestione, ma risalendo al detentore ultimo delle partecipazioni rilevanti.

Per le società di gestione che non sono caratterizzate né da un controllo di diritto, né da un accordo parasociale, si è cercato di individuare l'eventuale esistenza di relazioni "di coalizione" che, pur non sfociando in accordi parasociali, permettano comunque di attribuire il controllo a un determinato gruppo di soggetti, caratterizzati da un'elevata omogeneità sia per quanto riguarda la natura o forma giuridica, sia per quanto riguarda l'attività svolta.

Per altre società quotate si intende l'appartenenza della società di gestione ad un gruppo nel quale sia presente almeno una società quotata, che non svolga attività di tipo bancario o assicurativo.

Per *joint venture* si intende una società in cui l'azionariato sia diviso in due quote, del 50% ciascuna, detenute da soggetti non omogenei.

Per intermediario finanziario non bancario si intende una categoria residuale, che riguarda il caso in cui il controllo sia esercitato da una società finanziaria non quotata, che non svolga attività né bancaria né assicurativa, e per la quale non sia possibile risalire ad una persona fisica.

Tavv. al.14-al.15 e al.17

Si vedano le note metodologiche relative alle Tavv. I.7 e I.8

Tavv. al.18 e al.19

Si vedano le note metodologiche relative alla Tav. I.9

Tav. al.21

- Legge 216/74

Art. 1/5 *quinquies*: la sanzione riguarda la ritardata comunicazione delle partecipazioni rilevanti detenute in società con titoli quotati in borsa o ammesse alle negoziazioni al mercato ristretto, ovvero della successiva variazione rilevante.

Art. 1/17: le sanzioni riguardano rispettivamente i commi 1 e 4, relativamente al ritardo nella comunicazione, da parte degli amministratori, sindaci e direttori generali di società con azioni quotate in borsa, delle partecipazioni detenute direttamente o indirettamente nella società stessa, o in società da questa controllate; il comma 6, relativamente al ritardo nella comunicazione dei compensi percepiti nell'anno solare precedente, da parte di amministratori e sindaci o revisori di società con titoli quotati in borsa.

Le suddette sanzioni pecuniarie amministrative sono state introdotte dalla legge di depenalizzazione 28 dicembre 1993, n. 561, limitatamente ai fatti di tardiva comunicazione, non superiore ai trenta giorni,

e consistono nell'ammenda da lire 1 milione a lire 20 milioni.

Art. 1/18: la sanzione, dell'ammenda da un quarto alla metà del valore dell'operazione, riguarda il compimento di attività di sollecitazione del pubblico risparmio in violazione delle norme prescritte (comunicazione preventiva, prospetto informativo).

L'INFORMAZIONE CONTABILE E LA REVISIONE DEI CONTI

Tavv. II.2 e II.3

Sono stati presi in esame gli incarichi assegnati dalle società quotate sul listino ufficiale alle società di revisione nel triennio 1994 - 96. Le società quotate sono state divise in tre classi, piccole medie e grandi, con riferimento alla capitalizzazione relativa di borsa alla fine dell'anno in cui è stato assegnato l'incarico alla società di revisione. In particolar modo sono state considerate di piccola dimensione le imprese la cui capitalizzazione era inferiore ai 200 miliardi, di media dimensione le imprese la cui capitalizzazione era compresa fra 200 e 1500 miliardi, e grandi tutte le altre.

La classificazione "prima società", "prime 3 società" e "prime 5 società" è strettamente relativa al numero di incarichi o al rapporto percentuale dei ricavi, nel segmento o nell'anno preso in considerazione. Ciò implica che in tali classi siano inclusi di volta in volta dei soggetti differenti, al variare dell'anno o del segmento di mercato considerato.

I ricavi annuali delle società di revisione che sono stati presi in considerazione sono quelli derivanti dalla certificazione del bilancio d'esercizio e del bilancio consolidato.

Il numero totale degli incarichi conferiti nel triennio 1994 - 96 (225), risulta maggiore del numero di società quotate al 31/12/96 (217) perché nel campione considerato sono stati inclusi anche i mandati conferiti da società successivamente revocate dal listino.

