



**CONSOB**  
COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

*RELAZIONE PER L'ANNO 1997*

ROMA, 31 MARZO 1998

---

---

*COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA*

---

*Presidente*

Tommaso PADOA-SCHIOPPA

*Componenti*

Marco ONADO

Salvatore BRAGANTINI

Lamberto CARDIA

Renato RORDORF

---

*Direttore Generale*

Marco MARTINI

---

---

## ***RELAZIONE PER L'ANNO 1997***

### **PARTE PRIMA**

***RELAZIONE AL MINISTRO DEL TESORO, DEL BILANCIO  
E DELLA PROGRAMMAZIONE ECONOMICA***

***DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO***

### **PARTE SECONDA**

***DATI E ANALISI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E SULL'EVOLUZIONE DEL  
QUADRO DI RIFERIMENTO***

***LE SOCIETÀ QUOTATE E LA SOLLECITAZIONE DEL RISPARMIO***

***L'INFORMATIVA CONTABILE E LA REVISIONE DEI CONTI***

***I MERCATI REGOLAMENTATI***

***L'ABUSO DI INFORMAZIONI RISERVATE E LA MANIPOLAZIONE***

***L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE: GLI ANDAMENTI***

***L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE: LA VIGILANZA***

***IL CONTROLLO GIURISDIZIONALE***

***LA COOPERAZIONE INTERNAZIONALE***

***L'AMMINISTRAZIONE DELLA CONSOB***

***IL TESTO UNICO IN MATERIA DI MERCATI FINANZIARI***

***APPENDICE***



# **PARTE PRIMA**



*RELAZIONE AL  
MINISTRO DEL TESORO, DEL BILANCIO  
E DELLA  
PROGRAMMAZIONE ECONOMICA*

*La relazione che segue, riferita all'anno 1997, è stata predisposta dalla Commissione ai sensi dell'art. 1/1, comma 13, della legge 7 giugno 1974, n. 216, che prevede la trasmissione al Ministro del tesoro, entro il 31 marzo di ciascun anno, di una relazione sull'attività svolta dalla Consob, sulle questioni in corso e sugli indirizzi e le linee programmatiche che intende seguire.*

*Una più ampia illustrazione dell'attività svolta nel 1997 è contenuta nella parte seconda del volume.*



## I. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E IL MERCATO

### *L'andamento del mercato*

Il 1997 ha fatto registrare una significativa crescita del mercato azionario nazionale, sia in termini di scambi che di capitalizzazione complessiva. Il controvalore degli scambi è più che raddoppiato rispetto all'anno precedente e l'indice di borsa ha segnato un incremento di circa il 60 per cento su base annua.

L'attività di intermediazione mobiliare ha tratto beneficio dal ciclo favorevole del mercato. La crescita del risparmio gestito è stata particolarmente significativa. La raccolta dei fondi comuni è cresciuta del 146,6 per cento nel 1997. Il valore del patrimonio complessivamente gestito dalle società di gestione si è incrementato, nel triennio 1994-97, del 149 per cento, più del doppio della media europea nello stesso periodo.

Il mercato ha mostrato nel 1997 capacità di assorbimento molto elevate, consentendo una raccolta di circa 45.000 miliardi di lire, tra sottoscrizioni di aumenti di capitale e adesioni a offerte di vendita, a fronte di una media annua di circa 15.000 miliardi nel biennio precedente.

Le operazioni di privatizzazione hanno contribuito in misura significativa alla crescita dei volumi. Il controvalore complessivo dei titoli collocati dal 1993 ammonta a 65.000 miliardi di lire. Nel solo ultimo anno sono stati ceduti, tramite offerta pubblica e collocamento istituzionale, titoli di società quotate posseduti direttamente o indirettamente dallo Stato per un controvalore di circa 38.000 miliardi di lire; il relativo flottante è aumentato del 35 per cento.

Le società di nuova quotazione sono state in tutto 14, mentre i provvedimenti di revoca assunti dalla Consob hanno riguardato i titoli di 18 società. Al 31 dicembre 1997 le società con titoli quotati in borsa erano 213 (217 a fine 1996) e 26 quelle negoziate nel mercato ristretto.

Nonostante si tratti di indicatori quasi tutti di segno positivo, la liquidità e le dimensioni del mercato nazionale sono tuttora piuttosto lontane da quelle degli altri paesi europei finanziariamente più evoluti.

La Consob, con i mezzi di cui dispone e nell'ambito del quadro normativo che ne disciplina l'attività, ha operato ed intende continuare ad operare per garantire l'efficienza del mercato mobiliare nazionale, affinché esso possa assumere in ambito europeo un ruolo adeguato al peso dell'economia del paese.

Due sono i criteri a cui la Commissione, nella sua rinnovata composizione divenuta operativa dal 10 aprile 1997, ha ispirato la propria azione: *rigore e snellezza operativa: rigore* nello

svolgimento delle proprie funzioni, volte a favorire l'efficienza del mercato e ad assicurare adeguata tutela al pubblico risparmio; *snellezza operativa*, in modo da ridurre al minimo gli oneri a carico degli operatori derivanti dall'attività di regolamentazione e di vigilanza della Consob.

### ***La privatizzazione della borsa***

La procedura delineata dal D.Lgs. 415/96 per la privatizzazione della borsa è stata attivata dal Consiglio di borsa sul finire del 1996, con la presentazione alla Consob del progetto di trasformazione dei mercati regolamentati. Il 23 gennaio 1997 la Commissione ha approvato il progetto ed ha raccomandato al Consiglio di borsa di definire regole di organizzazione e di funzionamento dei mercati, nonché modalità organizzative della società, tali da prevenire i conflitti di interesse tra le diverse categorie di azionisti.

Adempite le successive tappe previste dal decreto Eurosim, il processo di privatizzazione si è concluso lo scorso dicembre con l'approvazione del regolamento e il rilascio alla Borsa Italiana Spa dell'autorizzazione all'esercizio dei mercati regolamentati a partire dal 2 gennaio 1998.

La Commissione ha fornito in tutte le fasi il suo pieno supporto alla trasformazione in senso privatistico del mercato; all'atto dell'approvazione del regolamento ha però ritenuto - date le cautele necessarie in sede di prime esperienze di autoregolamentazione - di dover sottolineare come l'avvio della sua piena operatività esiga anche la definizione di un più ampio e complesso apparato organizzativo, di procedure gestionali e di controllo idonee a garantire l'indipendente, efficiente e corretto disimpegno dell'attività e a prevenire che la latente potenzialità di conflitti d'interessi possa tradursi in situazioni concrete.

Con la piena operatività del nuovo assetto normativo, la Consob è venuta ad assumere quel ruolo di alta vigilanza sui mercati regolamentati organizzati in forma privata (per assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori), proprio delle Autorità di controllo operanti sulle più importanti piazze finanziarie estere.

### ***La regolamentazione dei mercati e dei servizi d'investimento***

Tra gli interventi di natura regolamentare realizzati dalla Commissione nel corso del 1997 va segnalato, anzitutto, quello che ha portato all'adozione del nuovo regolamento sulla prestazione dei servizi d'investimento e dei servizi accessori, entrato in vigore lo scorso novembre.

Approvato dopo ampia consultazione degli organismi e delle associazioni di categoria interessati, il nuovo testo regolamentare rappresenta un significativo cambiamento di indirizzo

rispetto al passato: esso disciplina i soli aspetti qualificanti l'attività di intermediazione mobiliare, lasciando all'autodeterminazione dei soggetti vigilati la realizzazione degli interventi procedurali e organizzativi interni coerenti con i principi fondamentali del decreto Eurosim e con le regole di comportamento stabilite dalla Consob. Ciò nel presupposto che sia possibile soddisfare le esigenze di liberalizzazione senza sacrificio per la tutela del pubblico risparmio.

All'attenuazione degli adempimenti formali dovrà ora accompagnarsi un forte e concreto impegno da parte degli operatori a tradurre il principio dell'autodeterminazione in comportamenti coerenti con i principi di sana, prudente e indipendente gestione, nonché di diligenza, correttezza e professionalità.

Per parte sua la Consob sta sempre più orientando l'azione di vigilanza verso un modello, piuttosto che meramente "sanzionatorio", che miri a prevenire più ancora che a reprimere comportamenti irregolari e scorretti.

Modifiche sono state apportate, in corso d'anno, anche alle disposizioni sul funzionamento del sistema telematico, per ampliare gli ambiti di operatività degli intermediari, e a quelle sull'informativa continua previste dal regolamento d'attuazione della legge sull'*insider trading*, prevedendo più stringenti regole di condotta per gli emittenti, tenuto conto della trasformazione dei soggetti operanti sul mercato e dell'evoluzione degli strumenti di diffusione delle notizie.

In relazione al trasferimento alla Borsa Italiana Spa delle competenze su ammissione, sospensione e revoca dei titoli dalla quotazione, nonché sull'organizzazione e gestione dei mercati, la Commissione ha adottato, sul finire del 1997, nuove norme disciplinanti la redazione dei prospetti informativi per l'ammissione di strumenti finanziari alle negoziazioni in borsa e nel mercato ristretto.

### ***Le offerte al pubblico***

In tutto sono state 24 (28 nel 1996) le offerte pubbliche d'acquisto aventi ad oggetto azioni quotate, effettuate ai sensi della legge 149/92, per le quali la Commissione ha rilasciato il nulla-osta nel corso del 1997. Nonostante la riduzione del numero di offerte promosse, il controvalore complessivo è aumentato da 1.366 miliardi a 1.966 miliardi di lire, mentre è rimasto su livelli stabili il numero e il controvalore delle offerte volontarie, finalizzate a incrementare la quota detenuta dall'azionista di controllo e alla successiva revoca del titolo dalla quotazione (5, a fronte delle 6 del 1996).

La Commissione è intervenuta in 97 casi per determinare e rendere note al mercato le soglie rilevanti per la promozione di un'Opa obbligatoria, ai sensi dell'art. 10, comma 3, della legge

149/92. In 40 casi si è trattato di una conferma della soglia già esistente, mentre nei restanti casi si è trattato di modifiche di soglie già esistenti o della pubblicazione di nuove soglie.

Sempre sul fronte applicativo della legge 149/92, vanno segnalate le 17 risposte fornite a quesiti interpretativi delle disposizioni sulle offerte pubbliche d'acquisto. Tra queste, merita di essere ricordata la comunicazione del maggio 1997, con cui sono state rese note le conclusioni a cui la Commissione è pervenuta su alcuni aspetti applicativi della legge 149/92, emersi in occasione dell'esame dell'operazione di privatizzazione dell'Istituto Bancario San Paolo di Torino, ed è stata esclusa la rilevanza degli accordi per la privatizzazione della banca torinese ai fini della promozione di un'Opa obbligatoria, sulla base di quanto previsto sia dall'art. 8 della legge 474/94 in materia di privatizzazioni, che prevede un caso di cosiddetta "Opa speciale", sia dalla disciplina generale dettata dall'art. 10 della legge 149/92 in tema di Opa obbligatoria.

La Commissione è pervenuta a conclusioni analoghe anche in sede di esame della procedura di privatizzazione della Telecom e della Banca di Roma, pur trattandosi di operazioni contraddistinte in parte da differenti modalità operative.

In tutto sono state 260 le istruttorie condotte dalla Consob, nel corso del 1997, conclusesi con il rilascio del nulla-osta alla pubblicazione di prospetti informativi relativi ad operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio, tra cui meritano richiamo quelle relative alle operazioni di collocamento sul mercato dei titoli San Paolo, Telecom, Banca di Roma, Eni e Aeroporti di Roma.

### ***L'informativa societaria e contabile***

Nel 1997 sono state effettuate e rese note al mercato 4.854 operazioni di acquisizione o di variazioni di partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 1/5 della legge 216/74, di cui 1.085 relative a partecipazioni in società quotate e 3.769 relative a partecipazioni detenute da società quotate in società non quotate.

Dal 1° gennaio 1997 sono state introdotte nuove modalità di comunicazione delle partecipazioni rilevanti che hanno consentito, grazie alla razionalizzazione e semplificazione operata, una riduzione di circa il 16 per cento del numero di dichiarazioni inoltrate dai soggetti tenuti a tale adempimento. Con il nuovo sistema è stato reso possibile, tra l'altro, l'inoltro delle comunicazioni mediante supporto informatico o telematico; possibilità di cui ci si è avvalsi, tuttavia, solo nel 10 per cento dei casi. La Consob auspica un più diffuso utilizzo di strumenti informatici e telematici nella trasmissione delle dichiarazioni, soprattutto da parte delle società quotate, rappresentando essi lo strumento più rapido, meno oneroso e di miglior qualità.

In 46 casi la Commissione è intervenuta, ai sensi dell'art. 1/3, lett. b), della legge 216/74, per richiedere a società quotate di diffondere dati e notizie integrativi, necessari per un'adeguata informazione del mercato su fatti societari rilevanti.

In materia di informativa contabile va segnalata la raccomandazione assunta dalla Commissione nel febbraio dello scorso anno, relativa all'adozione di alcuni principi in materia di controlli contabili. Con tale raccomandazione è stato sollecitato un controllo più incisivo sulla gestione da parte del collegio sindacale e prospettata una ridefinizione della disciplina delle deleghe di poteri nell'ambito del consiglio di amministrazione delle società quotate, in modo tale da attribuire agli amministratori senza deleghe una piena vigilanza sull'operato degli amministratori muniti di deleghe.

Con un secondo provvedimento, nel mese di luglio, è stato approvato il principio di revisione per il controllo contabile delle relazioni semestrali. Due sono state le esigenze fondamentali di cui si è tenuto conto nella definizione del principio di revisione: la tempestività di diffusione dei dati semestrali e l'economicità dei controlli.

### ***La vigilanza sugli operatori e sul mercato***

L'attività di vigilanza sugli intermediari ha fatto emergere, durante il 1997, casi di comportamento scorretto, lesivi degli interessi dei risparmiatori, che nelle circostanze più gravi hanno riguardato essenzialmente operatori di più piccole dimensioni.

La vigilanza ha tratto utile conoscenza dalle informazioni acquisite attraverso gli esposti. Nel corso del 1997 sono stati esaminati 375 esposti, di cui 181 ricevuti nel corso dello stesso anno. Gli esposti riferiti a banche sono stati 228, mentre 107 hanno riguardato Sim e, rispettivamente, 27 e 13 hanno avuto ad oggetto società fiduciarie e agenti di cambio. Le istruttorie concluse nel corso dell'anno sono state 175; 155 hanno comportato l'archiviazione del caso, 16 una proposta di sanzione e 4 la formulazione di una lettera di contestazione all'intermediario.

Nel corso del 1997 sono state deliberate dalla Commissione 16 ispezioni nei confronti di intermediari mobiliari, che hanno riguardato 10 società di intermediazione mobiliare, 1 impresa di investimento comunitaria, 1 banca e 4 agenti di cambio. Gli accertamenti iniziati nel corso dell'anno, svolti nei confronti sia di Sim sia di altri intermediari finanziari, sono stati 25, di cui 18 a carattere generale, 6 con oggetto mirato e 1 ai sensi dell'art. 8 della legge 157/91.

L'attività di vigilanza svolta nei confronti di promotori finanziari ha comportato l'adozione di 116 provvedimenti sanzionatori (83 nel 1996). In 39 casi gli accertamenti svolti hanno portato alla radiazione e conseguente cancellazione dall'albo di altrettanti promotori, mentre in 8 casi è stata

applicata la sanzione del richiamo. In tutto sono stati 5 i provvedimenti di sospensione a titolo sanzionatorio e 64 i provvedimenti di sospensione cautelare assunti a carico di promotori nel 1997.

Nell'ambito della vigilanza sulle società di revisione sono stati svolti 7 accertamenti ispettivi e, in 6 casi, sono stati assunti provvedimenti di intimazione a non avvalersi di personale a carico del quale erano state accertate irregolarità nello svolgimento dei lavori di revisione.

L'azione di controllo sull'utilizzo di informazioni riservate (*insider trading*) e su casi di manipolazione è stata ulteriormente rafforzata nel corso del 1997. Le evidenze raccolte indicano che si tratta di un fenomeno diffuso. Sono state concluse 52 indagini (21 nel 1996) e sono state inviate 19 relazioni all'Autorità Giudiziaria (9 nel 1996). L'impegnativa attività istruttoria nel complesso svolta ha comportato l'acquisizione di dati e notizie nei confronti di 328 soggetti.

### ***La cooperazione internazionale***

Anche nel corso del 1997 la Consob ha fornito il proprio contributo alle istituzioni dell'Unione Europea, prendendo altresì parte 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 per il commercio mondiale (Omc) e agli incontri di Wilton Park, relativi alla cooperazione internazionale ai fini di vigilanza, nonché a quelli delle Autorità di vigilanza sui mercati di prodotti derivati.

Sono stati stipulati, in corso d'anno, *memorandum of understanding* con le Autorità di controllo della Repubblica Federale di Germania, di Honk Kong e di Taipei, per la cooperazione e lo scambio di informazioni, che vanno ad aggiungersi ai precedenti accordi conclusi con altre Autorità di controllo di paesi dell'UE ed extracomunitari (in tutto 15).

Sul finire dell'anno è stato istituito il Forum of European Securities Commissions (Fesco), il nuovo organismo costituito dalle Autorità di controllo dei mercati dello Spazio Economico Europeo con lo scopo di darsi, in vista dell'introduzione dell'Euro e del completamento dell'unione monetaria, un'organizzazione stabile. Finalità del Fesco è quella di consentire, tra l'altro, ai propri membri di cooperare per l'attuazione del mercato interno europeo nel settore dei servizi finanziari, di elaborare norme comuni in materia di sorveglianza dei mercati finanziari nonché nei settori non armonizzati dalle direttive comunitarie. Alla presidenza del Fesco è stato chiamato il Presidente della Consob.

### ***L'attività interna***

Particolare attenzione è stata posta dalla Commissione anche agli aspetti organizzativi e gestionali dell'Istituto, nella consapevolezza della rilevanza che essi assumono ai fini di un adeguato svolgimento delle funzioni istituzionali.

Interventi di riassetto organizzativo e funzionale hanno interessato sia le unità operative che le strutture di supporto; essi sono stati dettati, da un lato, da esigenze di razionalizzazione e di rafforzamento della presenza dell'Istituto sulla piazza milanese, in modo da favorire il contatto con il mondo degli operatori; dall'altro, dalla necessità di migliorare il grado di efficienza nello svolgimento delle attività di supporto strumentali allo svolgimento delle funzioni istituzionali.

Nell'agosto dello scorso anno è stato approvato il piano d'azione della Consob per la transizione all'Euro, con l'individuazione delle attività necessarie per l'adeguamento delle procedure interne alla nuova unità di conto. Il piano, in fase di realizzazione, prevede interventi in undici settori di attività, tra cui segnalazioni di vigilanza, dati anagrafici dei soggetti vigilati, archivio sulla trasparenza proprietaria delle società quotate, sistema di vigilanza dei mercati.

Esigenze di programmazione e di razionale impostazione delle attività hanno poi portato, sul finire dello scorso anno, all'approvazione da parte della Commissione del piano operativo della Consob per il 1998. Il piano individua i principali obiettivi al cui perseguimento è orientata l'azione istituzionale, in coerenza con l'evoluzione del sistema economico nazionale e con le necessità di trasformazione e ammodernamento del sistema finanziario.

Sono state individuate sei aree-chiave: regolamentazione derivante dal Testo unico della finanza e revisione della normativa secondaria Consob (semplificazione delle regole e chiarezza della comunicazione); privatizzazione dei mercati e ruolo della Consob; innovazione delle modalità di controllo (razionalizzazione dei procedimenti ed orientamento dei soggetti vigilati verso standard di correttezza indispensabili per la tutela dell'investitore, l'integrità e lo sviluppo del mercato); adeguamento delle modalità operative Consob agli standard internazionali (recepimento dei "modelli di mercato" esteri più evoluti e diffusione all'estero di un "modello Italia"); miglioramento dell'azione di supporto (miglioramento dei servizi generali di supporto e "contrattualizzazione" di quelli strumentali a specifici processi operativi); cultura della regolamentazione dei mercati finanziari (rafforzamento dell'azione Consob per lo sviluppo e la promozione di una cultura della regolamentazione). Le prime tre aree-chiave rappresentano la sintesi delle attività che la Commissione ritiene strategiche per l'anno in corso; le restanti tre descrivono processi trasversali e di servizio comuni a tutte le attività operative.

Rendere certi con una previsione standard e, dove possibile, ridurre i tempi di risposta della Consob nei confronti dell'esterno rappresenta una componente essenziale di un miglioramento del

servizio fornito al sistema economico, oltre che garanzia di regolarità, trasparenza e correttezza dei procedimenti. A tal fine è stato definito, a fine 1997, un progetto operativo avviato dall'inizio del corrente anno, che prevede procedure di misurazione e standardizzazione dei tempi di risposta per quanto concerne lo svolgimento dei compiti istituzionali. L'iniziativa troverà piena attuazione entro l'anno, mediante la classificazione definitiva delle tipologie di procedimenti, aggiornata sulla base delle innovazioni legislative in atto, in modo da prevedere un tempo standard per la elaborazione e la definizione di tutte le pratiche la cui tipologia lo consenta.

Sul finire del 1997 si è concluso, con il rilascio del visto di esecutività da parte del Presidente del Consiglio dei Ministri, l'*iter* relativo all'approvazione del nuovo regolamento disciplinante il trattamento giuridico ed economico del personale dell'Istituto.

In sintesi, nel corso del 1997 la Commissione ha tenuto 215 riunioni, durante le quali ha esaminato circa 2.500 argomenti all'ordine del giorno ed ha assunto oltre 1.500 deliberazioni.