Tav. aII.3

- Tipologia dei rilievi

Il giudizio con eccezioni pone in evidenza che nel bilancio sottoposto a certificazione sono state accertate delle deviazioni o errori di applicazione dei trattamenti contabili previsti dal Codice civile integrato ed interpretato dai principi contabili.

Il giudizio con *scope limitation* pone in evidenza che il revisore ha incontrato impedimenti nello svolgimento delle procedure di revisione o nell'acquisizione di sufficienti elementi probativi.

Il giudizio con richiami ad incertezze pone in evidenza che sul bilancio sottoposto ad esame gravano delle incertezze atte ad influenzare il bilancio, connesse con azioni o eventi futuri al di fuori del controllo degli amministratori.

Il giudizio *going concern* pone in evidenza che sul bilancio sottoposto ad esame, pur permanendo aree di incertezza sulla continuità aziendale, le azioni intraprese dalla società per superare le difficoltà si basano su ragionevoli presupposti.

- Motivi che impediscono il rilascio della certificazione

L'impossibilità ad esprimere un giudizio pone in evidenza che sul bilancio sottoposto ad esame il revisore non dispone di adeguati e convincenti elementi che lascino ragionevolmente supporre la capacità dell'impresa di fronteggiare l'evento futuro incerto.

Il giudizio avverso viene espresso quando il revisore valuta che la rilevanza degli effetti di uno o più dei rilievi riscontrati rende inattendibile il bilancio nel suo complesso.

L'impossibilità ad esprimere un giudizio per gravi limitazioni relative al procedimento di revisione si ha nel caso in cui sussistano limitazioni tali da far mancare elementi indispensabili per un giudizio sul bilancio.

Tav. all.4

I gruppo: società con più di 300.000 ore prestate, per un totale di 6 società (Arthur Andersen spa, Reconta Ernst & Young spa, KPMG spa, Price Waterhouse spa, Deloitte & Touche spa, Coopers & Lybrand spa).

II gruppo: società con un numero di ore prestate compreso tra 25.000 e 300.000, per un totale di 8 società (Grant Thornton spa, Ria & Partners sas, Consulaudit spa, Sala Scelsi Farina BDO sas, CZ Revisione srl, Horwath & Horwath Italia sas, Bompani Audit sas, Guerard Viola spa).

III gruppo: società con meno di 25.000 ore prestate, per un totale di 10 società (S.E.R.C.A. sas, Revisa sas, Ifirevi sas, Fausto Vittucci & C. sas, Audirevi sas, Società Generale di Revisione e Certificazione sas, G Revisioni srl, Axis srl, Sofiresa sas, Moore Stephens & Co. sas).

Gli incarichi di revisione e certificazione relativi alle società con titoli quotati nei mercati regolamentati non comprendono i lavori sul bilancio consolidato e su quelli delle società partecipate italiane ed estere.

Gli incarichi legali si riferiscono alle seguenti tipologie: società con azioni quotate in borsa; società i cui titoli sono negoziati al mercato ristretto; società di intermediazione mobiliare e società fiduciarie; società editoriali; Montetitoli spa.

I MERCATI

Fig. III.2

Il valore sull'asse delle ordinate è l'indicatore di liquidità del mercato proposto da B. Hui e B. Heubel ("*Comparative Liquidity Advantages among Major U.S. Markets*", *DRI Financial Information Group Study Series #84081*) e misura la variazione dei prezzi per una certa quantità di scambi espressa in funzione della capitalizzazione del titolo. Maggiore è l'indice, minore è la liquidità del mercato. La formula per il calcolo dell'indice nel corso di un anno di calendario è la seguente:

$$L_i = \frac{\sum_{t=1}^{253} I_{t,i}}{253}$$

$$\text{dove } I_{t,i} = \left(\frac{P_{t,t-4g}^{\max} - P_{t,t-4g}^{\min}}{P_{t,t-4g}^{\min}} \right) / \frac{TV_{t,t-4g}}{N * \bar{P}_{t,t-4g}}$$

mentre $P_{t; t-4g}^{\max}$ e $P_{t; t-4g}^{\min}$ sono, rispettivamente il prezzo massimo ed il prezzo minimo dell'ultima transazione fatti registrare dal titolo *i*-esimo nell'arco degli ultimi 5 giorni lavorativi, *TV* è il controvalore degli scambi negli stessi 5 giorni lavorativi, e *N* è il numero di azioni che compongono il capitale sociale.