## **II. LE LINEE D'INDIRIZZO**

In questa seconda parte della relazione vengono espone le linee d'indirizzo a cui la Commissione intende ispirare la propria azione, con particolare riferimento all'attuazione del Testo unico, ai collegamenti internazionali e alla fase di consolidamento della privatizzazione della borsa.

### ***L'attuazione del Testo unico della finanza***

L'attuazione del Testo unico della finanza rappresenta uno degli impegni prioritari e rilevanti che la Consob è chiamata ad assolvere nel corrente anno. Vi è, infatti, una larghissima coincidenza tra l'area disciplinata dal Testo unico e quella delle proprie competenze istituzionali. Tra le varie Autorità pubbliche interessate, alla Consob spetta il compito di emanare il maggior numero di provvedimenti attuativi. E' fermo intendimento della Commissione, per la parte di propria competenza, procedere all'adozione di tutti i provvedimenti attuativi delle disposizioni del Testo unico nei tempi previsti e, laddove possibile, entro un termine inferiore.

L'entrata in vigore del Testo unico consente all'ordinamento del sistema finanziario nazionale di compiere significativi progressi e di allinearsi a quello dei paesi con mercati finanziari più evoluti. Il sistema delle norme è stato opportunamente semplificato con un'opera di delegificazione



che ha consentito di fissare a livello di legge primaria i principi di carattere generale nelle varie materie, demandando alla normativa di rango secondario il completamento del quadro regolamentare.

Lo spirito e le finalità della riforma operata con il Testo unico non troverebbero adeguata attuazione se con i provvedimenti d'attuazione non si realizzasse una regolamentazione snella, che semplifichi gli adempimenti e riconosca ampi spazi all'autoregolamentazione dei soggetti vigilati. La Consob, per quanto di competenza, intende uniformarsi a tali principi, per concorrere alla definizione di un quadro normativo basato su regole chiare, che non si traduca in adempimenti onerosi per i soggetti vigilati e che sia largamente condiviso dalle varie componenti del mercato.

### ***I collegamenti internazionali***

L'internazionalizzazione dei mercati costituisce una sfida per gli operatori, per i mercati stessi e per le Autorità di vigilanza. Essa impone l'individuazione di *standard* comuni e la cooperazione tra le Autorità di vigilanza.

La normativa europea in materia di mercati finanziari, fondata sull'armonizzazione minima ed il riconoscimento reciproco, presenta ancora "zone grigie", ambiti privi di regole comuni ed omogenee, nozioni non definite. L'assenza di un unico organismo di controllo acuisce poi tali problemi. La costituzione del Fesco risponde all'esigenza di ricercare e definire standard comuni, che permettano di assicurare adeguata tutela agli investitori.

A tal fine occorre realizzare le condizioni perché si sviluppino forme di cooperazione tra le Autorità di vigilanza che, in prospettiva, consentano l'accesso ai rispettivi *data base* e riguardino anche gli accertamenti per ipotesi di *insider trading*, manipolazione, abusiva sollecitazione del pubblico risparmio.

Con la globalizzazione dei mercati finanziari, la definizione di standard comuni e la cooperazione a fini di vigilanza rappresentano condizioni da realizzare non solo a livello europeo ma mondiale. La Iosco rappresenta la sede in cui perseguire tali obiettivi.

La Consob partecipa attivamente ai lavori della Iosco, di cui presiede il Comitato Regionale Europeo ed è membro del Comitato esecutivo in qualità di rappresentante della Regione Europea nonché del Comitato tecnico.

Particolare attenzione è attualmente dedicata in ambito Iosco al tema dei principi contabili. L'obiettivo è quello di definire principi contabili riconosciuti a livello internazionale, così da assicurare agli investitori presenti sui vari mercati un'informativa uniforme.

Le transazioni di strumenti finanziari tramite la rete Internet rappresentano un altro dei temi prioritari in ambito Iosco. Nel novembre scorso è stato predisposto un primo rapporto sulle implicazioni derivanti dal commercio elettronico sull'attività di vigilanza, con l'obiettivo di pervenire ad un'intesa tra le Autorità di controllo che favorisca la più ampia collaborazione in materia.

Sia in ambito europeo che in sede Iosco la Consob persegue gli obiettivi di concorrere alla realizzazione di standard uniformi riconosciuti internazionalmente e di favorire la più ampia collaborazione tra le Autorità di vigilanza dei mercati finanziari.

### ***La privatizzazione della borsa***

A fondamento del processo di trasformazione della borsa italiana in società privata vi è la concezione del mercato inteso come struttura che produce servizi, da gestire con criteri imprenditoriali. Tale trasformazione ha finito per assumere in Italia connotati anche più radicali che in altri paesi nei quali, pur essendosi la borsa strutturata in forma di società per azioni, sono stati conservati importanti elementi pubblicistici, tra i quali la nomina degli organi di vertice.

Pur nella forma di società privata, le borse restano in larga misura "strutture di sistema", il cui scopo ultimo dovrebbe essere l'ampliamento dei volumi di attività piuttosto che la massimizzazione dell'utile. Il fatto che gli stessi soggetti siano contemporaneamente azionisti della società-mercato, operatori in proprio e per conto della clientela, coordinatori di importanti operazioni di collocamento di azioni di imprese quotate o privatizzande ed essi stessi emittenti, può dare luogo a conflitti di interessi, resi ancora più significativi in Italia da tre circostanze: l'assenza di una tradizione di autodisciplina; il fatto che tali soggetti siano in prevalenza banche con limitata esperienza del mercato azionario; la prospettiva che un rapido sviluppo del mercato sia destinato a mutare significativamente le posizioni dei diversi partecipanti al mercato stesso.

Obiettivo della Consob è di operare in modo che l'area dell'autoregolamentazione si allarghi, con il passaggio alla società-mercato di funzioni che il Testo unico consente alla Consob di delegare. La Consob intende, tuttavia, evitare che le circostanze a cui si è fatto cenno in precedenza possano compromettere gli obiettivi di un corretto operare e di una adeguata crescita del mercato.

E' con tale intendimento che la Commissione ha sollecitato alcune modifiche al regolamento per la quotazione, prima di procedere alla sua approvazione, e ha raccomandato alla società-mercato di definire un idoneo assetto organizzativo, con adeguate procedure gestionali e di controllo, riservandosi di riesaminare il testo regolamentare per verificare la realizzazione di una struttura e l'introduzione di regole e procedure che garantiscano alla compagine societaria e al mercato un efficace superamento di ogni situazione di conflitti di interessi.

Con lo stesso spirito la Commissione intende favorire la più ampia collaborazione con la società-mercato, affinché la borsa italiana possa vincere la difficile sfida che l'attende nel confronto con le altre borse europee. Ciò richiede uno sforzo coordinato da parte dei soggetti pubblici e privati coinvolti, animati dal comune intento di far prevalere l'interesse generale. La Consob intende avviare consultazioni periodiche con tali soggetti al fine di stimolare e favorire la cooperazione tra le varie componenti del mercato.

### **III. LE QUESTIONI APERTE**

Di seguito si espongono alcuni problemi sui quali si ritiene necessario richiamare l'attenzione dell'Autorità di Governo e, per Suo tramite, del Parlamento; essi riguardano il profilo istituzionale della Consob, la sua autonomia e la gestione delle risorse umane e finanziarie dell'Istituto; le procedure sanzionatorie nei confronti degli intermediari; la depenalizzazione di alcuni reati, soprattutto in materia di *insider trading*; la cooperazione internazionale.

La soluzione di alcune di tali questioni presuppone interventi di tipo legislativo, mentre per altre si tratta di assicurare la massima funzionalità a procedure che coinvolgono competenze della Consob e del Ministero del tesoro; altre ancora riguardano la cooperazione internazionale.

#### ***L'istituzione Consob***

Le funzioni della Consob si sono ampliate nel corso degli anni, di pari passo con le trasformazioni che hanno interessato il mercato mobiliare nazionale. Gli interventi legislativi succedutisi dal 1974 in poi, frutto in gran parte del processo di adeguamento della normativa nazionale alle direttive comunitarie in materia di società emittenti, appello al pubblico risparmio e mercati regolamentati, hanno profondamente modificato l'originario assetto dell'Istituto.

Da organismo di controllo sul mercato di borsa e sulle società emittenti titoli quotati, la Consob ha assunto, con sempre maggiore pienezza di contenuti, il ruolo di Autorità di regolazione e vigilanza dell'intero mercato mobiliare nazionale e dei soggetti che in esso operano.

All'evoluzione del ruolo dell'Istituto nei confronti del sistema finanziario non si sono accompagnati una revisione e un ammodernamento del quadro organizzativo-istituzionale di riferimento, che rimane quello tracciato dal legislatore con la legge istitutiva del 1974 e con gli aggiornamenti apportati dalla legge 281/85.

L'art. 1/1, comma 9, della legge 216/74 subordina tuttora l'efficacia degli interventi regolamentari della Commissione in materia di organizzazione, amministrazione, contabilità e gestione del personale, al rilascio del visto di legittimità da parte del Presidente del Consiglio dei Ministri. Si tratta di un vincolo di particolare rilevanza che, oltre a contrastare con il requisito della indipendenza proprio della Consob, limita notevolmente l'operatività e ritarda l'efficacia di determinazioni spesso essenziali per il buon funzionamento dell'Istituzione.

E' da osservare come il legislatore, in anni più recenti, in sede di istituzione di altre Autorità indipendenti, abbia riconosciuto alle stesse un'indipendenza più ampia e senza vincoli, con ciò consentendo un più agile perseguimento dei loro fini istituzionali. Va anche rilevato come, a seguito del riassetto della normativa in materia di mercati finanziari operata con il Testo unico, le disposizioni della legge istitutiva 216 del 1974 siano state quasi tutte abrogate, fatta eccezione proprio per le norme che disciplinano l'assetto istituzionale della Consob (artt. 1/1 e 1/2).

In tale ambito va, inoltre, considerato come il puntuale e chiaro riconoscimento della missione istituzionale - che nel caso della Consob consiste nell'assicurare la tutela degli investitori nonché l'efficienza e l'integrità dei mercati finanziari - possa contribuire, in modo non irrilevante, ad aumentare l'*accountability* di un'Autorità pubblica, fornendo alla collettività uno strumento di percezione, valutazione e controllo dell'azione da essa svolta.

*La Commissione ritiene, pertanto, che il nuovo quadro delineato dal Testo unico renda maturi i tempi per un intervento legislativo di riforma. Facendo venir meno le restanti norme della legge 216/74, esso dovrebbe definire un nuovo statuto per la Consob e, nel ribadire i presidi di autonomia e indipendenza, rendere più attuale la missione ad essa affidata, specificando gli obiettivi finali da perseguire con risparmio di energie e facilità d'azione.*

Attiene ai profili dell'autonomia istituzionale anche il tema dei controlli sulla spesa da parte della Corte dei Conti.

La legge 216/74 prevede che il rendiconto finanziario della Consob sia soggetto al controllo della magistratura contabile. Si tratta di un controllo successivo effettuato sul consuntivo annuale nel suo complesso e non anche di un controllo preventivo, su singoli atti, come in parte ancora avviene per le amministrazioni centrali dello Stato.

La legge 20/94 ha ridefinito le attribuzioni della Corte dei Conti, ampliandone il raggio d'azione fino alla verifica della regolarità della gestione e della rispondenza dell'azione svolta dalle singole amministrazioni agli obiettivi stabiliti dalla legge.

Il passaggio da un sistema di controlli contabili incentrato sulla verifica di legittimità a un altro in cui assume carattere di centralità il riscontro su regolarità ed efficienza gestionale non sembra tuttavia essersi ancora compiutamente realizzato, in quanto di fatto il controllo

sull'efficienza gestionale ha trovato frequente attuazione anche attraverso un sostanziale controllo di legittimità atto per atto.

*E' auspicabile che l'esercizio del controllo, specie nei confronti di organismi pubblici dotati di autonomia amministrativa e contabile, trovi sempre più idonea realizzazione mediante la formulazione di un giudizio complessivo sull'efficienza gestionale piuttosto che sui singoli atti, perseguendo così anche l'obiettivo di minori costi amministrativi e di minor dispendio di energie per i soggetti sottoposti a controllo.*

### ***La cooperazione internazionale***

La legge attribuisce alla Consob il compito di svolgere, nell'ambito delle proprie competenze in materia di vigilanza, accertamenti finalizzati all'individuazione di ipotesi di violazioni di norme, per poi riferirne all'Autorità Giudiziaria.

In un contesto internazionale sempre più caratterizzato da una forte integrazione tra i mercati finanziari si rende spesso necessario, per dare effettività all'azione di vigilanza, lo svolgimento di accertamenti anche al di fuori dei confini nazionali. E', infatti, molto frequente, ad esempio in materia di *insider trading* e di manipolazione dei corsi di borsa, che ordini di acquisto o di vendita di titoli sul mercato italiano provengano da soggetti operanti attraverso banche o intermediari esteri. Ciò comporta la necessità di una attiva collaborazione da parte delle corrispondenti Autorità estere per ottenere le necessarie informazioni circa l'identità dei committenti, nonché sui tempi ed i modi degli ordini impartiti, pena l'impossibilità di portare a conclusione gli accertamenti, pur in presenza di forti indizi sulla consumazione del reato.

*A tal fine sarebbe auspicabile che, o nell'ambito della Convenzione europea di Strasburgo sull'assistenza giudiziaria in materia penale del 20 aprile 1959, o in eventuali ulteriori convenzioni internazionali fosse attribuita alla Consob la possibilità di avvalersi direttamente dei canali di assistenza giudiziaria per l'espletamento dei compiti di supporto all'esercizio dell'azione penale che le competono.*

La vigilanza sui servizi di investimento prestati su base transfrontaliera costituisce un altro settore nel quale la cooperazione a livello europeo assume un ruolo cruciale.

Quando l'intermediario e il risparmiatore appartengono a paesi diversi, la tutela dell'investitore è affidata alle regole proprie del paese in cui è avvenuto il contatto. Si tratta di un criterio di difficile se non di impossibile applicazione, alla luce dell'evoluzione dei sistemi di comunicazione, e che indebolisce e rende più incerta la tutela dell'investitore nel caso in cui vi siano tra i vari paesi significative diversità di regole, di comportamenti delle Autorità di vigilanza, di tradizioni e metodi del sistema giudiziario.

La Commissione ritiene che sarebbe un grave errore dare vita a un sistema nel quale l'Autorità di controllo è lontana, per ragioni geografiche, di lingua, di metodi operativi dalla parte

più debole della transazione, rappresentata dall'investitore. Nello stesso tempo l'opera dell'Autorità di controllo geograficamente più vicina all'intermediario è indispensabile per assicurare un'efficace azione di controllo.

*Occorre allora, ad avviso della Commissione, seguire un duplice indirizzo: in primo luogo, un grado più elevato di armonizzazione delle regole di trasparenza e correttezza; in secondo luogo, una organica cooperazione tra le Autorità di controllo, rispettivamente, del paese di appartenenza dell'investitore e di quello dell'intermediario. Si tratta di una posizione largamente condivisa dai paesi dell'Europa continentale, che trova incerta la commissione di Bruxelles ma che si ritiene utile sia sostenuta con vigore dall'Italia in tutte le sedi negoziali.*

### ***Le sanzioni agli intermediari e la depenalizzazione***

La vigilanza sugli intermediari finanziari è stata disciplinata, per gli aspetti relativi alla correttezza e alla trasparenza, dalla legge 1/91 fino al 1° settembre 1996 e, successivamente, dal D.Lgs. 415/96. Entrambe le leggi hanno previsto che sia la Consob, dopo aver svolto gli accertamenti di propria competenza, a proporre al Ministero del tesoro l'applicazione di sanzioni per le violazioni rilevate, per i profili di correttezza e trasparenza, a carico di intermediari. Tale procedura sanzionatoria è stata sostanzialmente trasfusa nel Testo unico.

La situazione venutasi a creare per l'assenza di chiare disposizioni transitorie nel decreto Eurosim e per effetto della mancata conclusione da parte dell'amministrazione del Tesoro di numerosi procedimenti finalizzati all'irrogazione di sanzioni relativi a fatti precedenti il decreto Eurosim incide negativamente sull'efficacia e la credibilità dell'azione di vigilanza, concorrendo anche a creare situazioni di sostanziale disparità di trattamento tra i soggetti vigilati.

*La Commissione ritiene di dover sottolineare in questa sede la necessità che siano assunte al più presto le iniziative necessarie per rimuovere la situazione di stallo venutasi a determinare, affinché le procedure sanzionatorie in corso possano concludersi in tempi brevi e consentire il ripristino di una situazione di normalità.*

Il Testo unico della finanza introduce significativi cambiamenti per quanto riguarda l'apparato sanzionatorio, riducendo il numero delle fattispecie penali e ampliando l'ambito di applicazione delle sanzioni di tipo amministrativo.

La Commissione si è espressa in senso favorevole alla depenalizzazione di una serie di fattispecie finora sanzionate penalmente, ricercando anche attraverso contatti con l'Ufficio Legislativo del Ministero di grazia e giustizia cambiamenti del sistema in essere, ispirati a criteri direttivi rivolti alla trasformazione in violazioni amministrative di reati puniti con l'arresto o l'ammenda e alla più ampia applicazione di sanzioni pecuniarie, anche di consistente entità.

*La depenalizzazione consente di sottrarre all'enfasi della sanzione penale fatti di minore rilevanza e costituisce anche il mezzo per rendere più efficace l'azione di contrasto a fatti illeciti di maggiore gravità, essendo la sanzione amministrativa di più rapida applicazione e di maggiore forza deterrente. L'estensione di questo principio appare particolarmente urgente nell'ambito dell'azione di repressione di fenomeni di insider trading e di manipolazione dei corsi di borsa, dove l'immediatezza della reazione è da ritenere particolarmente importante anche per i riflessi che ne derivano sui comportamenti dell'insieme degli operatori del mercato.*

### ***Il finanziamento della Consob***

Nel 1994, con l'entrata in vigore della legge 724 (art. 40) è stato introdotto un sistema di finanziamento che ha trovato una non definitiva attuazione mediante ripartizione degli oneri tra bilancio dello Stato e contribuzioni a carico del mercato. Ai sensi di tale norma, la Commissione provvede a segnalare al Ministero del tesoro, entro il 31 luglio di ogni anno, la previsione di fabbisogno finanziario per l'esercizio successivo, nonché la previsione delle entrate derivanti da contribuzioni prelevate dal mercato e, per differenza, le esigenze di entrate a carico dell'erario. In attuazione di detta normativa, la Commissione determina annualmente le categorie e l'entità delle contribuzioni a carico del mercato, che diventano esecutive dopo aver ottenuto il visto di legittimità da parte del Presidente del Consiglio dei Ministri, a cui fa seguito la pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale.

Nel 1997 il fabbisogno finanziario dell'Istituto è stato complessivamente pari a 100 miliardi di lire, di cui 60 a carico del bilancio dello Stato e 40 derivanti da contribuzioni prelevate dal mercato.

La riduzione dello stanziamento statale a favore della Consob, operata in sede di approvazione della legge finanziaria per il corrente anno, e una non prevista perdita di introiti conseguente a modifiche apportate nella fase di stesura finale del Testo unico della finanza per la parte relativa alla disciplina delle società di revisione, hanno avuto come effetto una riduzione complessiva delle entrate a favore dell'Istituto, stimata in oltre 14 miliardi di lire. A ciò è da aggiungere che approfondimenti in corso relativi a un'altra fonte di entrata non consentono allo stato di poter prevedere una sollecita soluzione compensativa.

Pur se un relativo avanzo di gestione dell'anno precedente consentirà di sopperire in parte alle esigenze dell'anno in corso, le ripercussioni sulla gestione saranno notevoli, trattandosi di minori entrate pari a circa il 15 per cento del fabbisogno annuale complessivo, e potrebbero comportare una riconsiderazione delle iniziative programmate, alcune delle quali di rilevanza strategica.

*I problemi di finanziamento rappresentano una forte preoccupazione per la Commissione e per essi occorre ricercare soluzioni che, in un'equilibrata ripartizione tra entrate a carico dello Stato e contribuzioni prelevate dal mercato, consentano all'Istituto di poter disporre dei mezzi finanziari necessari per l'ordinato ed efficiente svolgimento dei propri compiti.*

## ***Il personale***

In base alle attuali disposizioni di legge, la Consob può avvalersi fino ad un massimo di 450 unità di personale, tra dipendenti di ruolo e a contratto. Il personale in servizio è attualmente composto da 396 unità, di cui 304 di ruolo e 92 a contratto. I dipendenti assegnati alla sede di Roma sono 312 e 84 quelli in servizio presso la sede secondaria operativa di Milano.

L'art. 62 del "collegato" alla legge finanziaria per il 1998 ha stabilito che la Consob, al fine di realizzare le funzioni di controllo previste dal decreto Eurosim e quelle conseguenti all'approvazione del Testo unico della finanza, proceda al completamento della propria dotazione organica mediante concorsi pubblici e, per un numero di posti non superiore a 60 unità, mediante una procedura concorsuale interna. L'art. 197 del Testo unico ha anche disposto che la Consob provveda direttamente, nei limiti delle autonome risorse finanziarie e senza oneri aggiuntivi per la finanza pubblica, a tutte le procedure necessarie per l'immediata copertura dei posti in organico, secondo i criteri previsti dal citato art. 62.

Si tratta di previsioni che lasciano immutato il numero complessivo delle unità di personale di cui la Consob può avvalersi per legge ma che consentiranno il potenziamento dell'attuale organico di ruolo, mediante concorsi pubblici, nonché il passaggio a ruolo di una parte considerevole dei contrattisti assunti negli anni scorsi attraverso rigorosi processi di selezione; tale passaggio, da molti atteso, potrà ridurre i casi di dimissioni dal servizio, di recente divenuti piuttosto frequenti, di personale qualificato di rilevante valenza e di difficile reperibilità, attratto da migliori offerte esterne.