Fig. III.4

La fonte dei dati sugli investimenti e i disinvestimenti di portafoglio effettuati da soggetti non residenti è rappresentata dai bollettini statistici dell'Ufficio italiano dei cambi (Uic), Tav. 34. In particolare, sulla base dei criteri di classificazione adottati dall'Uic, si intendono investimenti di portafoglio in titoli azionari quelli che comportano una partecipazione inferiore al 20 per cento del capitale sociale; tuttavia tale criterio quantitativo può essere derogato se il soggetto estero dichiara che l'investimento è effettuato in un'ottica di medio-lungo periodo.

Un problema di tipo metodologico, nell'utilizzo di tali dati, è rappresentato dal fatto che la somma degli investimenti e dei disinvestimenti operati da soggetti non residenti è difficilmente confrontabile con il volume mensile degli scambi su titoli azionari registrati dal sistema telematico. Tali scambi, infatti, sono conteggiati con il metodo *Tsv* (*Trade system view*), mentre la somma degli acquisti e delle vendite operate dai non residenti può dare origine a fenomeni di *double counting* (tipici dei mercati di *market makers*). Pertanto, al fine di determinare l'incidenza dell'operatività riconducibile a investitori esteri rispetto al volume degli scambi effettuati sul nostro mercato azionario, si è provveduto a moltiplicare per due il controvalore degli scambi complessivi effettuati sul mercato italiano e a rapportare a tale dato la somma degli investimenti e dei disinvestimenti di portafoglio effettuati da soggetti non residenti.

Tav. III.2

Il criterio scelto per la selezione delle società è che essa, nel quadriennio 1993-96, sia stata revocata dal listino, ammessa al regime di parziale sospensione o sospesa a tempo indeterminato. In base a tale *discrimen* non sono stati esaminati i casi di società che pur essendo in difficoltà, non sono mai state sospese dal listino; altresì non sono stati presi in considerazione quelle società i cui titoli sono stati sospesi per una sola giornata o frazione (ad esempio Ferfin e Montedison).

E' stato inoltre scelto come criterio di distribuzione temporale delle società in difficoltà, la data di inizio della procedura concorsuale o del piano di risanamento. Nel campione sono state poi incluse le sole imprese che hanno iniziato l'opera di risanamento o sono state ammesse ad una procedura concorsuale dopo il primo gennaio 1992.

Tav. III.5 e III.6

I dati sono tratti dal Rapporto Consob su "Il mercato degli strumenti derivati Otc in Italia", 1997. All'indagine, svolta tramite un questionario, hanno risposto 68 soggetti di cui 33 intermediari e 35 utilizzatori finali di strumenti derivati. Tutti i soggetti sono italiani o filiali italiane di soggetti esteri (4 intermediari). In particolare, nel caso dei 33 intermediari, si tratta di 21 banche e di 12 Sim mentre, nel caso degli utilizzatori finali, si tratta di 13 compagnie di assicurazione, di 11 società di gestione e di 11 società industriali (tutte quotate).

Tav. aIII.1

I dati si riferiscono alla sola borsa valori di Milano sino al 1993, al sistema telematico dal 1994 e

non comprendono *warrant* e obbligazioni convertibili.

Per *turnover* si intende il rapporto percentuale tra controvalore degli scambi e capitalizzazione media.

Tav. aIII.5

Si vedano le note metodologiche relative alla Tav. III.2

Tav. aIII.6

L'art. 5 della delibera 5553/91 concerne gli obblighi informativi degli emittenti nei confronti del pubblico riguardanti eventi rilevanti e idonei, se resi pubblici, ad influenzare sensibilmente il prezzo dei rispettivi valori mobiliari quotati.

La sanzione erogata è un richiamo ai sensi dell'art. 7 della legge 157/91.