In attuazione di tali disposizioni, è intendimento della Commissione procedere in tempi brevi ad una significativa riduzione del numero di persone a contratto, a cui faranno seguito le procedure concorsuali occorrenti per la copertura dei posti che risulteranno ancora disponibili nell'organico di ruolo; è anche intendimento della Commissione di destinare la maggior parte del personale di nuova assunzione alla sede secondaria di Milano, per fare fronte agli impegnativi ulteriori compiti operativi che la Consob è chiamata a svolgere anche in attuazione del Testo unico della finanza.

Come già detto, il personale della Consob è dotato di professionalità elevate e, dunque, particolarmente richieste anche all'esterno, soprattutto nel settore dei servizi finanziari. Se ciò è in parte fisiologico e, per alcuni aspetti, positivo - in quanto consente di trasferire nel mondo delle



imprese esperienze e professionalità maturate all'interno dell'Istituzione - nello stesso tempo è fonte di preoccupazione perché tale personale non è facilmente reperibile; è necessario, quindi, creare e mantenere le condizioni affinché la Consob possa sempre contare su professionalità adeguate, pena uno scadimento della qualità del servizio prestato alla collettività.

Il trattamento giuridico ed economico del personale Consob è determinato, per disposizione inserita nella legge istitutiva, in base al contratto collettivo di lavoro in vigore per i dipendenti della Banca d'Italia.

*Pare opportuno mantenere il raccordo normativo con il trattamento riservato al personale dell'Istituto di emissione, valorizzando ulteriormente il richiamo contenuto nella legge 216/74 alle specificità e esigenze funzionali della Consob per differenziare la disciplina del personale ogniqualvolta ciò consenta una più efficiente gestione delle professionalità esistenti o di quelle da acquisire all'esterno, in modo da assicurare la necessaria flessibilità e favorire il rapido e idoneo ricambio delle risorse che si trasferiscono all'esterno dell'Istituzione.*

### ***Le sedi***

Ai sensi dell'art. 1/1, comma 1, della legge istitutiva 216/74, la Consob ha sede a Roma e ha una sede secondaria operativa a Milano. Il progressivo incremento numerico, negli anni, del personale in servizio, ha reso necessaria l'individuazione di nuovi spazi di lavoro. Attualmente la Consob opera in due sedi a Roma e in una sede a Milano. Di queste, la sede originaria di via Isonzo a Roma è di proprietà dell'Istituto, mentre le restanti due sono in locazione.

*E' intendimento della Commissione assumere, in tempi brevi, iniziative che consentano di realizzare una migliore e più adeguata collocazione logistica degli uffici Consob sulla piazza milanese, non disgiunta da un'analoga iniziativa volta a rimuovere le attuali inefficienze e i maggiori costi derivanti dalla ripartizione degli uffici tra le due sedi di Roma.*



*DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA  
CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO*

*La relazione che segue è stata presentata in data 7 aprile 1998, a Milano, dal Presidente della Consob.*

Signor Ministro, Autorità, Signore e Signori,

è la prima volta che la Consob tiene il proprio Incontro annuale a Milano.

La scelta, compiuta in accordo con il Governo, vuole sottolineare la posizione di Milano quale primo centro finanziario del paese e sede, insieme con Roma, della stessa Consob. Ma vuole anche porre in evidenza che l'organo di controllo delle società e della borsa ritiene suo dovere rendere conto del proprio operato oltre che al Governo e al Parlamento nelle forme stabilite dalla legge, anche ai soggetti sui quali esercita la vigilanza e dai quali trae parte delle proprie risorse: gli emittenti di valori mobiliari, il mercato, gli intermediari bancari e non bancari, le società di revisione.

Come ogni Autorità di governo dell'economia, la Consob ha infatti un duplice riferimento: le istituzioni dell'Esecutivo e del Legislativo e le istituzioni del mercato. Illustrare a entrambe la propria condotta e le proprie intenzioni è corollario dell'autonomia che la legge ci chiede e ci garantisce. Quest'anno la Consob assolve a tale compito con due distinti documenti: la relazione al Ministro del tesoro, dedicata ai profili che interessano Governo e Parlamento; e il discorso di oggi. A sostegno di entrambi è predisposto, come di consueto, il volume Dati e Analisi illustrativo dell'attività svolta.

La città di Milano ci ospita in una sede illustre. La Commissione è grata al Sindaco per avere voluto così sottolineare il significato di questo incontro con un'istituzione centrale dello Stato.

L'importanza assunta da Milano nel panorama della finanza nazionale è nota. Qui hanno sede la Società di borsa, oltre l'80 per cento degli intermediari finanziari non bancari nazionali, 44 delle 52 banche estere insediate in Italia; le banche con sede centrale nella città raccolgono quasi un quarto dei depositi del paese.

All'inizio del secolo Milano non era la piazza nazionale di maggior rilievo. Riuscì ad affermarsi coniugando lo sviluppo dell'industria e del terziario con la capacità di coordinare verso obiettivi comuni le forze pubbliche e private della città. Un'analoga sfida si pone ora in uno spazio molto più ampio, quello europeo, e in un tempo molto più breve, non più di due o tre anni.

### ***L'attività della Consob***

Si conclude in questi giorni il primo anno di attività della Commissione nella sua attuale composizione; il collegio a nome del quale Vi parlo ha formato e consolidato una pratica di lavoro comune che è ausilio insostituibile all'equilibrio e all'indipendenza del decidere.

Il paziente lavoro compiuto nel quinquennio della Presidenza Berlanda ha avviato un rinnovamento di stile e di metodo e ha arricchito l'Istituzione con l'innesto di esperienze professionali differenziate, alcune maturate nel settore privato. Questa Commissione ha continuato con rinnovata lena. Lo scorso marzo ha lasciato il servizio, per raggiunti limiti di età, l'avvocato Corrado Conti, che ha servito l'Istituzione per un periodo di circa 14 anni, contribuendo al suo sviluppo e al suo funzionamento in circostanze non facili; a lui va il nostro ringraziamento. Alla carica di Direttore Generale è stato nominato l'ingegner Marco Martini, a cui vanno i nostri auguri di buon lavoro.

L'attività di controllo svolta sui tre fronti delle società, del mercato e degli intermediari può essere riassunta in alcuni dati.

Sul fronte societario sono state approvate 23 comunicazioni per l'esecuzione di offerte pubbliche d'acquisto su società quotate; nella medesima materia hanno trovato risposta 18 quesiti. Presso l'archivio della Consob sono stati depositati 260 prospetti informativi per operazioni di sollecitazione di pubblico risparmio. E' stato deliberato l'inizio delle contrattazioni per 14 nuove società. E' stato rivisto il sistema di comunicazione delle partecipazioni rilevanti che, grazie alla razionalizzazione e alla semplificazione degli adempimenti delle imprese, ha consentito una significativa riduzione del numero delle dichiarazioni.

Il controllo sull'informativa ai mercati si è tradotto in 3.100 comunicazioni su eventi societari di rilievo.

Nell'attività di vigilanza sono state concluse 175 istruttorie e 31 ispezioni; sono stati individuati 208 casi di ipotesi di infrazione delle norme esistenti, tradotti in altrettante segnalazioni all'Autorità Giudiziaria. Sono stati assunti, o proposti al Ministro del tesoro, 30 provvedimenti sanzionatori di natura amministrativa. Intensa l'attività istruttoria e di controllo in materia di *insider trading*.

All'attività di controllo si è affiancata quella normativa, nella quale si segnalano i due nuovi regolamenti emanati ai sensi del D.Lgs. 415 in materia di servizi d'investimento e di promotori finanziari e la revisione di numerosi altri. Tre comunicazioni di rilievo sono state emanate in tema di informativa societaria e contabile: sui principi ispiratori dei controlli societari, sul controllo contabile delle situazioni semestrali, sulle offerte pubbliche di titoli non quotati.

Questa Commissione rivolge crescente attenzione all'esigenza di rendere più rapido il disbrigo delle pratiche di autorizzazione, controllo, risposta al mercato. Gli uffici pubblici devono essere consapevoli del valore del tempo, sia per l'interesse privato degli operatori economici sia per quello generale tutelato dalla loro azione. Nonostante le carenze di organico, e grazie a un impegno eccezionale, il tempo di istruttoria delle pratiche - che ora viene misurato - si sta rapidamente accorciando mentre si eleva la qualità del lavoro. E' in via di realizzazione, e si perfezionerà nei prossimi mesi, una definizione dei tempi di esame delle autorizzazioni e degli altri atti più rilevanti dell'Istituto, al fine di dare rapidità e trasparenza all'attività svolta. La Commissione è grata ai molti operatori e osservatori che in questi mesi hanno mostrato di notare l'impegno dell'Istituto e di apprezzarlo. Al personale rivolgo un vivo ringraziamento per aver guadagnato questo riconoscimento.

### ***La Piazza finanziaria italiana***

Il compito della Consob, perseguire correttezza e trasparenza nel mercato dei valori mobiliari, si colloca nella funzione pubblica di tutela del risparmio e ha nell'articolo 47 della Costituzione il proprio fondamento. La dottrina giuridica parla di interessi diffusi; quella economica di beni pubblici. Entrambe affermano la necessità di una tutela pubblica.

La figura a cui l'azione della Consob fa ideale riferimento è un risparmiatore bisognoso di una garanzia diversa dalla sicurezza del valore nominale del suo investimento, che l'ordinamento offre al depositante; è una garanzia di trasparenza e di correttezza da parte dei mercati. Si può parlare di un risparmiatore consapevole, capace cioè - se vi sono correttezza e trasparenza - di tutelare da sé il proprio interesse, assumendosi il rischio dell'investimento compiuto.

Se questa è la cornice entro cui si muove l'azione della Consob, conviene dichiarare subito l'obiettivo concreto al quale tale azione dev'essere indirizzata oggi: contribuire a sviluppare in Italia un mercato finanziario, una "Piazza finanziaria italiana", come si usa dire, di importanza pari alla capacità di produzione e di risparmio del nostro paese. Per Piazza finanziaria intendiamo qui non solo il mercato in senso stretto - tra cui la borsa e il mercato dei titoli di Stato (Mts) - ma anche gli intermediari, gli emittenti, le strutture di supporto, la regolamentazione. Così intesa, la Piazza finanziaria italiana è oggi inadeguata sia per dimensione sia per qualità.

Per dimensione, perché, fatta eccezione per quello del debito pubblico, il nostro mercato, pur dopo l'eccezionale crescita dei mesi recenti, capitalizzava a fine marzo poco più della metà della media delle principali borse dell'Europa continentale.

Per qualità, perché efficienza, correttezza, trasparenza, non sono ancora diventate un costume e perché la composizione del listino presenta squilibri; oltre il 75 per cento degli scambi

complessivi ha per oggetto i maggiori 30 titoli, contro una media del 60 per cento circa in Francia e Germania, mentre scarseggiano le imprese medio-grandi.

Ci si può chiedere se dotare l'Italia di un mercato a misura di paese sia obiettivo che giustifica un impegno eccezionale; o se si possa rimanere indifferenti alla delocalizzazione.

Riteniamo che l'indifferenza sarebbe miope e nociva per la nostra economia. La presenza *in loco* di un mercato finanziario vitale facilita l'accesso delle imprese al risparmio in quanto fa meglio considerare le esigenze, le caratteristiche e le opportunità dell'investimento in quell'economia; consente perciò maggiore sviluppo; grazie alla vicinanza di un'Autorità di controllo tutela più efficacemente il risparmiatore. E l'intermediazione finanziaria e il mercato sono essi stessi industrie che producono valore aggiunto e posti di lavoro.

Ma in uno spazio economico unificato la garanzia che ogni paese abbia un suo mercato è venuta a mancare. E' finito il tempo in cui il perimetro dello Stato-nazione bastava ad assicurare che ogni paese avesse una sua borsa, che le imprese ad essa si rivolgessero, che le famiglie le affidassero il proprio risparmio, che lo facessero per il tramite di intermediari nazionali, ricorrendo alla moneta e alla legislazione nazionali. Quell'unità è finita.

Nello stesso tempo, le economie di scala e la tecnologia spingono rapidamente verso la concentrazione della finanza europea in poche piazze. Nel giro di pochi anni emergeranno nell'Europa continentale tre-quattro centri finanziari, o circuiti di collegamento tra piazze. Nessuno degli attuali mercati regolamentati sfuggirà alla selezione. Il processo è in fase avanzata per i mercati dei derivati; sarà rapido, dopo il passaggio all'Euro, per i mercati dei titoli pubblici; si estenderà ai mercati azionari.

In queste condizioni l'importanza della Piazza finanziaria italiana dipenderà interamente dalla sua competitività: nei costi operativi, nella capacità professionale degli operatori, nel sistema fiscale, nella regolamentazione, nelle attrezzature logistiche, nella qualità degli organi di informazione.

La Consob contribuisce alla competitività della Piazza finanziaria italiana allineandone correttezza e trasparenza ai migliori livelli internazionali, alleggerendo gli adempimenti formali, emanando regolamenti di principio, adottando procedure trasparenti e rapidi tempi di risposta alle richieste degli operatori. Queste sono le linee che guidano la Commissione.

Sviluppare in Italia, a Milano, uno dei principali centri finanziari dell'Europa continentale è possibile; ma richiede un impegno eccezionale e convergente di molti soggetti.

A Londra, Parigi, Francoforte, le amministrazioni municipali si sono attivamente impegnate, in collaborazione con le istituzioni finanziarie e con l'appoggio del Governo centrale, nella realiz-



zazione di progetti di sviluppo delle rispettive piazze finanziarie. La Consob ritiene urgente la costituzione di un apposito organo di proposta e di coordinamento per lo sviluppo della Piazza finanziaria italiana. In tale organo dovrebbero essere rappresentati il Governo, la Consob, le Autorità cittadine, la Società di borsa, le associazioni di categoria, altre istituzioni interessate.

### ***Il 1997: sviluppo e problemi***

Nel 1997 il riequilibrio dei conti pubblici ha innescato un calo dei tassi d'interesse e alimentato la domanda di titoli azionari. Si è formata e via via consolidata l'aspettativa che l'Italia farà parte del sistema dell'Euro dal suo avvio. Gli investitori esteri hanno mostrato crescente interesse per i titoli azionari italiani. Il mercato italiano attraversa un periodo di attività intensa, di cambiamento, di crescita, di effervescenza soprattutto nelle ultime settimane.

La riduzione del rischio paese ha contribuito a contenere le conseguenze della crisi dei mercati asiatici. Dopo la flessione di ottobre, le quotazioni sono risalite più che negli altri mercati, mentre la loro volatilità è aumentata di meno.

La crescita dei prezzi azionari nel 1997 è stata del 58 per cento, una delle più forti degli ultimi decenni, simile solo a quella registrata all'inizio e a metà degli anni ottanta e, più indietro, alla fine degli anni cinquanta. Nei primi tre mesi di quest'anno l'indice di borsa è ulteriormente salito del 43 per cento.

Il rapporto prezzo-utili delle società italiane quotate alla fine del 1997 si era posto in linea con quello dei principali paesi industrializzati, escluso il Giappone. Nei primi tre mesi di quest'anno si è ulteriormente innalzato, raggiungendo per alcune categorie di titoli, come quelli bancari, livelli nettamente superiori a quelli degli altri mercati.

La capitalizzazione, raddoppiatasi nel corso degli ultimi dodici mesi, è migliorata per qualità: la quota di flottante ha superato la simbolica soglia del 50 per cento passando dal 39 del 1996 al 53 della fine del 1997. Si delinea la tendenza a rendere più breve la catena verticale delle società quotate appartenenti al medesimo gruppo. Si sono ritirate dalla borsa alcune società il cui titolo era privo di ogni movimentazione.

Rimane però modesto il numero di imprese che scelgono di quotarsi. Nel 1997 sono entrate in borsa 14 nuove società, che ai prezzi di fine anno capitalizzavano solo l'un per cento dell'intero mercato. Se si escludono le quotazioni di Eni e Mediaset, il contributo delle società di nuova quotazione alla crescita della borsa italiana era stato marginale anche nel biennio precedente.

L'attività di intermediazione mobiliare si è sviluppata soprattutto nel settore del risparmio gestito. Complessivamente il patrimonio gestito, in forma individuale o collettiva, è aumentato nel

1997 del 62,4 per cento. Un confronto, limitato ai soli fondi comuni indica, per il triennio 1995-1997, una crescita degli operatori italiani più che doppia rispetto alla media europea. A settembre 1997 in rapporto al Pil il patrimonio degli organismi di investimento collettivo era pari a circa il 16 per cento per l'Italia; era del 7 per cento in Germania e del 37 in Francia.

Nel 1997 gli investitori privati hanno disinvestito titoli di Stato per circa 34.000 miliardi di lire, mentre nel 1996 vi avevano investito per 16.000 miliardi. La quota delle azioni sul totale del risparmio gestito, in forma individuale o collettiva, è salita dall'11,3 per cento del dicembre 1996 al 14,1 circa alla fine di quest'anno; contestualmente, il peso dei titoli di Stato è diminuito di quasi 12 punti percentuali, dal 65,4 al 53,9 per cento; la differenza si è prevalentemente indirizzata verso investimenti esteri; l'investimento in azioni italiane rimane appena marginalmente superiore a quello in azioni estere (l'8,1 per cento rispetto al 6).

Negli anni a venire l'alleggerirsi del debito pubblico influirà in modo determinante sulla struttura del mercato e dei flussi finanziari. Obiettivo enunciato dal Governo è la riduzione del rapporto tra debito pubblico e Pil al di sotto del 100 per cento per il 2003. In tale scenario si libererà, a parità di propensione al risparmio, una domanda di attività finanziarie dell'ordine di 80.000 miliardi annui. Nell'arco del prossimo quinquennio potrebbero quindi affluire verso titoli privati capitali per 400.000 miliardi. Sulla capacità del nostro mercato di convogliare queste risorse verso imprese che creino crescita e occupazione si gioca una parte considerevole dello sviluppo futuro del paese.

La forza di un mercato di borsa non è misurata dalla lievitazione dei corsi. Né l'Autorità di controllo misura l'efficacia della propria azione sull'andamento delle quotazioni: al contrario, è consapevole che una borsa crescente può attenuare la sensibilità dell'investitore a comportamenti poco corretti senza peraltro rendere quei comportamenti meno frequenti.

Per certi versi, il risveglio della domanda ha colto impreparati il mercato azionario e il sistema finanziario italiani, nonostante che nel 1997 l'offerta sia stata molto abbondante: 45.000 miliardi tra aumenti di capitale e offerte di vendita, comprese le privatizzazioni. Senza un'adeguata risposta dell'offerta e di tutte le strutture del mercato, rischia di generarsi più euforia che sviluppo, di perdersi l'occasione di consolidare l'intero sistema della finanza in un vero processo di crescita.

È da questa angolazione che vanno guardati i principali elementi che hanno concorso, e dovranno concorrere, al rafforzamento del mercato: l'offerta di azioni, la Società di borsa, l'attività degli intermediari, il trattamento fiscale della finanza, l'ordinamento giuridico, il collegamento con gli altri mercati. Su ciascuno di questi elementi ora mi soffermerò, per illustrare la loro evoluzione e l'azione condotta dalla Consob.

### ***La cessione di imprese pubbliche***

L'offerta del capitale di grandi società pubbliche a investitori privati costituisce un impareggiabile fattore di sviluppo per le borse e il sistema finanziario: lo confermano tanto l'esperienza di un grande mercato di antiche tradizioni, come è Londra, quanto quella di mercati piccoli e recenti nell'America Latina o nel centro Europa.

Così è stato, e può continuare a essere, in Italia, dove le privatizzazioni hanno notevolmente ampliato il mercato. Ai prezzi di fine 1997 le società privatizzate di nuova quotazione capitalizzavano circa un quinto del listino. Dal 1993 sono stati effettuati collocamenti complessivi per 65.500 miliardi di lire. Il flottante di società già quotate interessate dalla privatizzazione parziale o totale è aumentato, nell'ultimo anno, di oltre un terzo.

Con le privatizzazioni si estende l'area delle attività produttive sottoposta al vaglio degli analisti e a vincoli di trasparenza; aumenta il grado di informazione, bene fondamentale per un'economia di mercato; cresce il numero dei cittadini che, direttamente o attraverso investitori istituzionali, legano la propria ricchezza alle attività produttive; si alleggerisce il peso del debito pubblico sulle future generazioni.

Non è compito della Consob esprimersi sulle considerazioni di ordine politico che hanno avviato anche in Italia un processo di privatizzazioni. Ma è necessario qui sottolineare come, sotto un profilo tecnico ed economico, l'aumento di offerta generato dalle privatizzazioni richiami un maggior numero di investitori ed eserciti benèfici effetti calmieratori sui prezzi dei titoli azionari.

Nelle privatizzazioni la Consob è chiamata a operare attraverso il controllo dei prospetti di quotazione o di sollecitazione, attività che nel 1997 si è esplicitata in 5 importanti casi (3 nel 1996): quelli riguardanti l'Istituto Bancario San Paolo di Torino, Eni3, Aeroporti di Roma, Telecom Italia, Banca di Roma. In molti di questi casi il nulla osta al prospetto è stato il punto di arrivo di una interlocuzione, talora serrata, tra uffici della Consob, società emittente e intermediario che coordinava l'operazione, spesso stretta dai tempi del calendario internazionale della finanza.