Tav. aIII.7

L'art. 15 della delibera 5553/91 concerne modalità, termini e condizioni di divulgazione delle statistiche e degli studi predisposti dagli emittenti valori mobiliari quotati, dagli intermediari autorizzati, dai soggetti appartenenti ad un gruppo a cui appartengono emittenti valori mobiliari o intermediari autorizzati, nonché da soggetti da questi incaricati.

L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tavv. aV.2 e aV.3

Per attività di negoziazione, collocamento, gestione, raccolta, consulenza e sollecitazione si intendono le attività di cui all'art. 1, comma 1 della legge 1/91. Per servizi di investimento si intendono quelli di cui all'art. 1, comma 3 del D.Lgs. 415/96.

Tavv. aV.6 e aV.7

Per indipendenti si intendono le società per le quali non sono individuabili soggetti controllanti.

Tavv. aV.8-aV.16

Elaborazioni effettuate sulla base delle informazioni statistiche inviate dagli intermediari ai sensi dell'art. 57 del Regolamento della Banca d'Italia del 2 luglio 1991.

Tavv. aV.8-aV.12

I valori percentuali sono stati calcolati sulla base della sommatoria dei controvalori segnalati dai singoli intermediari.

Tav. aV.10

Per "scambi sul mercato estero" si intendono quelli eseguiti sulle Borse valori estere o su altri mercati regolamentati esteri, così come definiti dal "Manuale delle segnalazioni statistiche e di vigilanza

per gli intermediari del mercato mobiliare" della Banca d'Italia.

L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB IN SEDE GIURISDIZIONALE

Tav. VII.1

Legge 157/91

- ART. 2, comma 1: vieta le operazioni di acquisto o vendita di valori mobiliari ai soggetti cosiddetti *insiders* primari in possesso di informazioni riservate;
- ART. 2, comma 2: sancisce il divieto di comunicare a terzi le notizie di cui al comma 1 o di consigliare a terzi, sulla base delle suindicate informazioni, il compimento delle operazioni di cui al comma 1;
- ART. 2, comma 3: vieta agli azionisti di controllo, agli amministratori, liquidatori, direttori generali, sindaci e revisori dei conti di compiere operazioni su valori mobiliari dopo la convocazione del consiglio di amministrazione o altro organo che debba deliberare in operazioni idonee a influenzare sensibilmente il prezzo e prima che la delibera sia stata resa pubblica;
- ART. 2, comma 4: estende i divieti dei commi precedenti a tutti coloro che, direttamente o indirettamente, sono entrati in possesso di informazioni a carattere riservato.

Tav aVII.4

Norme violate:

Legge 216/74

- ART. 1/3, ultimo comma: sanziona penalmente gli amministratori, i sindaci, i revisori, i direttori generali di società o enti, che non ottemperano le richieste, non si uniformano alle prescrizioni della Consob o comunque ostacolano l'esercizio delle sue funzioni;
- ART. 1/4: violazione dell'obbligo di invio, nei termini previsti dalla norma, della documentazione concernente il bilancio con le relazioni degli amministratori e del collegio sindacale; le proposte che comportano modificazione dell'atto costitutivo, emissioni di obbligazioni, fusione e scissione societaria insieme ad apposita relazione illustrativa degli amministratori, nonché le proposte di autorizzazione all'acquisto o all'alienazione di azioni proprie; il verbale dell'assemblea, le deliberazioni adottate, il bilancio approvato; la relazione semestrale e le eventuali deliberazioni di distribuzione di acconti sui dividendi;
- ART. 1/5 e 1/5 *bis*: omissione o ritardo superiore a trenta giorni nella comunicazione alla Consob delle partecipazioni rilevanti detenute in società con titoli quotati in borsa o ammesse alle negoziazioni al mercato ristretto, ovvero della successiva variazione rilevante;
- ART. 1/17: le denunce indicate riguardano il comma 4, relativamente alla ritardata comunicazione, da parte degli amministratori, sindaci e direttori generali di società con azioni quotate in borsa, delle partecipazioni detenute direttamente o indirettamente nella società stessa, o in società da questa controllate, il comma 6, relativamente all'omessa o ritardata comunicazione dei compensi percepiti nell'anno solare precedente da parte di amministratori e sindaci o revisori di società con titoli quotati in borsa;
- ART. 1/18 *quinquies*: i casi denunciati riguardano la violazione delle disposizioni in materia di annunci pubblicitari relativi ad operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio.