Il ricomporsi della domanda di attività finanziarie determinata dalla riduzione del debito pubblico consiglia di realizzare altre cessioni al mercato già nei prossimi mesi: non solo da parte dello Stato e delle *holding* da esso possedute, ma anche da parte delle fondazioni e degli Enti locali. E' una necessità. Lo Stato deteneva alla fine del 1997 circa il 12 per cento della capitalizzazione di borsa, corrispondente a 72.000 miliardi; a questi potrebbe aggiungersi l'offerta generabile dalla privatizzazione della Bnl e quella dell'Enel, un'impresa che ai prezzi medi del settore energetico si collocherebbe, per capitalizzazione, tra le prime tre società del listino. Le fondazioni bancarie, dal canto loro, detengono azioni di banche quotate, ai prezzi di fine 1997, per complessivi 18.000 miliardi. E il valore dei titoli bancari complessivamente collocabili raggiunge, ai prezzi di fine

1997, i 54.000 miliardi qualora si tenga conto degli istituti che hanno annunciato la quotazione o che hanno già collocato azioni presso il pubblico pur non essendo quotati.

Complessivamente i descritti cespiti possono generare un'offerta stimabile fino a circa 185.000 miliardi. L'importo sarebbe notevolmente superiore se valorizzato ai prezzi delle ultime settimane. Ad esse si può aggiungere l'offerta degli Enti locali che possono cedere le aziende municipalizzate in borsa e riorientare la propria azione verso opere pubbliche, come intende fare il Comune di Milano con l'Azienda Energetica Municipale.

Per l'anno in corso non è irrealistico ipotizzare un'offerta complessiva fino a 30.000 miliardi: un flusso ingente, anche se inferiore a quello eccezionale del 1997.

Gli assetti di governo delle imprese privatizzate si connotano per nuclei di controllo ristretti, contornati da un azionariato diffuso. Limiti ai possessi azionari particolarmente bassi ostacolano sia il rafforzamento di quei nuclei sia i passaggi di controllo. Si tratta di un assetto di governo nuovo per la borsa italiana, che si affianca a quello più tradizionale del controllo con forte concentrazione proprietaria in capo ad un unico soggetto o a una coalizione di soggetti. L'efficacia e la trasparenza dei sistemi di governo societario assumono il massimo peso quando la divaricazione tra proprietà e controllo è così ampia.

La comunicazione della Consob del febbraio 1997 in materia di organi societari è volta al rafforzamento di quei sistemi. Essa persegue l'obiettivo in due modi: sollecita il collegio sindacale a un più incisivo controllo sulla gestione e prospetta una disciplina delle deleghe che attribuisce a tutti gli amministratori la piena vigilanza sull'operato degli amministratori con delega. L'adesione alle indicazioni della Consob è stata nel complesso soddisfacente; ma nelle operazioni con le società del gruppo e in generale con i soggetti in conflitto d'interesse i consigli di amministrazione si sono per lo più limitati ad affermare la convenienza di dette operazioni senza fornire al mercato argomentate considerazioni.

### ***Le imprese private: offerta azionaria e controlli***

Il mercato italiano può e deve ampliarsi anche con la crescita delle imprese già in borsa e con la quotazione di altre.

Le imprese quotate hanno potuto finanziare, anche in circostanze meno favorevoli delle attuali, importanti processi di ristrutturazione e di crescita con aumenti di capitale che non hanno incontrato un limite nel mercato di borsa. Negli anni novanta questi hanno raggiunto in media 9.000 miliardi annui, un valore che, rapportato alla capitalizzazione, supera quello dei principali mercati europei.

In questa fase della storia industriale la concorrenza porta a organizzare l'offerta di beni e servizi in un numero ristretto di produttori, soprattutto attraverso l'acquisto e l'incorporazione di imprese concorrenti. E' un processo che non mancherà di investire l'industria italiana, nel quale occorrono spesso risorse finanziarie molto maggiori di quelle che l'impresa potenzialmente incorporante, pur dotata di superiore capacità strategica, manageriale e tecnologica, è in grado di generare internamente: per crescere diviene allora necessario il ricorso alla borsa. Non sono poche le imprese italiane, quotate e non quotate, in grado di sostenere queste dinamiche competitive e di mantenere posizioni di forza nei rispettivi settori: mettere in atto quelle potenzialità dipende dalla loro volontà e dalla capacità delle imprese stesse e delle banche che le assistono.

Ma anche le imprese che potrebbero quotarsi in un prossimo futuro, compiendo così un passaggio naturale del loro sviluppo, possono e devono ampliare il nostro listino.

Si può stimare, pur con la cautela suggerita da diverse esclusioni delle quali si dà conto in Dati e Analisi, un numero di circa 500 società quotabili prevalentemente medio-piccole. Di esse oltre il 50 per cento ha un patrimonio netto inferiore ai 50 miliardi, e meno del 5 per cento superiore a 250 miliardi. Una valorizzazione di questo gruppo di società ai rapporti di fine 1997 tra valore di mercato e patrimonio netto delle società quotate, fa apparire un potenziale di sviluppo della borsa italiana stimabile nell'ordine di 150.000 miliardi. Le circa 100 imprese quotabili con più di 100 miliardi di patrimonio netto operano prevalentemente nei settori cosiddetti maturi. La loro età media è superiore a quella che le società quotate operanti nei medesimi settori avevano al momento della quotazione; la loro struttura finanziaria è sostanzialmente in equilibrio. Tali elementi inducono a ritenere che l'apertura al mercato sia coerente con il ciclo di vita dell'impresa e sia compatibile con la dimensione raggiunta. In un contesto di mutamenti rapidi la scelta inerziale di restare fuori dalla borsa può rivelarsi errata.

Si discute se la costituzione di un nuovo mercato sia utile alla quotazione di imprese piccole e medie oggi fuori dalla borsa. L'esperienza estera suggerisce che il successo di tali iniziative è infrequente e legato per lo più a settori ad alta tecnologia, dove la presenza di imprese italiane è debole. Nella logica di privatizzazione dei mercati appena inaugurata dal Governo, la costituzione di un apposito mercato spetterebbe comunque in primo luogo alla Società di borsa o ad altri soggetti imprenditoriali e dovrebbe trovare in sé una convenienza economica. Più della creazione di un mercato nuovo sembra promettente la strada di adattare alcune disposizioni del mercato esistente alle esigenze delle piccole e medie imprese.

Sulle imprese quotate la Consob esercita controlli di trasparenza che si articolano in quattro momenti della vita societaria: le modifiche nella struttura proprietaria; le decisioni e gli eventi suscettibili di incidere sulla situazione economico-finanziaria dell'impresa; i risultati di bilanci annuali e infrannuali; l'offerta di strumenti finanziari.

La comunicazione alla Consob delle partecipazioni nelle società quotate e delle partecipazioni di queste nelle non quotate genera un flusso informativo ingente, quasi 5.000 comunicazioni nel corso del 1997, che viene prontamente messo a disposizione del mercato. La quantità e la qualità delle informazioni agli operatori sono elevate.

Non meno intensa è la già ricordata rilevazione degli eventi di rilievo. In questa materia la Consob ha disposto una modifica regolamentare al fine di meglio delineare gli obblighi informativi degli emittenti.

In materia di conti annuali e consolidati delle società quotate, la verifica di chiarezza e correttezza compiuta dalla Consob non è volta a esami di merito, ma a rendere le informazioni contabili più intelleggibili agli investitori. Nel 1997 vi sono stati 26 interventi che sollecitavano gli emittenti a rendere noti maggiori elementi sulle proprie situazioni contabili.

Infine, in materia di offerta di strumenti finanziari, la Consob interviene attraverso la verifica della completezza e della coerenza delle informazioni contenute nei prospetti.

Nel suo insieme, l'azione nei confronti degli emittenti di valori mobiliari pone le premesse affinché i prezzi riflettano i valori fondamentali dell'impresa e sollecita comportamenti che non danneggino gli investitori di minoranza. E' un'opera di sostegno e di valorizzazione del mercato italiano di cui beneficiano anche le società ancora non quotate perché aumentare la fiducia nel mercato è il miglior modo per rendere più conveniente, per gli imprenditori-fondatori che lo decidono, la realizzazione di parte del valore generato con l'impresa da loro fondata e sviluppata.

Sebbene i quattro momenti testé ricordati rimangono in capo alla Consob anche nel regime previsto dal Testo unico, parte dei controlli relativi all'informazione sugli eventi rilevanti e sui prospetti verrà da questa Istituzione delegata alla Società di borsa.

### ***Il mercato come impresa***

La prima istituzione interessata a sostenere la fiducia nel mercato italiano e ad ampliarne la dimensione è la borsa stessa. Essa è il centro di produzione di servizi quali l'incontro tra domanda e offerta, la formazione del prezzo, l'esecuzione del contratto, l'informazione, la certificazione implicita nell'ammissione a quotazione. Concepire il mercato come un produttore di servizi da gestire con criteri imprenditoriali è ciò che ha originato la trasformazione della borsa in società privata.

In Italia la trasformazione è stata avviata tardi, ma ha poi assunto connotati anche più radicali che in altri paesi. Si è preferita la forma della società per azioni alla cooperativa; non si è escluso che uno o pochi operatori potessero acquisirne il controllo e che l'azionariato fosse prevalentemente

bancario; si è previsto che gli organi di governo della borsa fossero interamente espressione della proprietà. In altre borse che hanno la forma della società per azioni, l'azionariato è molto frazionato, comprende investitori istituzionali ed emittenti, manca di piena autonomia nella nomina degli organi di vertice.

Quale che ne sia la forma istituzionale, le borse sono fornitrici di una pubblica utilità; dovrebbero mirare alla qualità del servizio e all'ampliamento dell'attività piuttosto che alla massimizzazione dell'utile. La loro privatizzazione non nega questo assunto.

Il fatto che in Italia i medesimi soggetti siano contemporaneamente azionisti della società-mercato, operatori in proprio e per conto della clientela, coordinatori di importanti collocamenti azionari di imprese, grandi creditori di società quotate e infine essi stessi emittenti può generare conflitti di interesse, resi più acuti da tre circostanze: l'assenza di una tradizione di autodisciplina; il fatto che quei soggetti siano per lo più banche con limitata esperienza del mercato azionario; la prospettiva che la crescita stessa del mercato possa mutare anche significativamente le posizioni relative dei partecipanti al mercato.

La Consob ha auspicato e assecondato la trasformazione della borsa in impresa privata. Quale organo di supervisione è impegnata a evitare che i problemi ora descritti compromettano l'obiettivo primario di far crescere la Piazza finanziaria italiana. Con questo intendimento essa ha esaminato lo statuto della società-mercato e, più recentemente, ha chiesto alcune modifiche al regolamento di quotazione. Nello stesso spirito ha sollecitato la società-mercato a definire un idoneo assetto organizzativo e adeguate procedure di gestione e controllo. Per la stessa ragione ha convenuto di riesaminare il regolamento già emanato, al fine di verificare se l'avvenuta introduzione di regole, assetti e procedure sia riuscita a garantire il superamento di ogni conflitto di interesse. In tutto ciò la Consob ha sviluppato una fattiva collaborazione prima con il Consiglio di Borsa, poi con la Borsa Italiana Spa.

La struttura delle borse europee si trasformerà in pochi anni. Il processo si va caratterizzando per fusioni, acquisizioni e accordi di cooperazione. La concorrenza, di qualità e di costo, investe i sistemi di negoziazione e liquidazione, la fiscalità diretta e indiretta, i principi contabili, la regolamentazione. Essa è acuita dalla possibilità di collegamenti con mercati localizzati in altri paesi europei, il cosiddetto accesso remoto.

In questa competizione l'Italia ha buone carte da giocare: non solo gli scambi in borsa, ma quelli di titoli di Stato o di strumenti monetari per contanti e a termine, sono completamente telematici, appoggiati a infrastrutture tecnologiche tra le più moderne al mondo. E' possibile offrire a operatori locali o remoti finestre elettroniche che consentono un'operatività diretta e completa su tutti i prodotti offerti e su tutte le fasi del processo.

Tuttavia, per i mercati è urgente riorganizzare la cosiddetta filiera nazionale: strutture di negoziazione, pre-liquidazione, gestione centralizzata. Oggi, la pluralità di sistemi e di soggetti, determinatasi storicamente al di fuori di un disegno unitario, aggrava i costi della piazza italiana e frena le capacità negoziali della Società di borsa nel mutato scenario internazionale.

La privatizzazione è necessaria ma non sufficiente per la sopravvivenza del nostro mercato. La sfida è difficilissima perché il confronto competitivo è molto aspro: va evitato a ogni costo che interessi di parte, difetti di cooperazione e di coordinamento, lentezze nelle decisioni prendano il sopravvento.

### ***Gli intermediari finanziari***

Gli intermediari si aggiungono agli emittenti e ai mercati come il terzo grande comparto del sistema finanziario sul quale la Consob esercita controlli di trasparenza e di correttezza.

In tutto il mondo, e soprattutto nell'Europa continentale, le banche sono la componente dominante dell'intermediazione finanziaria; in Italia tale configurazione è particolarmente accentuata perché le banche, direttamente o indirettamente, gestiscono oltre l'80 per cento della ricchezza finanziaria del settore privato e, tenuto anche conto del loro ruolo nei consorzi di collocamento, sono quasi gli unici fornitori di finanziamento esterno alle imprese.

Gli istituti bancari stanno mutando la propria conformazione. Erano prevalentemente raccoglitori di depositi, erogatori di prestiti, beneficiari di un guadagno in conto interessi. Divengono sempre più gestori di portafogli del risparmiatore, erogatori di servizi finanziari all'impresa, beneficiari di commissioni. La loro attività era quasi tutta rappresentata dalla parte attiva e passiva dello stato patrimoniale; è ora sempre più nella forma di operazioni che in esso non sono riflesse.

Questa trasformazione fa della banca stessa - e a maggior ragione degli intermediari non bancari - un'impresa sempre più partecipe delle vicende del mercato dei valori mobiliari, sempre più interessata al suo sviluppo, soggetta alle sue logiche e alle sue vicissitudini. Ed è sempre più la capacità di stare su quel mercato ciò che la banca deve veramente offrire al risparmiatore e all'impresa: per aiutare il primo a far fruttare la propria ricchezza, la seconda a produrne di nuova.

Non solo l'organizzazione e il comportamento, ma la stessa configurazione delle regole e del controllo a cui fanno riferimento le banche e gli altri intermediari finanziari viene a modificarsi per effetto di questa trasformazione. Assumono rilevanza le regole del mercato, l'informazione al pubblico, la correttezza nell'uso delle informazioni riservate, i possibili conflitti di interesse.



La complementarità fra banca e borsa emerge dunque oggi in tutta evidenza. Ed essa ha anche una componente geografica, perché è difficile che un intermediario possa sviluppare servizi di intermediazione mobiliare su mercati dai quali è lontano. In generale, il circolo virtuoso fra crescita della borsa e successo della banca ha richiesto che gli intermediari sentissero forte e prioritario l'impegno strategico di sviluppare il mercato del proprio paese.

Vista nella prospettiva dell'interazione tra banca e mercato finanziario, la metamorfosi in atto nel sistema bancario italiano presenta progressi e ritardi.

Più decisi sembrano i passi compiuti nel campo del risparmio gestito, i cui volumi crescono con i ritmi elevati sopra ricordati; ma la composizione mostra che le scelte sono ancora prevalentemente orientate verso i titoli del debito pubblico italiano e che sono lente a spostarsi verso quelli azionari, un campo che richiede notevoli capacità di analisi e investimenti tecnologici.

In materia di tutela dell'investitore l'attività di vigilanza della Consob sugli intermediari non ha fatto apparire, nel 1997, se non in casi marginali, fenomeni di grave lesione del principio di correttezza. C'è però una propensione diffusa a infrazioni di lieve entità delle norme di comportamento. Numerosi sono gli esposti pervenuti alla Consob: 375 nel 1997 rispetto ai 256 nel 1996. Le ispezioni concluse nei confronti di intermediari sono state 31 (30 nel 1996). Le proposte sanzionatorie inviate al Ministro sono state 13 nei confronti di Sim, 4 nei confronti di banche e 13 nei confronti di agenti di cambio. Nei confronti di promotori finanziari sono stati adottati 116 provvedimenti sanzionatori (83 nel 1996).

Più lente a cambiare le banche italiane appaiono nei rapporti con l'impresa. La difficoltà a muovere da un'assistenza quasi esclusivamente fondata sul prestito verso l'accompagnamento dell'impresa sul mercato e la predisposizione di operazioni complesse di finanza aziendale è un elemento di ritardo della nostra borsa. In questo campo, maggiore iniziativa e capacità mostrano gli intermediari esteri operanti nel nostro paese, che infatti hanno posizioni di preminenza nel mercato. Per le banche italiane vi è il rischio di rimanere escluse dalla parte più lucrativa del rapporto finanziario con le imprese.

Ma le connessioni tra intermediari e mercati finanziari non si limitano all'offerta di servizi. I grandi intermediari finanziari sono essi stessi società quotate in borsa, anche se non è ancora compiuto il passaggio della banca da ente pubblico, con incerta configurazione economico-giuridica e proprietà concentrata in mani pubbliche, alla banca società per azioni, con proprietà diffusa in mani private.

La trasformazione in società aperta fa entrare la banca in un sistema di comportamenti nel quale è di essenziale importanza offrire al pubblico, non più solo all'Autorità di vigilanza, un'informazione contabile rispondente ai valori fondamentali. Si tratta di un vero mutamento di

cultura rispetto a un'antica e illustre idea che un'informazione più ampia possa nuocere alla stabilità. In casi recenti banche quotate hanno variato per importi significativi la valutazione di poste di bilancio; in un caso il mercato ha reagito negativamente imprimendo al prezzo impulsi divergenti rispetto all'andamento dell'indice generale.

### ***Il mercato e il fisco***

La struttura di ogni sistema finanziario e la convenienza relativa dei diversi canali di finanziamento sono influenzate in modo determinante dal sistema tributario. In Italia questo è stato tradizionalmente sfavorevole alla borsa e al capitale di rischio.

Nel 1997, il Governo ha attuato un'ampia riforma, con innovazioni che sono destinate ad avere un effetto sui mercati finanziari: il riordino del regime sostitutivo di tassazione dei redditi da attività finanziarie; un nuovo sistema di imposizione sui redditi d'impresa denominato *Dual Income Tax* (Dit); la riforma della tassazione dei contratti di borsa.

Il riordino della tassazione dei redditi da capitale, attraverso la riduzione del numero delle aliquote e il regime speciale per il risparmio gestito, consegue due obiettivi, entrambi auspicati: la semplificazione e la canalizzazione del risparmio verso gli investitori professionali. Inoltre, il nuovo regime sulle plusvalenze derivanti da cessione di aziende aumenta i rendimenti netti di imposta sugli smobilizzi di partecipazioni rilevanti.

L'evasione fiscale è ancor oggi la principale remora all'ingresso in borsa. In molte imprese, il timore della necessaria trasparenza è la ragione ultima che trattiene dal quotarsi; così esso frena la crescita, induce a trascurare occasioni di sviluppo che la quotazione consentirebbe, distoglie da grandi progetti irrealizzabili senza l'apertura al mercato.

Per decenni, l'aliquota elevata sui profitti d'impresa ha alimentato un circolo vizioso tra pressione fiscale ed evasione, contribuendo a tenere le imprese lontane dalla borsa. Nei paesi dove le aliquote sono relativamente basse, i mercati finanziari sono più sviluppati e l'evasione fiscale più contenuta. Con la recente riforma della tassazione del reddito d'impresa (*Dual Income Tax*), l'attuale divario tra l'Italia e il resto dei paesi dell'Unione Europea si riduce nettamente, anche se l'aliquota legale complessiva resta relativamente elevata.

La *Dual Income Tax* contribuisce anche a riequilibrare la tassazione sia tra debito e capitale di rischio sia tra profitti non distribuiti ed emissioni azionarie. Prevede agevolazioni per le società che si quoteranno, con benefici che potranno giungere fino al 7 per cento dell'imponibile per le imprese che si rivolgeranno ai mercati regolamentati. L'incentivo alla quotazione opererà soprattutto nei confronti delle imprese meno capitalizzate.

Una terza innovazione, la riforma della tassazione dei contratti di borsa, è stata indotta dalla nuova normativa europea sull'accesso ai mercati regolamentati. Essa elimina un ostacolo alla competitività delle imprese di investimento italiane. L'esenzione dei soggetti non residenti, operanti ormai anche come intermediari, danneggiava gli operatori nazionali.

Rileviamo, infine, che la nuova imposta regionale sulle attività produttive (Irap) è destinata a esercitare riflessi sul contenuto informativo dei bilanci. Essa prevede infatti l'utilizzo di voci del conto economico civilistico per determinare la base imponibile, portando così a piegare il bilancio alle esigenze dell'amministrazione finanziaria. L'auspicabile avvicinamento tra gli strumenti di determinazione dell'imponibile fiscale e quelli di determinazione del reddito d'esercizio deve incontrare un limite nel fatto che l'informativa per gli azionisti e la rendicontazione per il fisco, ispirati entrambi al principio della trasparenza e del rigore contabile, rispondono tuttavia a obiettivi diversi, difficili da perseguire con uno strumento unico.

### ***Il Testo unico della finanza e la regolamentazione***

L'ordinamento giuridico del sistema finanziario italiano è stato rinnovato con l'emanazione del Testo unico della finanza. Per la Consob vi è un'amplissima coincidenza tra l'area disciplinata dal Testo unico e quella delle proprie competenze. Alla predisposizione del Testo unico la Consob ha dato un rilevante apporto sia con l'elaborazione di una proposta organica, della quale la Commissione consultiva costituita presso il Ministero del tesoro ha tenuto ampiamente conto, sia con l'attiva e costante partecipazione alle deliberazioni di quella stessa Commissione. Sul progetto adottato dal Governo nel dicembre scorso ebbi modo di esprimermi davanti alle competenti Commissioni parlamentari della Camera e del Senato. Un esame del testo definitivo è contenuto in Dati e Analisi. Qui mi limito a una valutazione di sintesi.

Viene finalmente istituita una tutela della trasparenza e della correttezza nel servizio della gestione collettiva del risparmio: seguendo il principio della specializzazione delle Autorità di controllo secondo la finalità, essa è affidata alla Consob, mentre viene confermata alla Banca d'Italia la tutela della stabilità. Viene completato il disegno della privatizzazione dei mercati e delle loro strutture ausiliarie. Vengono riformati e facilitati il regime dell'informazione societaria e quello della sollecitazione del risparmio. Nel governo delle società quotate vengono introdotte disposizioni che lo chiarificano e che nello stesso tempo accrescono la tutela delle minoranze. La legislazione sulle offerte pubbliche di acquisto, uno dei temi più dibattuti nel corso dei lavori, è stata semplificata e adeguata a quelle dei principali paesi europei. E' stato consentito agli emittenti quotati anche su mercati extracomunitari di redigere i bilanci consolidati seguendo principi contabili internazionali.

Nel complesso il quadro delle norme viene alleggerito, allineato a quello dei sistemi finanziari più evoluti, reso flessibile da un'ampia delegificazione.

Guardando al Testo unico dal punto di vista della primaria esigenza di sviluppare il nostro mercato, è indubbio che esso fa compiere all'ordinamento significativi progressi. E il giudizio largamente positivo resta nonostante alcuni limiti, che non possono esser taciuti.

In parte essi sono conseguenza dell'aver legiferato sulla base di una delega riferita alle sole società quotate. Non sarebbe stato consigliabile, con quel riferimento vincolante, apportare innovazioni più incisive al regime giuridico delle sole società quotate, perché ciò avrebbe ampliato il divario rispetto alle non quotate e rischiato di tradursi in un disincentivo alla quotazione. E neppure sarebbe stato possibile, sempre per la formulazione della delega, rivedere in maniera completa il sistema delle sanzioni. Su tali aspetti si dovrà però tornare, auspicabilmente con un intervento normativo che ridisegni l'intera disciplina delle società di capitali; e in quella sede sarebbe opportuno porre mano a questioni sulle quali ora non si è potuto intervenire, quali la struttura del consiglio di amministrazione, una più organica disciplina dei gruppi, una migliore graduazione delle sanzioni.

Soprattutto, pare necessario ripensare la stessa distinzione giuridica che oggi esiste tra i tipi di società, in modo da renderla più aderente alle differenti tipologie economiche, disegnando statuti societari diversi a seconda che i canali di finanziamento dell'impresa siano più o meno aperti al mercato.

Altri limiti discendono da alcune scelte che non sembrano in linea con i principi ispiratori dell'intero Testo unico e della delega che ne è all'origine. Conviene qui soffermarsi su due punti: la revisione contabile e l'obbligo di prospetto. Di un terzo, l'abuso di informazioni privilegiate, dirò tra breve.

In materia di revisione contabile il Testo unico sopprime il controllo preventivo della Consob sul conferimento assembleare dell'incarico di revisione e perciò la possibilità di revocare l'incarico per ragioni di inidoneità tecnica. Istruttorie volte a verificare la capacità tecnico-organizzativa del revisore o l'eventuale esistenza di incompatibilità potranno essere condotte solo in modo occasionale, nell'esercizio dei poteri ordinari di vigilanza.

In materia di trasparenza il Testo unico esenta da ogni obbligo di prospetto, anche semplificato, le obbligazioni bancarie e le polizze assicurative a contenuto finanziario. L'esigenza di norme siffatte si poneva in primo luogo per le obbligazioni bancarie, dove i controlli di trasparenza sono pressoché assenti; ma anche per i prodotti assicurativi a contenuto finanziario, dove gli obblighi oggi previsti non sono omogenei rispetto a prodotti simili. In entrambi i casi si è trascurato il fatto che l'obiettivo della stabilità affidato alle Autorità di settore può confliggere,

e spesso confligge, con quello della trasparenza verso l'investitore. L'aver ottenuto un'esenzione da obblighi d'informativa agli investitori conferisce l'illusione di un vantaggio; ma con il progredire della cultura del mercato potrebbe risolversi in un danno di credibilità.

All'approvazione del Testo unico seguirà un'ampia produzione di regolamenti da parte della Consob. Il Testo unico rimette infatti al potere regolamentare di questa molte materie sinora disciplinate dalla legge. Voci, anche autorevoli, hanno parlato di eccesso di regolamentazione. Per fare chiarezza occorre ben comprendere la natura della questione, i suoi aspetti tecnico-economici, comparatistici, istituzionali.

In tutti i paesi il campo dei vincoli a cui sono soggetti i comportamenti del mercato si divide in almeno quattro categorie: le norme primarie, europee e nazionali; i regolamenti pubblici; i codici di autoregolamentazione; l'autodisciplina del singolo soggetto, spesso codificata negli statuti o anche solo nelle buone abitudini di mercato. Le linee di confine tra queste categorie si modificano nel tempo e secondo i luoghi, in funzione delle condizioni iniziali. Nel Regno Unito, ad esempio, il legislatore sta riconducendo nell'area della regolamentazione pubblica gran parte delle materie finora lasciate, con risultati giudicati oggi inefficaci, all'autoregolamentazione.

In Italia il legislatore si è mosso in senso inverso e ha ampliato gli spazi della regolamentazione e dell'autoregolamentazione: sia perché, diversamente da quella creditizia, la vigente legislazione primaria del settore mobiliare era sovraccarica, perciò rigida e inadatta alla competizione tra norme che oggi caratterizza tutti i mercati; sia perché spingere la disciplina verso le fasce basse della scala dei vincoli significa accrescere la libertà del sistema economico.

Nel seguire questo indirizzo è stato disegnato un ordinamento nel quale la Consob non ha poteri di regolamentazione più estesi di quelli delle consorelle di altri paesi. Anzi, in alcune materie importanti - come l'Opa e l'*insider trading* - essi sono meno ampi; in altre, la loro estensione dipenderà dall'uso che la Consob farà della facoltà di delegare funzioni all'autoregolamentazione.

La Consob, come già illustrato al Parlamento, è consapevole che nell'emanare la regolamentazione non coglierebbe il senso della riforma se alla delegificazione non facesse seguire una deregolamentazione: testi snelli, concepiti come regole di principio più che di minuziosa precettistica; delega al mercato, alle associazioni e ai singoli soggetti di funzioni che possono essere da essi efficacemente svolte.

Il Testo unico verrà reso operativo, attraverso l'emanazione dei regolamenti necessari, dal primo luglio prossimo, giorno della sua entrata in vigore. Ove possibile, le tecniche operative per conformarsi alle regole saranno lasciate a scelte di categoria o di impresa; saranno ampliati gli spazi nei quali la Consob farà appello alla autoregolamentazione e all'autodisciplina. Agli operatori e alle

loro associazioni, che verranno consultati su bozze di regolamenti, chiediamo un apporto di esperienza e consiglio.

### ***Il fondamento della fiducia***

A differenza dei beni e dei servizi, tutti gli strumenti finanziari sono, in ultima analisi, promesse. Per questa ragione la fiducia è il fondamento stesso di ogni sistema finanziario, è ciò che ne determina la solidità. Non vi sono clausole contrattuali, per quanto minuziose, né vincoli regolamentari, per quanto severi, che possano sostituire la fiducia tra gli operatori e soprattutto fra questi e i risparmiatori.

Se correttezza e trasparenza del comportamento non divengono uso e costume di una piazza finanziaria, delle imprese e delle persone che vi operano, quella piazza è destinata a decadere o a divenire luogo di attrazione di cattivi soggetti. Se il principio della fiducia non riceve sostegno dal mondo degli operatori finanziari e se chi lo tradisce non è colpito dalla sanzione della disistima da parte del suo stesso ambiente, il sistema dei controlli pubblici viene caricato di un compito impervio. Non c'è apparato regolamentare, ispettivo, sanzionatorio che possa rimpiazzare il controllo sociale dei comportamenti: così come non c'è medicina che sia efficace in assenza di anticorpi.

Non si conforma al principio della fiducia la banca che consiglia al risparmiatore un titolo di cui essa ha interesse a disfarsi; né quella che acquista dai clienti di cui gestisce il risparmio titoli che sa destinati ad apprezzarsi. Non vi si conforma la società che fa appello al mercato celandogli qualche imminente perdita di bilancio; né l'amministratore che lucra guadagni su una informazione ancora non rivelata al pubblico. Non vi si conforma l'azionista di controllo che si rivolge agli azionisti di minoranza senza renderli edotti di una sua intenzione di ristrutturare il gruppo.

Il mercato finanziario italiano è ancora lontano dalla condizione nella quale la perdita della reputazione ha una funzione deterrente piena. In alcuni casi, il conseguimento di guadagni ingenti attraverso pratiche illecite o scorrette è stato forse giudicato normale, o perfino invidiato. E' stata eccessiva la rassegnata tolleranza verso comportamenti non corretti, di piccola entità se presi singolarmente, ma assai rilevanti nel loro insieme.

Da impervio il controllo pubblico diviene pressoché impossibile se le norme sono povere di effettività. Ciò può essere conseguenza di pene irrisorie rispetto all'infrazione, di una probabilità troppo bassa di incorrere nella sanzione, di un ritardo della sanzione rispetto al fatto. Visti in questa prospettiva, gli assetti normativi del mercato finanziario italiano sono stati per lungo tempo poco efficaci. Solo ora si delinea una positiva trasformazione, anche se i punti di debolezza non sono stati

eliminati. Due momenti di questa trasformazione normativa - l'uno positivo, l'altro negativo - sono meritevoli di attenzione.

Il primo riguarda la tutela del risparmio gestito in forma collettiva. Si tratta di un servizio del quale l'utente non percepisce facilmente i costi e la qualità. In esso hanno grande rilevanza non solo completezza, veridicità e intellegibilità dell'informazione, ma anche regole di comportamento che sollecitino il gestore a operare nell'esclusivo interesse dell'investitore. La sanzione nei confronti di gestori che arrecano danno agli investitori è stata rafforzata con l'introduzione, nel decreto legislativo 415, del reato di gestione infedele.

Il secondo momento riguarda l'abuso di informazioni privilegiate (*insider trading*) e la manipolazione dei prezzi. Qui, purtroppo, il Testo unico è un'occasione mancata. Non ha rafforzato il sistema vigente, forse lo ha indebolito.

Le evidenze raccolte indicano che l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione sono mali diffusi. Nel 1997 la Consob ha più che raddoppiato, da 21 a 52, il numero delle istruttorie concluse; in 19 casi (9 nel 1996) ha inviato una relazione motivata all'Autorità Giudiziaria; l'attività di indagine ha portato ad acquisire dati e notizie nei confronti di 328 soggetti.

L'efficacia della lotta all'*insider trading* riposa ovunque sulla capacità deterrente delle norme, quindi sulla rapidità ed esemplarità della loro applicazione. Il principio è affermato anche nella direttiva europea che richiede agli Stati membri di predisporre sanzioni sufficientemente dissuasive, lasciandoli liberi di applicare disposizioni più severe o supplementari, purché di portata generale.

La Consob, in sede di redazione del Testo unico, auspicava l'introduzione di sanzioni amministrative pecuniarie fortemente dissuasive e rapidamente applicabili a chi, in possesso di informazioni privilegiate, non si fosse astenuto dall'operare. Per evitare sovrapposizioni, la fattispecie di rilevanza penale avrebbe potuto essere connotata dal conseguimento di un vantaggio patrimoniale dall'operazione.

Il Testo unico non ha creato un efficace sistema sanzionatorio e i poteri di indagine attribuiti alla Consob sono stati sì estesi, ma restano privi di efficacia coercitiva, sicché il loro effettivo esercizio dipenderà dalla buona volontà degli indagati. Gli strumenti di lotta rimangono così meno penetranti di quelli delle Autorità dei principali paesi. Ciò ritarda la cooperazione internazionale e non giova alla reputazione della Piazza finanziaria italiana. La Consob farà ogni sforzo per trarre il massimo dalla legislazione vigente. Ma sulla materia dell'*insider trading* il legislatore italiano dovrà ritornare.

### ***La cooperazione internazionale***

Adoperarsi per lo sviluppo della Piazza finanziaria italiana non significa chiudersi al mondo, né restringere i canali della cooperazione internazionale. Al contrario, significa inserirsi maggiormente nel sistema finanziario globale in entrambe le sue componenti: quella degli operatori e dei mercati e quella delle Autorità pubbliche e dei controlli.

L'Europa muove rapidamente verso un mercato finanziario più integrato, unificato dall'Euro, organizzato in pochi centri tra loro collegati e diversamente specializzati. Mentre in materia bancaria la legislazione europea ha ricreato, per l'intero continente, lo stesso tipo di ordinamento che tradizionalmente vige entro gli Stati, nel settore dei valori mobiliari questa completezza non è stata raggiunta, anche perché è tecnicamente più difficile da conseguire. Le norme europee parlano di mercati regolamentati, ma non danno di questi una utile definizione, né indirizzi per la loro disciplina. Esse attribuiscono la tutela della correttezza al paese ospitante nel caso di servizi finanziari offerti a distanza, ma non specificano con chiarezza le circostanze nelle quali questa disposizione va applicata. Impongono la tutela dell'investitore, ma indicano principi tanto generali da lasciare uno spazio eccessivo alla pur auspicabile competizione fra le regole. Il risultato è un duplice pericolo: insufficiente tutela del risparmiatore e uso protezionistico degli spazi liberi.

In queste circostanze è urgente che la cooperazione europea si rafforzi, sia con l'utilizzo della capacità legislativa di cui l'Unione dispone, sia con lo strumento informale della cooperazione tra Autorità di controllo del mercato.

Quando, nel campo dei servizi d'investimento, la domanda e l'offerta, cioè il risparmiatore e l'intermediario, appartengono a paesi diversi l'investitore è tutelato dalle regole dell'uno o dell'altro secondo che l'incontro con l'intermediario sia avvenuto nell'uno o nell'altro paese: oggi che i sistemi di comunicazione sono divenuti raffinati e diffusi, la distinzione si è fatta pressoché impossibile. Se allora vi è tra i due paesi una diversità significativa di regole, di comportamenti delle Autorità di controllo, di tradizioni e metodi del sistema giudiziario la tutela dell'investitore si fa incerta e dunque più debole.

Noi riteniamo che sarebbe grave errore dare vita a un sistema nel quale l'Autorità di controllo è lontana, per ragioni geografiche, di lingua, di metodi operativi dalla parte più debole della transazione, che è appunto l'investitore. Ma comprendiamo anche come l'Autorità geograficamente vicina all'intermediario sia indispensabile per un efficace controllo.

Da questa difficoltà si potrà allora uscire solo con una strategia fondata su due obiettivi: in primo luogo, un grado più elevato di armonizzazione delle regole di trasparenza e di correttezza; in secondo luogo, un'organica cooperazione tra l'Autorità del paese dell'investitore e di quello dell'intermediario. Questa posizione è largamente condivisa dai paesi dell'Europa continentale.



Trova incerta la Commissione di Bruxelles. E' interesse dell'Italia che sia sostenuta con vigore in tutte le sedi negoziali.

La recente istituzione del Fesco (Forum of European Securities Commissions) quale organo formale di cooperazione tra le Autorità di controllo nel settore dei valori mobiliari crea le premesse per il necessario sviluppo della cooperazione. L'Europa dell'Euro e della Banca centrale europea non si è dotata, per ora, di istituzioni proprie nei campi della vigilanza sui settori bancario, mobiliare, assicurativo. E' una lacuna che dovrà essere colmata nei fatti, se non lo sarà negli ordinamenti. Il Fesco costituisce l'embrione di una Autorità europea di controllo del settore mobiliare. La Consob ha contribuito alla sua creazione e si adopererà attivamente per il suo sviluppo.

La cooperazione internazionale tra Autorità di vigilanza sui mercati e sugli intermediari dei valori mobiliari si svolge nell'ambito della Iosco (International Organization of Securities Commissions) e la Consob vi partecipa attivamente. L'Organizzazione concentra i suoi sforzi sulla definizione di *standard* minimi per la cooperazione e di regole comuni per i mercati e i servizi di investimento. Lo sforzo della Iosco è incentrato altresì sull'armonizzazione dei principi contabili per i bilanci consolidati degli emittenti multinazionali e sulla definizione di schemi uniformi di informazione al mercato.

La crescente importanza assunta dalle transazioni transfrontaliere rende indispensabile l'assistenza reciproca tra Autorità di controllo anche geograficamente molto lontane. La Iosco è riuscita ad assicurarsi la partecipazione di tali Autorità; negli anni a venire dovrà anche darsi una struttura capace di garantirle il necessario ruolo di guida nella formulazione di regole internazionalmente riconosciute per le Autorità di vigilanza, gli intermediari e gli operatori.

\* \* \*

Signor Ministro, Autorità, Signore e Signori,

nel breve arco di dodici mesi i mercati sono divenuti imprese private; la capitalizzazione di borsa è quasi raddoppiata; lo Stato ha dimezzato la propria domanda di risparmio; la legislazione del mercato mobiliare è stata riscritta.

L'intero sistema economico italiano è in una fase di mutazione: il peso del debito pubblico da tre anni va calando; la produzione pubblica di beni e servizi si è fortemente ridotta; lo Stato

quale erogatore di risorse finanziarie ha lasciato spazio ai mercati; la concorrenza sta progressivamente divenendo la misura di comportamenti pubblici e privati.

Un sistema di mercato dove il potere economico è diffuso richiede un governo dell'economia a sua volta articolato, flessibile, bilanciato nella distribuzione dei poteri.

In questo disegno trovano spazio le istituzioni che oggi vanno sotto il nome di Autorità indipendenti, di cui la Consob è antesignana. A istituzioni siffatte la legge affida funzioni fortemente tecniche di regolazione e controllo, con margini di discrezionalità riferiti a fini definiti, tra i quali hanno preminenza, nella sfera economica, la tutela del risparmio e della concorrenza.

L'indipendenza è necessaria affinché l'interesse pubblico sia perseguito senza interferenze di interessi particolari, siano essi politici o economici. Essa si realizza per mezzo di accorgimenti istituzionali quali la collegialità delle decisioni, le procedure di nomina, la durata predeterminata e sufficientemente lunga del mandato. Trova il proprio complemento nel dovere di rendere conto del proprio operato e dei propri intendimenti alle istituzioni dello Stato ma anche, come oggi abbiamo inteso fare, allo stesso mercato.

L'esigenza di rafforzare il mercato finanziario italiano, tema ricorrente delle considerazioni di oggi, è resa più pressante da una duplice circostanza: il prossimo passaggio dalla Lira all'Euro, che apre prospettive di stabilità e di sviluppo ma accresce il rischio della delocalizzazione; il momento della borsa, che può essere occasione di un suo sviluppo ma che contiene il rischio di un'euforia effimera.

La Consob è consapevole dell'importanza della sfida che si svolge oggi e nel prossimo futuro. Sa di potere contribuire a un esito positivo solo per una parte, ma questa parte cerca di svolgerla in modo pieno e determinato. Sa che il suo impegno non potrà supplire alle decisioni imprenditoriali dei privati.

Perché la sua azione possa divenire più efficace, la Consob auspica una revisione del proprio statuto di Autorità di controllo, che, in materie istituzionali e di bilancio, allinei le norme del 1974 al modello di Autorità indipendente che si è venuto definendo da allora. Essa si augura anche che per lo sviluppo della Piazza finanziaria italiana venga al più presto istituita una sede di coordinamento degli sforzi che il Governo, la città di Milano, le società-mercato, le imprese, gli intermediari, altri soggetti, la stessa Consob dovranno compiere.

Nell'esercizio delle sue funzioni, la Commissione si propone di conseguire due risultati nei prossimi mesi: la messa in opera del Testo unico della finanza dal primo luglio prossimo, con la predisposizione dei necessari regolamenti; la standardizzazione e ogni possibile riduzione dei tempi di disbrigo delle pratiche. La Consob intende informare ambo le attività previste dalla legge - i controlli e la regolamentazione - al principio di una vigilanza rigorosa e amica del mercato.

Dare all'Italia un mercato finanziario che promuova la crescita economica e che sia all'altezza della posizione del paese nel sistema economico internazionale è un risultato a portata di mano. Il coglierlo dipende dall'impegno di noi tutti.



# **PARTE SECONDA**



*DATI E ANALISI  
SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB  
E SULL'EVOLUZIONE  
DEL QUADRO DI RIFERIMENTO*

*Questa parte del volume raccoglie dati e analisi sull'attività svolta dalla Consob e sull'evoluzione del quadro di riferimento. Tale sezione costituisce il supporto alla relazione presentata al Ministro del tesoro, ai sensi di quanto disposto dall'art. 1/1, comma 13, della legge 7 giugno 1974, n. 216, e al discorso del Presidente della Consob nell'incontro con il mercato tenutosi il 7 aprile 1998.*



## I. LE SOCIETÀ QUOTATE E LA SOLLECITAZIONE DEL RISPARMIO

### *La proprietà e il controllo nelle società quotate*

Nel 1997 sono state comunicate 4.854 operazioni di acquisizione o di variazione di partecipazioni rilevanti, di cui 1.085 relative a partecipazioni detenute in società quotate e 3.769 relative a partecipazioni di società quotate in non quotate (Tav. al.1).

*L'entrata in vigore, il 1° gennaio 1997, delle nuove modalità di comunicazione delle partecipazioni rilevanti ha consentito una sensibile riduzione degli oneri di comunicazione per i soggetti dichiaranti: il numero di dichiarazioni, grazie ai nuovi criteri di razionalizzazione e semplificazione adottati, si è ridotto infatti del 16 per cento. Con il nuovo sistema di dichiarazione è stato inoltre reso possibile effettuare le comunicazioni su supporto informatico.*

Considerando le sole società quotate al mercato ufficiale ed escludendo le operazioni dichiarate da più soggetti appartenenti alla stessa catena di controllo, nel 1997 le operazioni di acquisizione o di variazione di partecipazioni rilevanti nel capitale delle società quotate sono state 871. Nel corso dell'anno si è riscontrata una sostanziale equivalenza tra le "uscite" e le "entrate" nell'azionariato delle società quotate: le operazioni che hanno comportato il superamento della soglia del 2 per cento sono state pari a poco meno del 25 per cento del totale delle operazioni, e la stessa percentuale è riferibile a quelle relative alla discesa al di sotto di tale limite. Le restanti operazioni, pari al 49 per cento del totale, hanno riguardato variazioni rilevanti (superiori all'1 per cento) di partecipazioni già dichiarate. Circa il 90 per cento delle società quotate ha avuto nel corso del 1997 almeno una variazione rilevante nel proprio azionariato, con una media di 5 variazioni per società.