D.P.R. 136/75

- ART. 14: riguarda ipotesi di falsità nella certificazione del bilancio di società quotate a carico degli amministratori di società di revisione.

Legge 77/83

- ART.: 10, comma 6: sanziona penalmente lo svolgimento abusivo dell'attività di gestione di fondi comuni di investimento collettivo in valori mobiliari, di tipo aperto;
- ART. 10 quater: riguarda l'attività di commercializzazione abusiva di quote di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari situati in altri paesi della Comunità assoggettati alle direttive n. 85/611 e n. 88/220.

Legge 1/91

- ART. 4, comma 4: obbliga le Sim a comunicare alla Consob e alla Banca d'Italia le variazioni intervenute nella composizione dei propri organi sociali, le sostituzioni dei propri direttori generali e dei dirigenti muniti di rappresentanza; tale obbligo sorge anche a carico delle singole persone fisiche (norma abrogata dal D.Lgs. 415/96);
- ART. 5, ultimo comma: riguarda ipotesi di esercizio dell'attività di promotore di servizi finanziari da parte di soggetti non iscritti all'albo. Reato attualmente previsto dall'art. 37, comma 3, del D.Lgs. 415/96.
- ART. 14: concerne l'esercizio abusivo dell'attività di intermediazione mobiliare (comma 1) ovvero l'abuso della denominazione Sim (comma 2). La fattispecie di cui al comma 1 è attualmente prevista dall'art. 37, comma 1, del D.Lgs. 415/96. Il reato di cui al comma 2 è stato depenalizzato dall'art. 40 del suindicato decreto. Attualmente è prevista la sanzione amministrativa pecuniaria da lire 2 milioni a lire 20 milioni.

Legge 157/91

- Divieto di *insider trading*; si veda la nota metodologica alla tavola VII.1

Legge 15/80

- ART 13: così come modificato dall'art. 2, comma 1 del D.L. 143/91 convertito con modificazioni nella legge 197/91 che prevede gli obblighi di identificazione e di registrazione delle operazioni di importo superiore a 20 milioni, o che sebbene frazionati, superino complessivamente tale limite, in quanto parti di un'unica operazione a carico dei dipendenti degli intermediari finanziari espressamente indicati.

D.Lgs. 84/92

- ART 15: il caso segnalato riguarda l'esercizio abusivo di attività riservate alle Sicav autorizzate dal Ministero del tesoro.

D.Lgs. 86/92

- ART 5: inizio commercializzazione Oicvm esteri in Italia senza autorizzazione.

D.Lgs. 385/93

- ART 130: concerne l'esercizio abusivo dell'attività di raccolta del risparmio tra il pubblico;
- ART 132: concerne l'esercizio abusivo dell'attività finanziaria di cui all'art. 106, comma 1.

Codice civile

- ART. 2358, comma 1: riguarda prestiti e garanzie fornite dalla società per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie.
- ART. 2621, comma 1: concernente ipotesi di false comunicazioni sociali relative alle condizioni economiche della società;
- ART. 2623, n. 3: riguarda la violazione di obblighi incombenti agli amministratori, i quali impediscono il controllo della gestione sociale da parte del collegio sindacale o, nei casi previsti dalla legge, da parte dei soci;

- ART. 2624: concernente ipotesi di prestiti e garanzie contratti da amministratori, sindaci, direttori generali e liquidatori con le società che amministrano, o con una società che questa controlla o da cui è controllata;
- ART. 2631: impone l'astensione dalle deliberazioni del consiglio di amministrazione in ipotesi di conflitto d'interesse nell'operazione oggetto della delibera.

Codice penale

- ART. 453: falsificazione di titolo rappresentante valori di banca; ART. 458: parificazione delle carte di pubblico credito alle monete; ART. 483: falso ideologico; ART. 485: falso in scrittura privata; ART. 494: illegittima sostituzione di persona; ART. 596 bis: diffamazione col mezzo della stampa; ART. 640: truffa; ART. 644: usura; ART. 646: appropriazione indebita. ART. 718: esercizio di giuochi d'azzardo.