*Oltre l'80 per cento delle operazioni ha riguardato partecipazioni di minoranza. Nel 3 per cento dei casi si è trattato di acquisizione o cessione del controllo e, nel restante 17 per cento, di variazioni di partecipazioni di controllo.*

*Il maggior numero di comunicazioni, pari al 26 per cento del totale, è stato effettuato da 53 investitori istituzionali (che comprendono i fondi comuni e gli asset manager), con una media di più di 4 comunicazioni a testa. Seguono le banche e le società di capitali, entrambe le tipologie con circa il 21 per cento delle comunicazioni ciascuna, e le persone fisiche, con il 16 per cento delle comunicazioni. Significativa è l'attività degli azionisti di nazionalità estera, che nel 1997 hanno rappresentato oltre un quarto dei 320 soggetti dichiaranti e hanno effettuato circa il 30 per cento del totale delle operazioni. Particolarmente rilevante è l'attività degli investitori istituzionali, che hanno effettuato circa l'80 per cento delle operazioni compiute da soggetti esteri.*

Alla fine del 1997, le partecipazioni rilevanti (superiori al 2 per cento del capitale votante) nelle società quotate erano 819 (contro le 768 del 1996), relative a 205 società quotate (208 nel 1996), con una media di circa 4 partecipazioni per società. Per 47 società si riscontra un solo

azionista rilevante (come nel 1996), mentre è aumentata considerevolmente la percentuale di società con più di 5 azionisti rilevanti (il 24 per cento delle società nel 1997 rispetto al 19 per cento del 1996). L'aumento del numero di partecipazioni rilevanti si è accompagnato a una maggiore diffusione della proprietà facente capo ad azionisti con più del 2 per cento del capitale con diritto di voto. È diminuito il peso delle partecipazioni superiori al 50 per cento, passate dal 17 per cento al 15 per cento del totale. Per quanto riguarda le partecipazioni intermedie, a fronte di una riduzione delle quote comprese tra il 5 e il 20 per cento, passate dal 30 per cento al 26 per cento del totale, sono rimaste stabili quelle comprese tra il 20 e il 50 per cento.

TAV. I.1

**STRUTTURA PROPRIETARIA DELLE SOCIETÀ QUOTATE**

(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE - VALORI IN PERCENTUALE)

	1996		1997	
	NUMERO	PESO <sup>1</sup>	NUMERO	PESO <sup>1</sup>
<i>MODELLI DI CONTROLLO</i>				
SOCIETÀ CONTROLLATE DI DIRITTO	130	66,8	122	49,1
SOCIETÀ CONTROLLATE DI FATTO	26	12,2	28	12,9
SOCIETÀ CONTROLLATE DA PATTO	26	4,8	27	6,3
SOCIETÀ NON CONTROLLATE	26	16,3	28	31,7
<i>TOTALE</i>	<i>208</i>	<i>100</i>	<i>205</i>	<i>100</i>
<i>CONCENTRAZIONE</i>				
QUOTA DETENUTA DAL PRIMO AZIONISTA	—	50,4	—	38,7
QUOTA DETENUTA DAI PRIMI TRE AZIONISTI	—	59,6	—	44,8
QUOTA DEL MERCATO	—	38,9	—	52,9

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> In percentuale sulla capitalizzazione totale di borsa.

Alla maggiore dispersione delle quote detenute da azionisti rilevanti si accompagna una ancora più accentuata riduzione della concentrazione proprietaria complessiva delle società quotate. La quota media detenuta dal primo azionista (Tav. I.1) si è ridotta dal 50,4 per cento al 38,7 per cento tra il 1996 e il 1997. Anche la somma delle quote dei primi tre azionisti è diminuita dal 59,6 al 45 per cento circa. La quota del mercato (definita come complemento a 100 della somma di tutte le quote superiori al 2 per cento, ponderata per le rispettive capitalizzazioni) è aumentata rispetto

al 1996 dal 39 al 53 per cento. Questo dato segnala che oltre la metà della capitalizzazione di borsa è diffusa sul mercato, mentre negli anni precedenti tale quota oscillava intorno al 40 per cento.

*La diffusione proprietaria realizzata nel 1997 trova conferma nella distribuzione delle società quotate secondo due indicatori di concentrazione proprietaria, la quota del primo azionista e la somma delle quote rilevanti (Tav. I.2). Mentre nel 1996 le società il cui principale azionista possedeva più del 50 per cento del capitale con diritto di voto erano 130, con un peso del 67 per cento circa sulla capitalizzazione di borsa, nel 1997 il numero di tali società si riduce a 120, con un peso del 48 per cento. Parallelamente, è aumentato il numero di società per le quali la quota del primo azionista è inferiore al 10 per cento (14 contro le 9 del 1996) e il loro peso sulla capitalizzazione complessiva (passato dal 7 per cento al 20 per cento circa). Il numero di società per le quali la quota presente sul mercato è inferiore alla metà del capitale con diritto di voto è lievemente diminuito tra il 1996 e il 1997, mentre si è notevolmente ridotto il loro peso in termini di capitalizzazione, passato dal 74 per cento al 59 per cento.*

TAV. I.2

**DISTRIBUZIONE DELLE SOCIETÀ QUOTATE SECONDO  
DUE INDICI DI CONCENTRAZIONE PROPRIETARIA**

(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 1997)

PERCENTUALE DEL CAPITALE VOTANTE	QUOTA DEL PRIMO AZIONISTA				SOMMA DELLE QUOTE RILEVANTI <sup>1</sup>			
	1996		1997		1996		1997	
	SOCIETÀ	PESO <sup>2</sup>	SOCIETÀ	PESO <sup>2</sup>	SOCIETÀ	PESO <sup>2</sup>	SOCIETÀ	PESO <sup>2</sup>
2 - 5	5	3,2	8	6,1	2	0,6	2	0,4
5 - 10	4	3,3	6	14,4	1	1,0	2	0,8
10 - 20	17	8,5	13	8,1	3	2,1	5	15,4
20 - 33	23	8,7	30	13,7	6	15,2	6	14,3
33 - 50	29	9,4	28	9,6	12	6,9	17	10,0
> 50	130	66,8	120	48,1	184	74,3	173	59,0
<i>TOTALE</i>	<i>208</i>	<i>100,0</i>	<i>205</i>	<i>100,0</i>	<i>208</i>	<i>100,0</i>	<i>205</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> Superiori al 2 per cento del capitale votante. <sup>2</sup> In percentuale sulla capitalizzazione totale di borsa.

Sostanzialmente stabili sono il numero e il peso sia delle società controllate di fatto che di quelle controllate da un patto di sindacato. È aumentato considerevolmente invece il peso delle società non controllate (per le quali ai sensi della legge Opa non è stato individuato alcun azionista

o gruppo di azionisti legati da un patto di sindacato in grado di controllare la società), passato dal 16 al 32 per cento circa.

Le cause delle trasformazioni intervenute nel corso del 1997 appaiono evidenti dall'esame della struttura di controllo delle società quotate per tipologia "istituzionale" degli azionisti. Il principale mutamento riguarda infatti la riduzione del ruolo dello Stato quale soggetto controllante, in seguito alle operazioni di privatizzazione realizzate nel 1997. La riduzione del peso delle società controllate è attribuibile infatti quasi esclusivamente alla perdita del controllo da parte dello Stato su due società (Telecom e di conseguenza Tim) che ha portato la quota di capitalizzazione controllata dallo Stato dal 45 per cento del 1996 al 17 per cento del 1997 (Tav. aI.2). Sostanzialmente stabile appare invece la distribuzione delle società tra le altre tipologie di soggetti controllanti.

La maggiore dispersione della struttura dell'azionariato delle società quotate non ha mutato significativamente il grado di partecipazione alle assemblee societarie da parte degli azionisti di minoranza. Per le società che compongono il Mib30, ha partecipato all'assemblea ordinaria per l'approvazione del bilancio dell'esercizio 1996 circa lo 0,3 per cento degli azionisti iscritti al libro soci (contro lo 0,25 rilevato nel 1996), mentre la quota media del capitale ordinario rappresentato in assemblea e non riconducibile ai primi 3 azionisti era pari al 7 per cento circa (contro l'8 del 1996; si veda la Tav. aI.3).

La riduzione della concentrazione proprietaria e del ruolo dello Stato nelle società quotate ha determinato, tuttavia, un notevole cambiamento rispetto al modello proprietario che ha caratterizzato tradizionalmente la borsa italiana. Considerando le partecipazioni superiori al 2 per cento del capitale votante, l'incidenza delle partecipazioni detenute direttamente o indirettamente dallo Stato si è ridotta, tra il 1996 e il 1997, dal 32 per cento al 12 per cento della capitalizzazione del capitale votante (Tav. I.3).

*La redistribuzione della proprietà dello Stato è avvenuta soprattutto attraverso un ampliamento della quota diffusa sul mercato, che è aumentata di circa 15 punti percentuali, e di quella detenuta da società di capitali, il cui peso è passato dall'8 al 14 per cento. Risulta in lieve aumento rispetto all'anno precedente la quota della capitalizzazione di borsa detenuta dalle istituzioni finanziarie (banche e assicurazioni), passata dal 6,2 al 7,3 per cento e dai soggetti esteri, in prevalenza investitori istituzionali (passata dal 4,5 al 5 per cento). Si è ridotta invece la quota delle persone fisiche che, in quanto azionisti rilevanti, detengono poco meno del 5 per cento della capitalizzazione, nonché quella delle fondazioni, prevalentemente di natura bancaria. Marginale è, invece, il peso degli investitori istituzionali italiani, che detengono soltanto 50 partecipazioni superiori al 2 per cento. Se si considerano anche le partecipazioni inferiori al 2 per cento, i fondi comuni italiani detenevano a fine 1997 una quota di circa il 7 per cento della capitalizzazione di borsa.*

La riduzione della concentrazione proprietaria e la progressiva uscita dello Stato dal capitale delle società quotate è stata accompagnata nel corso del 1997 dalla crescita del ruolo dei patti di

sindacato. La diffusione di accordi parasociali tra azionisti segnala una progressiva evoluzione dei modelli di controllo delle società quotate verso meccanismi coalizionali.

Alla fine del 1997, i patti di sindacato su società quotate in borsa o negoziate nel mercato ristretto erano 81, rispetto ai 63 in vigore alla fine del 1996. Considerando le sole società quotate sul mercato ufficiale, e considerando soltanto i patti che possono avere influenza sugli assetti di controllo, il numero dei patti a fine 1997 si riduce a 70, con un peso pari al 52 per cento (30 per cento nel 1994) della capitalizzazione di borsa.

TAV. I.3

PARTECIPAZIONI RILEVANTI NELLE SOCIETÀ QUOTATE<sup>1</sup>

SOGGETTO DICHIARANTE	1996		1997	
	NUMERO	PESO <sup>2</sup>	NUMERO	PESO <sup>2</sup>
ASSICURAZIONI	13	1,9	22	2,2
BANCHE	89	4,3	79	5,1
FONDAZIONI	53	3,8	42	3,1
SOGGETTI ESTERI	122	4,5	166	5,0
INVESTITORI ISTITUZIONALI	59	0,8	50	0,1
PERSONE FISICHE	243	5,5	266	4,8
SOCIETÀ DI CAPITALI	155	8,2	150	14,4
STATO	34	32,5	44	12,1
<i>TOTALE</i>	<i>768</i>	<i>61,5</i>	<i>819</i>	<i>46,8</i>

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> Partecipazioni superiori al 2 per cento del capitale votante. <sup>2</sup> Rapporto tra valore delle partecipazioni e capitalizzazione totale di borsa. Valori in percentuale.

*In particolare, è rilevante la presenza di patti di sindacato nelle società di nuova quotazione, dove essi assumono prevalentemente la funzione di creare delle coalizioni di tipo familiare, e nelle società privatizzate tramite offerta pubblica, dove gli accordi parasociali sono finalizzati alla creazione di un nucleo di azionisti stabili. Per quanto riguarda la prima tipologia di società, i patti di sindacato sono presenti in oltre la metà delle società ammesse a quotazione nel periodo 1995-97 (22 società), mentre per le società quotate prima del 1995 i patti di sindacato sono presenti in circa un quarto dei casi. Per quanto riguarda, invece, le società privatizzate, le operazioni realizzate nel 1997 hanno visto la creazione di patti di sindacato cosiddetti "stellari" su Telecom, Banca di Roma e Istituto Bancario San Paolo di Torino.*

*A fine 1997, il valore delle quote sindacate è pari a circa il 15 per cento della capitalizzazione di borsa. Dei 70 patti "influenti" in vigore alla fine del 1997, 30 sono stati considerati rilevanti ai sensi dell'art.*

10, comma 3, della legge 149/92, rappresentando la cosiddetta soglia rilevante per la configurazione dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto (Tav. I.4). Le società interessate da tali patti rappresentano circa il 7 per cento della capitalizzazione di borsa. Per tre società, i patti conferiscono a un azionista il controllo della società e rappresentano quindi uno strumento coalizionale di rafforzamento di una posizione di controllo individuale, mentre nelle altre 27 società si tratta di coalizioni pure, volte a dare uniformità di indirizzo alla società, senza la prevalenza di un singolo aderente. Per le due tipologie la quota media sindacata è pari, rispettivamente, al 47 e al 53 per cento del capitale ordinario.

TAV. I.4

**PATTI DI SINDACATO SU SOCIETÀ QUOTATE**

(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 1997)

TIPO PATTO	NUMERO	CAPITALE SOCIALE SINDACATO <sup>1</sup>	CAPITALE SOCIALE SINDACATO <sup>2</sup>	CAPITALIZZAZIONE DELLE SOCIETÀ OGGETTO DEL PATTO <sup>2</sup>
RILEVANTE AI FINI DELLA NORMATIVA OPA				
- A	27	53,2	3,6	6,3
- B	3	46,8	0,3	0,5
NON RILEVANTE AI FINE DELLA NORMATIVA OPA				
	40	49,0	11,0	45,0
<i>TOTALE</i>	<i>70</i>	<i>50,5</i>	<i>14,8</i>	<i>51,9</i>

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. Legenda: A=patti volti a dare unicità di indirizzo alla gestione sociale; B=patti che conferiscono a un azionista il controllo sulla società. <sup>1</sup> Percentuale sul totale del capitale ordinario. Valori medi. <sup>2</sup> Percentuale sulla capitalizzazione di borsa.

Per 40 patti, invece, la Consob non ha riscontrato la rilevanza per l'individuazione della soglia Opa, in virtù del fatto che nelle società sulle cui azioni vigeva l'accordo era già presente un azionista di controllo, ovvero in considerazione della limitazione dell'accordo a clausole di blocco, e, in alcuni casi, di consultazione. Le società interessate da tali patti rappresentano il 45 per cento della capitalizzazione di borsa e la quota media sindacata è pari al 49 per cento del capitale ordinario. Nella maggioranza dei casi il patto prevede una clausola di blocco, che comporta vincoli al trasferimento delle azioni sindacate, al fine di assicurare la stabilità della compagine azionaria. Tali vincoli si esplicano, generalmente, nel divieto di alienazione delle partecipazioni, con obbligo, in caso contrario, di offrire le azioni in prelazione pro-quota agli altri partecipanti.

In particolare, la clausola di blocco è presente in 57 patti, e la quota media sindacata è pari al 47 per cento del capitale ordinario (Tav. aI.5). Complessivamente, il capitale sottoposto a tale clausola è pari al 12 per cento della capitalizzazione di borsa mentre il peso complessivo delle società su cui vige la clausola di blocco è pari al 46 per cento della capitalizzazione di borsa.

Ampiamente diffuse sono, oltre alle clausole di "uniformità di indirizzo" che configurano come si è detto i casi di coalizione pura, le clausole definite di "nomina degli amministratori", che prevedono accordi di voto limitati alla nomina totale (nel qual caso sono ritenuti rilevanti ai fini Opa) o parziale del consiglio di amministrazione o del collegio sindacale della società. Tali clausole sono presenti in 33 accordi e il peso delle società interessate è pari al 16 per cento della capitalizzazione di borsa.

Le clausole di voto, che prevedono un obbligo per i partecipanti a uniformarsi, in sede assembleare, alle decisioni prese anche qualora le medesime non siano state adottate all'unanimità, sono presenti in 17 patti di sindacato, e interessano società la cui capitalizzazione complessiva è pari al 6 per cento di quella del mercato. Infine, le clausole di consultazione, che 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, sono presenti in 9 accordi e il peso delle società interessate è pari all'8 per cento circa della capitalizzazione totale.

### ***I trasferimenti di controllo e le offerte pubbliche di acquisto***

Nel 1997 si è registrata una leggera riduzione del numero di offerte pubbliche di acquisto su società quotate rispetto all'anno precedente (24 rispetto alle 28 del 1996), mentre il loro controvalore complessivo è aumentato da 1.366 a 1.996 miliardi di lire (Tav. I.5). Sono rimasti sostanzialmente stabili il numero e il controvalore delle offerte volontarie volte ad aumentare la quota dell'azionista di controllo e finalizzate al successivo ritiro del titolo dal listino (5 contro le 6 del 1996 e le 4 del 1995).

TAV. I.5

#### **OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO E/O DI SCAMBIO SU TITOLI DI SOCIETÀ QUOTATE**

	1992-1995		1996		1997		1992-1997	
	NUMERO	MILIARDI	NUMERO	MILIARDI	NUMERO	MILIARDI	NUMERO	MILIARDI
VOLONTARIE	12	3.077	6	512	5	753	23	4.342
PREVENTIVE	3	4.821	2	412	3	453	8	5.686
INCREMENTALI	--	--	1	103	1	8	2	111
SUCCESSIVE	24	3.539	9	312	7	729	40	4.580
RESIDUALI	20	104	10	27	8	53	38	184
<i>TOTALE</i>	<i>59</i>	<i>11.541</i>	<i>28</i>	<i>1.366</i>	<i>24</i>	<i>1.996</i>	<i>111</i>	<i>14.903</i>

Fonte: Documenti d'offerta e avvisi della Borsa Italiana Spa.

Nel corso del 1997 sono state realizzate tre offerte d'acquisto preventive per un controvalore di 450 miliardi circa. Di queste tre operazioni soltanto una ha avuto carattere ostile (ma non ha avuto successo), mentre le altre due sono configurabili, nella sostanza, come operazioni concordate di modifica degli assetti di controllo.

*La prima offerta preventiva nel corso dell'anno è stata quella di Airtours-Carnival sulle azioni di Costa Crociere (Tavv. al.8 e al.9). In questo caso l'operazione non ha avuto carattere ostile poiché gli acquirenti avevano precedentemente perfezionato con l'azionista di controllo di Costa Crociere un accordo di acquisto dell'intero pacchetto, condizionato al raggiungimento di un numero di adesioni all'offerta preventiva e tale da consentire il successivo ricorso all'offerta residuale e quindi alla cancellazione del titolo. Si è trattato nei fatti di una cessione concordata del pacchetto di controllo subordinata alla possibilità di ottenere il delisting del titolo.*

*La seconda offerta preventiva realizzata nel 1997 è quella lanciata dall'Amga, società quotata e controllata dal comune di Genova, sul 70 per cento delle azioni ordinarie dell'Acquedotto de Ferrari. Tale offerta era condizionata al raggiungimento del 50 per cento più un'azione del capitale sociale ordinario dell'Acquedotto de Ferrari. Nel corso dell'offerta, tuttavia, i principali azionisti dell'Acquedotto de Ferrari (in particolare, l'azionista di maggioranza relativa, Générale des Eaux, con il 16,6 per cento circa, Pirelli & C. con l'8,2 per cento circa, Rimorchiatori Riuniti con il 15 per cento, e altre persone fisiche) hanno stipulato un patto di sindacato volto a contrastare l'offerta dell'Amga. Si è trattato quindi di una misura di difesa nei confronti di una scalata ostile posta in essere dagli azionisti della società bersaglio, piuttosto che dalla società stessa o dai suoi amministratori, fattispecie non disciplinata dalla legge 149/92. La somma delle quote sindacate nel patto fra gli azionisti preesistenti era pari al 68,8 per cento circa del capitale ordinario dell'Acquedotto de Ferrari, il che ha reso impossibile per l'offerente raccogliere un numero sufficiente di adesioni all'Opa.*

*La terza offerta preventiva è stata quella di Centrobanca sulle azioni ordinarie dell'Italfondario. Anche in questo caso l'operazione non è caratterizzabile come ostile poiché prima dell'offerta Centrobanca era legata all'Istituto Centrale delle Banche Popolari Italiane da un patto di sindacato (la cui quota complessiva era pari al 50,1 per cento del capitale ordinario di Italfondario), volto a dare unicità d'indirizzo alla gestione e quindi rilevante ai fini della normativa Opa. Il patto conteneva una clausola di decadenza nel caso in cui uno dei due aderenti avesse assunto la posizione di unico azionista di controllo. L'offerta preventiva parziale ha consentito quindi a Centrobanca di rilevare pro-quota il pacchetto dell'Istituto Centrale delle Banche Popolari Italiane (che aveva dichiarato la sua disponibilità ad aderire all'Opa) e di arrivare al 51 per cento circa di Italfondario.*

I trasferimenti concordati di pacchetti di controllo seguiti da offerte successive sono stati 7 (contro i 9 del 1996). In tutti i casi il pacchetto trasferito è stato superiore al 50 per cento del capitale con diritto di voto, mentre in due casi il prezzo pagato per il pacchetto di controllo è stato inferiore ai prezzi di mercato. Considerando tutti i trasferimenti di controllo realizzati dall'entrata in vigore della legge 149/92 dove è stato pagato un prezzo superiore a quello di mercato (32 operazioni su 40), il valore medio del premio di controllo risulta pari al 13 per cento circa (Tav. I.6).



Alcune offerte si segnalano sia per gli aspetti procedurali che per le modalità di trasferimento del controllo.

Nel caso dell'Opa successiva totalitaria sulle azioni ordinarie del Credito Bergamasco, l'offerente (Banca Popolare di Verona) ha concesso agli azionisti del Credito Bergamasco l'opzione di ritirare, in alternativa alla cessione delle azioni, un "buono di fedeltà" che dà la facoltà di cedere le azioni a partire dal 31 gennaio 2001 a un prezzo pari a quello d'offerta maggiorato degli interessi (calcolati sul tasso dei Btp triennali incrementato di uno spread) e diminuito dei dividendi percepiti. Tale buono di fedeltà, utilizzato per la prima volta nell'ambito di Opa sul mercato italiano, è assimilabile a un warrant di tipo put. Tuttavia, sebbene richiesto dall'offerente, la Consob non ha consentito la quotazione in borsa del Buono di fedeltà poiché il regolamento 4088/89 e successive modificazioni prevedeva la possibilità di quotare esclusivamente diritti assimilabili ai warrants di tipo call (cioè diritti ad acquistare). L'utilizzo del buono di fedeltà ha comunque permesso di limitare considerevolmente l'impegno finanziario dell'offerente per l'acquisizione del Credito Bergamasco. Alla chiusura dell'Opa, infatti, sono state acquistate circa la metà delle azioni complessivamente richieste e il flottante è rimasto superiore al 20 per cento.

TAV. I.6

**PREMI NELLE CESSIONI DEL CONTROLLO DI SOCIETÀ QUOTATE**

TRASFERIMENTI CHE HANNO DATO LUOGO A OPA SUCCESSIVE  
(ANNI 1992-97)

ENTITÀ DEL CAPITALE SOCIALE TRASFERITO <sup>1</sup>	NUMERO DI CASI ESAMINATI <sup>2</sup>	PREMIO DI CONTROLLO <sup>3</sup>
0,1 - 50	7	19,8
> 50	25	12,0
<i>TOTALE</i>	32	13,3

Fonte: Documenti d'offerta e Ced-Borsa. <sup>1</sup> Valori in percentuale. <sup>2</sup> Sono considerate solo le operazioni in cui è stato pagato un premio di controllo positivo. <sup>3</sup> 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.

Un altro caso particolare è quello dell'acquisizione di Interbanca da parte della Banca Antoniana Popolare Veneta. L'offerente aveva, infatti, perfezionato un accordo di acquisto di una quota pari al 51 per cento di Interbanca con il precedente azionista di controllo (la Banca Nazionale dell'Agricoltura), insieme a un altro accordo che prevedeva un'opzione call a favore della Banca Antoniana sulle restanti azioni ancora detenute dall'azionista di controllo, in modo tale da raggiungere una quota complessiva del capitale di Interbanca pari al 95,6 per cento. Allo stesso tempo, il preesistente azionista di controllo assumeva un'opzione put valevole nel caso in cui la Banca Antoniana non avesse esercitato la sua opzione call. Considerato che il trasferimento della suddetta partecipazione integrava, al tempo stesso, i presupposti dell'Opa successiva e di quella residuale, e tenuto conto dell'intenzione manifesta dell'offerente di pervenire

*alla cancellazione del titolo Interbanca dal listino, la Commissione ha deliberato che l'offerente potesse promuovere un'unica offerta (successiva e residuale) da effettuarsi al prezzo più alto fra quello pagato per l'acquisizione del pacchetto di controllo e quello determinato dalla stessa Commissione ai sensi dell'art. 10, comma 9, della legge 149/92. L'offerta ha avuto quindi a oggetto tutte le azioni non ancora in possesso dell'offerente e non soggette all'opzione call o put.*

È da segnalare, inoltre, la sentenza del tribunale di Milano del 22 maggio 1997, che ha affrontato un caso in cui la Consob è stata convenuta nell'ambito di un giudizio risarcitorio da un azionista di una società quotata. Quest'ultimo lamentava, anche nei confronti della Commissione, di aver subito un danno derivante sia dalla mancata promozione di un'Opa obbligatoria da parte di alcuni istituti di credito impegnati in un piano di salvataggio del gruppo cui apparteneva la società, sia dall'omesso controllo della Consob sull'attuazione del medesimo piano di salvataggio.

*Il tribunale ha escluso la sussistenza, nel caso di specie, dell'obbligo di promuovere un'Opa successivamente all'acquisto delle azioni in questione, tenuto conto che tanto l'acquisto quanto il successivo possesso temporaneo di partecipazioni nella società quotata da parte delle banche, erano preordinati non già all'acquisizione di un controllo stabile e duraturo sulla società oggetto dell'operazione, quanto piuttosto ad assicurare il successo del piano di salvataggio. Di qui l'impossibilità di riscontrare in capo alle banche creditrici impegnate ad acquisire partecipazioni nella società quotata la volontà di assumerne il controllo.*

*In tale contesto, il tribunale ha espresso l'avviso che "il controllo che la Consob garantiva - e che era tenuta a garantire per legge - riguardava unicamente la composizione del capitale sociale, essendo estraneo ai suoi compiti ogni sindacato sulle scelte gestionali e sul merito delle singole operazioni".*

*Il tribunale milanese ha inoltre sottolineato l'irrilevanza ai fini risarcitori della diffusione, da parte della Consob, di un comunicato nel quale la stessa Autorità di controllo escludeva l'obbligatorietà dell'offerta pubblica. A tale ultimo proposito i giudici milanesi hanno evidenziato come il suddetto comunicato, consistente nell'espressione di un giudizio della Commissione in merito alla promozione dell'Opa, fosse "inidoneo in ogni caso a far venir meno l'obbligo di darvi corso qualora le relative condizioni fossero effettivamente sussistite; per poi ulteriormente precisare come alla Consob non "possa essere contestato, quale comportamento giuridicamente rilevante ai fini della domanda risarcitoria [...], il fatto in sé e per sé dell'interpretazione della legge".*

*In definitiva, la sentenza sembra convalidare la linea interpretativa più volte seguita dalla Commissione (si veda, in particolare, la comunicazione 96011289 del 19 dicembre 1996) in relazione al problema dell'assoggettabilità delle banche aderenti al piano di ristrutturazione agli obblighi di cui all'art. 10 della legge 149/92. Tale orientamento ha di recente trovato accoglimento a livello normativo nel Testo unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari, il quale affida espressamente alla Consob il potere di prevedere, con regolamento, deroghe al carattere obbligatorio dell'offerta pubblica, nel caso in cui il superamento della cosiddetta soglia rilevante sia determinato da «operazioni dirette al salvataggio di società in crisi» (art. 106, comma 4, lett. a).*

### ***Le offerte finalizzate all'ammissione a quotazione***

Il numero delle società ammesse in borsa tramite offerta pubblica nel corso del 1997 è rimasto in linea con quello dei due anni precedenti (10 nel 1997, 12 nel 1996 e 10 nel 1995). In un caso (Aeroporti di Roma) l'offerta finalizzata alla quotazione rientra nell'ambito delle operazioni di privatizzazione.

Nel 1997 si è avuta una marcata contrazione del valore complessivo delle offerte finalizzate alla quotazione (passato dagli oltre 3.000 miliardi del 1996 a circa 1.600 miliardi) e dell'impatto di tali operazioni sulla capitalizzazione complessiva della borsa. Il valore di mercato delle società di nuova quotazione, misurato ai prezzi d'offerta, è stato pari, infatti, subito dopo il collocamento, a circa 4.500 miliardi, rispetto agli oltre 12.000 del 1996 (Tav. aI.10). Tale differenza è dovuta in misura prevalente alle maggiori dimensioni di Mediaset fra le neoquotate del 1996.

Le società ammesse in borsa nel 1997 hanno collocato sul mercato in media circa il 35 per cento del proprio capitale, contro una media del 27 per cento circa nel 1996 e del 33 per cento circa nel 1995. In due casi è stata collocata una quota del capitale superiore al 40 per cento e solamente in un caso la maggioranza assoluta del capitale (Tav. I.7). La quota media ceduta dall'azionista di controllo all'atto della quotazione, misurata sul capitale sociale ante-offerta, è stata pari al 18 per cento circa, contro il 17 del 1996 e l'8 per cento del 1995.

L'età media delle imprese entrate in borsa nel 1997 è pari a circa 28 anni, contro un valore medio di 45 anni per le società quotate nel 1995 e di 33 anni per quelle quotate nel 1996.

A conferma dell'interesse mostrato dagli investitori istituzionali, in tutti i casi l'offerta pubblica è stata accompagnata da un *private placement* a essi destinato. A eccezione di due casi, inoltre, il quantitativo di titoli assegnato attraverso questo tipo di offerta è stato superiore a quello destinato all'offerta pubblica (Tav. aI.11), risultando in media pari al 69 per cento circa del quantitativo di titoli globalmente offerti (contro il 60 per cento circa del biennio precedente). La positiva accoglienza mostrata dal mercato nei confronti delle società di nuova quotazione è dimostrata anche dalla crescita del rapporto tra titoli domandati e titoli offerti (Tav. aI.12), pari a 9,2 per l'offerta pubblica (contro un valore di circa 4 nel 1996) e a 9,4 per l'offerta istituzionale (contro il 5,9 del 1996). Anche l'attenzione degli investitori istituzionali esteri nei confronti delle operazioni di collocamento in borsa risulta accresciuta. Infatti a tale categoria di investitori è stato assegnato, in media, il 44 per cento dell'offerta globale (contro il 35 per cento del 1996).

**STRUTTURA PROPRIETARIA DELLE SOCIETÀ  
AMMESSE A QUOTAZIONE SUL MERCATO UFFICIALE**  
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 <sup>1</sup>
ARQUATI	97,8	97,8	65,9	--	67,3
DEROMA	69,4	21,7	51,4	--	74,1
CEMBRE	75,0	100,0	52,9	17,7	70,6
CSP	64,1	95,5	52,2	10,1	62,3
AEROPORTI DI ROMA	99,2	99,2	54,2	--	55,0
ERG	90,6	100,0	60,4	14,0	64,4
IDRA PRESSE	100,0	100,0	50,3	--	50,3
ITTIERRE HOLDING	98,9	98,9	74,0	--	74,0
MANULI RUBBER INTERNATIONAL	66,7	96,3	58,0	10,6	71,8
SADI	50,6	98,8	37,0	4,0	43,6

Fonte: Prospetti informativi. Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> 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.

Il buon andamento delle offerte di titoli di società di nuova quotazione si riflette nella differenza fra il prezzo di collocamento e il prezzo del primo giorno di quotazione, cosiddetto *underpricing*. L'*underpricing* medio per le società quotate nel 1997 è stato pari al 10 per cento, contro una media dell'8 per cento circa nel biennio precedente. Tuttavia, se si corregge il dato del 1997 per l'andamento dell'indice generale del mercato, l'*underpricing* risulta sostanzialmente in linea con i livelli degli anni precedenti.

Al fine di stimare le potenzialità di crescita del mercato borsistico italiano, la Consob ha promosso una ricerca, tuttora in corso, volta a individuare le società potenzialmente quotabili, le loro principali caratteristiche e le motivazioni che, ad oggi, hanno contribuito a tenerle lontane dal mercato di borsa.

*I criteri di prima selezione delle società quotabili sono stati formulati in base alle caratteristiche dimensionali delle imprese quotate nel periodo 1995 - primo semestre 1997 e tengono conto, al fine di*

assicurare una certa liquidità al flottante, della nota propensione dei soggetti che controllano un'impresa a collocare sul mercato quasi esclusivamente quote inferiori al 50 per cento del capitale. Pertanto, si è ritenuto ragionevole applicare una soglia minima sia in termini di patrimonio netto che di fatturato (rispettivamente 30 e 50 miliardi).

Inoltre, si sono escluse le società oggi controllate da gruppi quotati o da soggetti esteri o dallo Stato, nonché quelle società che appartengono a gruppi nei quali sono già presenti società quotate (Tav. I.8), poiché per tali soggetti la decisione di quotarsi risponde a esigenze specifiche diverse da quelle proprie dell'imprenditore privato che decide di aprire la propria società al mercato. Sono altresì escluse le società italiane già quotate in mercati esteri e, ovviamente, le società che in passato sono state quotate ma che hanno operato un delisting e, infine, le imprese appartenenti a gruppi nell'ambito dei quali era già stata individuata una società quotabile.

L'applicazione di tali criteri ha portato all'individuazione di un numero di soggetti quotabili "minimo" compreso, secondo i primi risultati, fra i 450 e i 550, a seconda dell'universo di partenza e delle informazioni disponibili. Si è poi stimato, attraverso una simulazione, l'eventuale apporto di tali società alla capitalizzazione della borsa italiana qualora esse decidessero di quotarsi.

TAV. I.8

**LE SOCIETÀ PER AZIONI ITALIANE QUOTABILI**

CRITERI DI SELEZIONE DEL CAMPIONE	ELABORAZIONE CONSOB <sup>1</sup>	ELABORAZIONE CENTRALE DEI BILANCI
IMPRESSE INDUSTRIALI ITALIANE IN FORMA DI SPA	10.960	17.599
DI CUI CON PATRIMONIO NETTO > 30 MLD E FATTURATO > 50 MLD	1.182	994
CONTROLLATE DA SOGGETTI PUBBLICI <sup>2</sup>	59	56
CONTROLLATE DA SOGGETTI ESTERI <sup>2</sup>	240	274
SOCIETÀ QUOTATE O CHE SONO STATE QUOTATE (IN ITALIA O ALL'ESTERO) <sup>2</sup>	101	83
<b>TOTALE SOCIETÀ</b>	<b>782</b>	<b>581</b>
SOCIETÀ CONTROLLATE DA GRUPPI QUOTATI <sup>2</sup>	198	82
SOCIETÀ APPARTENENTI A GRUPPI NON QUOTATI CON PIÙ DI UNA SOCIETÀ <sup>2</sup>	31	49
<b>TOTALE SOGGETTI ECONOMICI QUOTABILI</b>	<b>553</b>	<b>450</b>

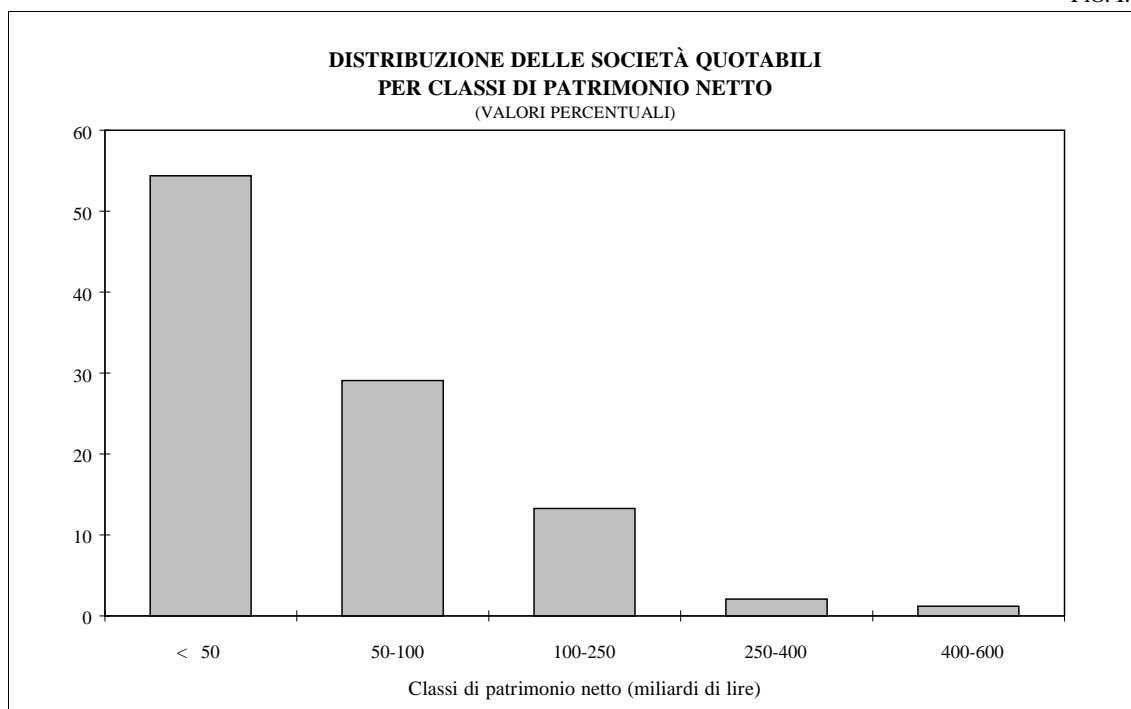
<sup>1</sup> Elaborazioni su dati Bureau van Dijk e Cerved. <sup>2</sup> I corrispettivi valori vanno sottratti al totale precedente.

Tenuto conto che le ammissioni sono in genere accompagnate da un contestuale aumento del capitale (pari, in media, per le società quotate nel periodo 1995-97, al 12,8 per cento del capitale sociale ante quotazione) si è ottenuto un patrimonio netto complessivo delle società quotabili di circa 40.000 miliardi.

Ipotizzando che: tutte le società in questione decidano di quotarsi; prima della quotazione imitino il "comportamento medio" delle società che si sono recentemente quotate e che, pertanto, aumentino il loro capitale all'atto del collocamento; il mercato esprima un "apprezzamento" dei titoli offerti in linea con quello ricavabile dai corrispettivi valori settoriali medi del market to book ratio, di fine 1997; si può simulare l'apporto di queste società per la borsa in termini di capitalizzazione. Tale apporto è pari a circa 148.000 miliardi e rappresenta una stima da considerarsi per difetto. Infatti, l'esperienza mostra come di solito, prima della quotazione, si assista a operazioni di riorganizzazione dei gruppi, a seguito delle quali alla società quotanda vengano apportati altri rami di attività del gruppo di appartenenza che ne incrementano il valore.

In merito alla distinzione per classi dimensionali delle imprese quotabili, si può osservare (Fig. I.1) che oltre il 50 per cento presenta un patrimonio netto inferiore ai 50 miliardi (secondo i valori di bilancio relativi all'esercizio 1995) e meno del 5 per cento un patrimonio netto superiore ai 250 miliardi. Si tratta prevalentemente, quindi, di società di dimensioni medio-piccole.

FIG. I.1



Per quanto attiene alla distribuzione settoriale delle società quotabili, il loro apporto in termini di capitalizzazione sarebbe concentrato in due macrosettori: abbigliamento e tessile, fabbricazione e commercio

*dei prodotti meccanici e dei mezzi di trasporto; a tali settori è complessivamente riconducibile circa il 30 per cento delle società quotabili. È tuttavia da sottolineare come l'ingresso in borsa di tutte le società quotabili individuate nell'analisi porterebbe anche a un ampliamento di settori attualmente poco rappresentati o all'apertura al mercato di ulteriori settori, non ancora presenti sul listino.*

### **Le operazioni di finanza straordinaria**

Nel 1997 si è registrato un aumento delle operazioni di finanza straordinaria dopo la contrazione degli ultimi due anni. Dall'esame dei verbali delle assemblee straordinarie delle società quotate, si evince infatti che il numero di delibere adottate è quasi il doppio rispetto al 1996 e superiore del 25 per cento rispetto a quello del 1995 (Tav. aI.13). Il maggior numero di delibere nel 1997 ha riguardato operazioni di fusione, (47 rispetto a una media di 35 per due anni precedenti), seguito da quelle relative a operazioni sul capitale (31 rispetto a una media di 21 nei due anni precedenti). Rilevante è anche il numero di delibere relative all'emissione di obbligazioni ordinarie e convertibili (14 rispetto a una media di 4 nel biennio precedente).

Le principali operazioni di fusione che hanno coinvolto società quotate sono generalmente riconducibili all'esigenza di semplificare e di razionalizzare la struttura del gruppo, di ridurre i costi operativi eliminando duplicazioni di unità operative, e di realizzare un più adeguato assetto organizzativo e societario. In alcuni casi la fusione ha riguardato più società quotate legate da rapporto di controllo, portando così a una riduzione dei livelli di quotazione all'interno dello stesso gruppo.

*L'operazione più rilevante per dimensioni e impatto sulla borsa è stata la fusione per incorporazione della Telecom Italia nella Stet che si inquadra nell'ambito delle decisioni assunte dal tesoro per la privatizzazione della società. Con la fusione la società incorporante Stet, ha assunto la denominazione della incorporata, Telecom Italia, al fine di evitare la dispersione del marchio di tale ultima società. La fusione è avvenuta sulla base delle situazioni patrimoniali al 31 dicembre 1996, rappresentate dal bilancio di esercizio, delle società partecipanti all'operazione, i cui rapporti di cambio - determinati dai Consigli di amministrazione delle società interessate sulla base delle valutazioni effettuate da consulenti indipendenti - sono stati fissati nelle seguenti misure: 1,8 azioni ordinarie Telecom Italia per 1 azione ordinaria Stet; 1,72 azioni di risparmio Telecom Italia per 1 azione di risparmio Stet. Al fine di consentire i concambi azionari, la società incorporante ha deliberato un aumento del capitale a esclusivo servizio della fusione pari a massime lire 2.169.467.415.000 corrispondenti a massime numero 1.420.932.315 azioni ordinarie e a massime 748.535.100 azioni di risparmio.*

*Altre operazioni di fusione fra società quotate sono: l'incorporazione della Milano Assicurazioni da parte di La Previdente Assicurazioni (entrambe appartenenti al gruppo Fondiaria), l'incorporazione della Snia BPD a opera della Snia Fibre (controllata dalla stessa Snia BPD con l'83,68 per cento del capitale ordinario), l'incorporazione da parte della capogruppo Banca Popolare di Milano delle controllate Banca Agricola Milanese e Banca Briantea, la fusione per incorporazione della società Franco Tosi nella*

*Italmobiliare, e la fusione per incorporazione della società Editoriale La Repubblica nella società Editoriale L'Espresso.*

*In alcuni casi, sulla base di quanto previsto dall'articolo 2437 c.c., agli azionisti delle società incorporate è stato riconosciuto il diritto di recesso a seguito di modificazioni dell'oggetto sociale (Telecom, Snia Fibre), o di cambiamento della forma giuridica (Banca Agricola Milanese e Banca Briantea).*

Altre operazioni di fusione hanno riguardato una società quotata e una o più società non quotate a questa legata da rapporti di controllo.