Legge fallimentare

- ART. 216, comma 1, N. 2: bancarotta fraudolenta documentale; ART. 217, comma 1, N. 4: bancarotta semplice.

LE RELAZIONI CON IL PUBBLICO, IL BILANCIO E L'ORGANIZZAZIONE

Tav. aIX.4

La carriera direttiva superiore comprende le qualifiche di Direttore generale, Funzionario generale, Condirettore centrale, Direttore principale, Direttore e Condirettore.

La carriera direttiva inferiore comprende le qualifiche di Primo funzionario, Funzionario di 1°, Funzionario di 2°.

La carriera operativa comprende la qualifica di Coadiutore principale, Coadiutore, Assistente superiore, Assistente e vice Assistente.

SIGLARIO

Assirevi	Associazione italiana revisori contabili
Assonime	Associazione italiana per le società quotate
Bcci	<i>Bank of Credit and Commerce International</i>
Boc	Buoni obbligazionari comunali
Bot	Buoni ordinari del tesoro
Btp	Buoni del tesoro poliennali
Cac40	Indice azionario della borsa valori di Parigi
c.c.	Codice civile
Ced	Centro elaborazione dati
CE	Comunità Europea
CEE	Comunità Economica Europea
Cftc	<i>Commodity and Future Trading Commission</i>
Cipe	Comitato interministeriale per la programmazione economica
Comit	Banca commerciale italiana
Consob	Commissione nazionale per le società e la borsa
Credit	Credito Italiano
c.p.p.	Codice di procedura penale
Dax	Indice azionario della Borsa valori di Francoforte
D.L.	Decreto legge
D.Lgs.	Decreto legislativo
D.M.	Decreto ministeriale
D.P.C.M.	Decreto del Presidente del consiglio dei ministri
D.P.R.	Decreto del Presidente della Repubblica
Fib30	<i>Future</i> sull'indice di borsa Mib30
Footsie-100	Indice azionario della borsa valori di Londra
ecu	<i>European currency unit</i>
Eni	Ente nazionale idrocarburi
G7	Gruppo dei sette principali paesi industriali
Iais	<i>International Association of Insurance Supervisors</i>
Ias	<i>International Accounting Standards</i>
Iasc	<i>International Accounting Standards Committee</i>
Idem	<i>Italian Derivatives Market</i>
Ifac	<i>International Federation of Accountants</i>
Iimm	Indicatore per l'iscrizione dei <i>market makers</i>
Iomm	Indicatore di operatività dei <i>market makers</i>
Ina	Istituto nazionale assicurazioni
Iosco	<i>International Organization of Securities Commissions</i>
Imi	Istituto mobiliare italiano

Iri	Istituto per la ricostruzione industriale
Isa	<i>International Standards of Auditing</i>
Iso α	<i>Individual Stock Option</i> , dove α indica il singolo titolo azionario
Mib	Indice azionario della borsa valori di Milano
Mib30	Indice azionario della borsa valori di Milano relativo ai principali 30 titoli
Mibo30	Opzione sull'indice azionario Mib30
Mif	Mercato italiano dei <i>futures</i>
Miti	<i>Ministry of International Trade and Industry</i>
Mot	Mercato obbligazionario telematico
Ocse	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico
Oic	Organismo di investimento collettivo
Oicvm	Organismo di investimento collettivo in valori mobiliari
Omc	Organizzazione mondiale del commercio
Opa	Offerta pubblica di acquisto
Opv	Offerta pubblica di vendita
Otc	<i>Over the counter</i>
sas	Società in accomandita semplice
Sec	<i>Securities and Exchange Commission</i>
Sib	<i>Securities and Investment Board</i>
Sic	<i>Standing Interpretation Committee</i>
Sicav	Società di investimento a capitale variabile
Sim	Società di intermediazione mobiliare
spa	Società per azioni
srl	Società a responsabilità limitata
Stet	Società finanziaria telefonica
Tasc	<i>Technical Accounting Sub-Committee</i>
Tar	Tribunale amministrativo regionale
Tsv	<i>Trade system view</i>
T.U.	Testo unico
UE	Unione Europea
Uic	Ufficio italiano dei cambi
VaR	<i>Value at risk models</i>