*Sono questi i casi della fusione con cui Schemaventidue (società non quotata) ha incorporato due società controllate: la Finanziaria Autogrill (società quotata) e Autogrill (a seguito della fusione Schemaventidue è stata ammessa alla quotazione di borsa e ha modificato la propria denominazione sociale in Autogrill); della fusione per incorporazione della società S. Siro (non quotata) nella Trenno (società quotata) e della fusione per incorporazione nella società quotata Isefi (Internazionale di Servizi Finanziari) delle società non quotate Credit Leasing Società per il leasing e di Locat Locazione Attrezzature (a seguito della riferita fusione la società Isefi ha modificato la denominazione sociale in Locat).*

In un caso, infine, l'operazione di fusione ha coinvolto due società quotate non legate da rapporto di controllo (fusione per incorporazione della Reno de Medici nella Saffa).

Nel corso del 1997 si è registrato un aumento dei mezzi raccolti tramite emissioni di azioni e obbligazioni convertibili (Tav. aL.15). Gli aumenti di capitale e le emissioni di obbligazioni convertibili con diritto di opzione realizzati da società italiane nel 1997 sono stati pari a circa 7.600 miliardi (contro i 3.000 miliardi circa del 1996), mentre quelli con esclusione del diritto di opzione (offerte pubbliche o riservate ai dipendenti e a investitori istituzionali) sono stati pari a circa 2.800 miliardi (contro i 1.400 miliardi del 1996).

*L'operazione di aumento di capitale più rilevante eseguita nel corso del 1997 è stata quella del Banco Ambrosiano Veneto che ha raccolto in borsa circa 5.200 miliardi. Tale operazione era finalizzata al reperimento di risorse finanziarie destinate all'acquisizione, dalla Fondazione Cariplo, dell'intero pacchetto azionario della banca Cariplo, nell'ambito del progetto di integrazione fra i due gruppi bancari. La seconda operazione per capitale raccolto è quella eseguita dal Banco di Napoli (per un importo di circa 900 miliardi), che si inquadra nel piano di risanamento economico dell'istituto previsto dal D.L. 497/96 convertito con la legge 588/96.*

*Per quanto riguarda gli aumenti di capitale deliberati ma non eseguiti nel 1997, si evidenzia quello della Finmeccanica. L'operazione si inserisce nell'ambito di un piano di riassetto economico e finanziario del gruppo che prevede la realizzazione di dismissioni di partecipazioni, rami di azienda e immobili non strumentali, e la realizzazione di nuovi progetti d'investimento. L'aumento di capitale, in opzione gli azionisti, è stato proposto per un importo massimo di lire 2.000 miliardi, che dovrebbe portare il capitale sociale da 1.574 miliardi da un massimo di 3.574 miliardi.*



### ***La privatizzazione di società quotate***

Nel corso del 1997 sono stati ceduti, tramite offerta pubblica e collocamento istituzionale, titoli di società quotate possedute direttamente o indirettamente dallo Stato per un controvalore di circa 38.000 miliardi (Tav. I.9), importo superiore al controvalore dell'insieme delle operazioni realizzate nel periodo 1993-1996 (pari a circa 27.000 miliardi). Nel periodo 1993-1997 la media del rapporto fra controvalore delle offerte di società privatizzate e capitalizzazione di borsa è stata pari al 4 per cento circa, contro una media dell'1,5 per cento in Francia e del 3 per cento in Spagna.

Fra le operazioni considerate vi sono sia quelle relative a società controllate direttamente dal Ministero del tesoro, sia quelle relative a partecipate o controllate dall'Iri e dall'Eni, sia infine quelle relative a banche controllate da fondazioni.

*Le cessioni ai privati di quote di controllo nelle banche partecipate da fondazioni sono state considerate "privatizzazioni", anche se i proventi non confluiscono allo Stato, in quanto implicano la cessione di pacchetti azionari da parte di enti, che sulla base della normativa vigente nel 1998, sono di natura pubblica.*

Con l'eccezione di Aeroporti di Roma, le privatizzazioni eseguite tramite offerta pubblica nel 1997 hanno riguardato società già quotate. L'operazione più rilevante è costituita dalla cessione da parte del Ministero del tesoro del 33 per cento circa di Telecom Italia, per un introito complessivo di quasi 19.000 miliardi, seguita dal collocamento della terza *tranche* dell'Eni che ha generato un introito per il Ministero del tesoro di circa 13.000 miliardi.

Alcune delle operazioni di privatizzazione effettuate tramite offerta pubblica nel corso del 1997 sono state accompagnate o precedute da cessioni a trattativa diretta e dalla stipula di accordi finalizzati alla costituzione di un azionariato stabile (in particolare, Istituto Bancario San Paolo di Torino, Telecom Italia e Banca di Roma). Tali accordi hanno sollevato questioni in merito alla applicabilità dell'istituto della cosiddetta "Opa speciale", prevista dall'art. 8 della legge 474/94 e all'eventuale necessità di dar corso a un'offerta pubblica d'acquisto ai sensi della normativa generale dettata dall'art. 10 della legge 149/92.

**CESSIONI DI PARTECIPAZIONI DI SOCIETÀ QUOTATE A CONTROLLO PUBBLICO  
EFFETTUATE TRAMITE OFFERTA PUBBLICA E COLLOCAMENTO ISTITUZIONALE**

SOCIETÀ	DATA	CTVL. <sup>1</sup>	CEDENTE	QUOTA CEDUTA <sup>2</sup>	DESTINATARI DELL'OFFERTA <sup>2</sup>			
					OFFERTA PUBBLICA VENDITA	DIPENDENTI	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
MONTEFIBRE	08.07.96	182,6	ENICHEM	66,4	8,2 <sup>3</sup>	—	—	58,2
ISTITUTO BANC. SAN PAOLO	19.05.97	2.660,0	GRUPPO BANC. SAN PAOLO, TESORO E ALTRI	31,0	12,3	2,4	—	16,3
ENI III	23.06.97	13.176,3	TESORO	17,6	9,9	0,8	2,3	4,6
AEROPORTI DI ROMA	15.07.97	594,0	IRI	45,0	15,5	0,9	—	28,6
TELECOM	20.10.97	18.933,0	TESORO	32,9	24,3	3,3	1,1	4,2
BANCA DI ROMA	24.11.97	2.670,6	IRI, BANCA DI ROMA	36,6 <sup>4</sup>	26,7 <sup>5</sup>	2,4	—	7,5

Fonte: Ministero del tesoro, Relazione al Parlamento sulle operazioni di cessione delle partecipazioni in società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato, ex art. 13, co. 6, legge 474/94, anni vari. <sup>1</sup> Valori in miliardi di lire. <sup>2</sup> I dati non comprendono l'eventuale *bonus share* e comprendono la *green shoe*. Valori in percentuale. <sup>3</sup> Include il 2,5 per cento riservato agli azionisti. <sup>4</sup> Dato calcolato sul capitale sociale post-offerta. <sup>5</sup> Include l'1,5 per cento riservato agli azionisti.

Nel caso della privatizzazione dell'Istituto Bancario San Paolo di Torino, l'operazione è stata realizzata mediante il ricorso congiunto alla cessione di circa il 22 per cento del capitale effettuata tramite trattativa privata e a un'offerta globale di vendita di circa il 27 per cento delle azioni della banca, suddivisa in offerta pubblica di vendita e offerta riservata a investitori istituzionali italiani ed esteri. Tale operazione, e più in particolare l'esame degli accordi bilaterali conclusi, nell'ambito della trattativa privata, tra il venditore Gruppo Bancario San Paolo Spa e i singoli acquirenti, ha

fornito l'occasione alla Commissione per esprimere le proprie valutazioni in merito ad alcuni aspetti del vigente assetto normativo in materia di Opa.

*Con la comunicazione 97004673 del 27 maggio 1997, relativa alle problematiche poste dalle privatizzazioni in materia di offerte pubbliche di acquisto, la Commissione ha in primo luogo chiarito che la presenza di più contratti di stabilità tra loro distinti, che non prevedono alcun rapporto tra i contraenti diversi dal venditore, non è sufficiente a escludere l'obbligo di Opa. Diversi indici, infatti, quali l'identità dei contenuti, l'identità di uno dei soggetti contraenti, la contestualità della conclusione, la notorietà dell'operazione nel suo complesso, la irrevocabilità degli impegni assunti salvo il sopravvenire di determinate circostanze, la validità dell'accordo subordinata al raggiungimento di una determinata percentuale del capitale sociale, consentono di individuare un collegamento negoziale fra i diversi contratti che determina gli stessi effetti di un accordo plurilaterale.*

*Affermato pertanto il principio che la stipula di più accordi bilaterali, anziché di un unico accordo plurilaterale, non vale a escludere necessariamente l'applicabilità delle disposizioni in materia di Opa obbligatoria, la comunicazione esamina quindi l'applicabilità dell'art. 8 della legge 474/94 e dell'art. 10 della legge 149/92.*

*La prima norma - si afferma nella comunicazione - è volta a sanzionare assetti di potere sorti nella società privatizzata in modo non percepibile dagli investitori che hanno aderito all'Opv. Ne deriva che se l'offerta pubblica si accompagna ad accordi di vendita con azionisti legati da accordi di controllo e tali accordi sono preventivamente resi noti al pubblico, non si verifica alcuna successiva e impreveduta modificazione dei presupposti in base ai quali è stata lanciata l'offerta pubblica. Con riferimento all'operazione San Paolo, la Commissione ha quindi ritenuto che, avendo il venditore sin dall'inizio chiarito la propria intenzione di realizzare l'alienazione affiancando all'offerta pubblica una vendita ad azionisti legati da accordi preventivamente resi noti al pubblico, non trovasse applicazione l'istituto della cosiddetta "Opa speciale" previsto dalla legge 474/94. Ciò non esclude peraltro, ha precisato la Commissione, che l'obbligo di offerta pubblica di acquisto possa invece sussistere qualora, nei due anni successivi al collocamento, i soggetti vincolati dai contratti di stabilità, o alcuni di essi, concludano accordi diversi o ulteriori rispetto a quelli resi noti ovvero pongano in essere comportamenti che possano farne desumere l'esistenza. Quanto poi alle prescrizioni di cui all'art. 10 della legge 149/92, la Commissione ne ha escluso l'applicabilità atteso che il contenuto degli accordi di stabilità non ha comportato l'acquisizione da parte di nuovi soggetti di una partecipazione rilevante nell'assemblea ordinaria dell'Istituto.*

*Alcuni aspetti degli accordi, quali la circostanza che le limitazioni all'esercizio dei diritti di voto vengono automaticamente meno in presenza di iniziative volte ad acquisire una posizione azionaria almeno pari a quella posseduta dalla holding e la possibilità di risoluzione degli accordi, che restituisce al precedente controllante la piena disponibilità dei diritti di voto, hanno indotto la Commissione a ritenere che il precedente azionista di controllo mantenesse la posizione di azionista di riferimento e che pertanto, in assenza del trasferimento della partecipazione rilevante, non vi fossero i presupposti dettati dal citato art. 10 della legge 149/92.*

La privatizzazione di Telecom presenta alcune caratteristiche analoghe a quelle del San Paolo. In particolare, si è anch'essa realizzata mediante il ricorso alla vendita a trattativa privata di

circa il 9 per cento del capitale a soggetti destinati a comporre il cosiddetto nucleo stabile, e alla cessione di circa il 33 per cento delle azioni possedute dal Ministero del tesoro mediante offerta pubblica di vendita e offerta a investitori istituzionali. Anche in questo caso sono stati stipulati accordi bilaterali tra il venditore e ciascun acquirente del nucleo stabile di azionisti finalizzati ad assicurare la continuità dell'azionariato per i tre anni successivi all'operazione di privatizzazione. A differenza di quanto avvenuto nel caso del San Paolo, la privatizzazione della Telecom ha comportato la perdita del controllo da parte del Ministero del tesoro e ha posto quindi problemi interpretativi in merito all'applicabilità della disciplina sull'Opa.

*I contratti di compravendita finalizzati alla creazione del nucleo stabile prevedevano l'impegno a non accrescere la propria partecipazione, anche indirettamente, in misura superiore al 30 per cento del numero delle azioni acquistate, a non superare il limite del possesso del 3 per cento del capitale sociale ordinario statutariamente previsto, a non trasferire a qualsiasi titolo, salvo che a società controllate ai sensi dell'art. 2359, comma 1, 1) c.c., la partecipazione acquistata, e a non stipulare o comunque partecipare, patti o accordi di qualsiasi natura concernenti la partecipazione nella società direttamente o indirettamente detenuta.*

*L'esecuzione dei singoli contratti era subordinata alla conclusione dell'offerta globale e alla nomina, da effettuarsi parte del Ministero del tesoro prima dell'esecuzione dei contratti di compravendita, del nuovo consiglio d'amministrazione per il triennio 1998-2000, composto da soggetti indicati da ciascuna parte acquirente che avesse acquistato una data percentuale di capitale.*

*L'analisi del contenuto dei suddetti contratti ha fatto ritenere alla Commissione non applicabile alla fattispecie rappresentata la normativa in materia di Opa obbligatoria di cui alla legge 149/92. Gli accordi suddetti infatti, possono essere qualificati esclusivamente come patti di "blocco", pur mancando di procedure di prelazione che in genere assistono gli accordi tra azionisti comportanti vincoli alla libera trasferibilità dei titoli. Gli accordi in esame prevedono, infatti, una rigidità del vincolo di inalienabilità per un periodo di tempo determinato. La stessa nomina da parte del Ministero del tesoro di amministratori designati dagli azionisti stabili, in assenza di altri accordi relativi all'esercizio del diritto di voto, e, comunque di ogni forma di concertazione preventiva da parte degli stessi sui nomi che ciascun acquirente può proporre al Ministero, si configura solo come condizione sospensiva all'esecuzione dei contratti medesimi. Non si è configurata, invece, una situazione di controllo dell'assemblea facente capo a un singolo azionista stabile o realizzato in forme coalizionali, e, pertanto, è stato ritenuto che non ricorressero i presupposti per l'applicabilità dell'art. 10 della legge 149/92. Con riferimento, infine, all'applicabilità dell'art. 8 della legge 474/94, la Commissione ha confermato quanto già rappresentato per il caso San Paolo, sia con riferimento agli aspetti concernenti la tempistica dell'operazione, sia a quelli relativi al contenuto della comunicazione ufficiale.*

L'operazione di privatizzazione della Banca di Roma, realizzata anch'essa attraverso una vendita a trattativa privata, riservata ad azionisti stabili e a investitori "finanziari", un collocamento riservato a investitori istituzionali italiani ed esteri e un'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione, ha comportato, come nei due casi appena illustrati, problemi interpretativi al fine di verificare la riconducibilità dell'operazione alla disciplina dell'Opa obbligatoria.

*L'Ente Cassa di Risparmio di Roma ha stipulato un accordo con l'unico azionista stabile (la Toro Assicurazioni) contenente, oltre a disposizioni inerenti vincoli alla libera trasferibilità delle azioni possedute, clausole in merito alla nomina degli amministratori e all'adozione delle principali delibere inerenti la gestione della società. La Commissione ha esaminato tali clausole evidenziando come l'Ente rimanesse in grado di nominare la maggioranza degli amministratori e di esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria della società. Pertanto, analogamente al caso del San Paolo, il contenuto dell'accordo non comporta l'acquisizione da parte di nuovi soggetti di una partecipazione rilevante nell'assemblea ordinaria della banca, circostanza che ha condotto la Commissione a escludere l'applicabilità dell'art. 10 della legge 149/92 alla fattispecie.*

Nel caso della Seat e del Banco di Napoli la privatizzazione è avvenuta attraverso un'asta competitiva (Tav. al.18), senza far ricorso a un'offerta pubblica. Il ricavo complessivo derivante da queste due operazioni dovrebbe essere di circa 1.700 miliardi.

*La privatizzazione della Seat Spa, società scissa dalla Stet Spa e quotata in borsa dal 2 gennaio 1997, è avvenuta tramite un'asta competitiva posta in essere dal Ministero del tesoro. In seguito alle procedure di aggiudicazione, il controllo della Seat è stato acquisito dalla Ottobi Spa, controllata al 100 per cento dalla Otto Spa, il cui capitale è a sua volta detenuto da un gruppo di investitori, costituito dalla Telecom, dalla DeAgostini Holding da alcune banche e investitori istituzionali esteri. La Ottobi Spa si è quindi trovata nelle condizioni di dover promuovere un'offerta pubblica di acquisto successiva sul'intero capitale della Seat. Per quanto riguarda la determinazione del prezzo dell'offerta, dal momento che il corrispettivo, pari a circa 1.600 miliardi, pagato per l'acquisto di 2.349.420.791 azioni ordinarie (pari al 61,27 per cento del capitale ordinario) e 13.477.353 azioni di risparmio Seat (pari allo 0,8 per cento del capitale di risparmio), perfezionato in data 25 novembre 1997, era suscettibile di una rettifica, in positivo o in negativo, sulla base del patrimonio netto della Seat risultante dalla situazione patrimoniale al 31 ottobre 1997, questo verrà individuato soltanto in seguito a tale revisione. Ne consegue che, in attesa di tale definitiva determinazione, si applica una specifica procedura che prevede il rilascio del nulla-osta alla pubblicazione dell'offerta condizionato alla definitiva determinazione del prezzo e alla eventuale integrazione della garanzia di esatto adempimento, nonché alla pubblicazione immediata di un avviso che porti a conoscenza del mercato l'esito dell'istruttoria svolta dalla Consob e i motivi del rinvio dell'inizio dell'offerta, precisando altresì l'impegno di corrispondere agli azionisti di minoranza un'integrazione a titolo di interesse sul prezzo dell'offerta stessa in relazione al tempo intercorrente fra la data di pagamento teorica ipotizzabile nel caso di lancio dell'Opa nei tempi normali e l'effettiva data di pagamento.*

*Nel caso del Banco di Napoli la privatizzazione è stata preceduta da un'operazione di risanamento e ristrutturazione che ha portato alla ricapitalizzazione della banca, tramite un aumento di capitale sottoscritto dal Ministero del tesoro di circa 2 mila miliardi, e alla cessione di una parte dell'attivo, costituito da crediti problematici, titoli e partecipazioni, per un importo pari a circa 12 mila miliardi, a una società del gruppo (la Sga), ceduta in pegno al Ministero del tesoro. L'operazione di privatizzazione del Banco di Napoli è avvenuta tramite un procedimento di asta che ha portato l'Ina ad acquisire il controllo della società tramite la Banco di Napoli International, partecipata al 51 per cento dall'Ina e al 49 per cento dalla Bnl. La cessione, realizzata l'11 giugno 1997, ha riguardato il 60 per cento del capitale del Banco di Napoli, per un controvalore di circa 62 miliardi, corrispondenti a un prezzo di 45 lire per azione. Tutte le varie fasi della*

privatizzazione, che hanno portato al trasferimento del controllo prima dalla fondazione al Ministero del tesoro, per effetto dell'aumento di capitale sottoscritto da quest'ultimo, e successivamente dal Ministero all'Ina, sono state esentate dagli obblighi di Opa, sulla base delle disposizioni emanate con il decreto legge 497 del 24 settembre 1997, al fine di favorire il risanamento e la ristrutturazione proprietaria della banca.

### **Le operazioni di sollecitazione relative a titoli non quotati**

Nel corso del 1997 la Consob ha rilasciato il nulla-osta alla pubblicazione del prospetto informativo in relazione a 17 offerte pubbliche aventi a oggetto titoli non quotati. Si tratta in particolare di 9 offerte pubbliche di vendita e di sottoscrizione, per un controvalore complessivo di oltre 280 miliardi, e di 8 offerte pubbliche di acquisto, di scambio e di acquisto e scambio, promosse ai sensi dell'art. 18 della legge 216/74, per un controvalore complessivo pari a circa 650 miliardi (Tav. I.10). Complessivamente, le operazioni di sollecitazione relative a titoli non quotati sono state pari a circa il 15 per cento del controvalore delle offerte relative a titoli quotati (escludendo le principali operazioni di privatizzazione).

TAV. I.10

#### **OFFERTE PUBBLICHE SU TITOLI NON QUOTATI REALIZZATE NEL 1997**

TIPO DI OFFERTA	NUMERO OPERAZIONI	CONTROVALORE (MILIARDI DI LIRE)	RAPPORTO CON LE OPERAZIONI RELATIVE A TITOLI QUOTATI <sup>1</sup>
OPV	3	162	13,3 <sup>2,3</sup>
OPS	6	121	5,6 <sup>2</sup>
OPA E OPSC	8	649	32,5
<i>TOTALE</i>	<i>17</i>	<i>932</i>	<i>15,1</i>

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Valori in percentuale. <sup>2</sup> Sono escluse le offerte riservate ai dipendenti, i collocamenti privati, le offerte estere. <sup>3</sup> Sono escluse le Opv relative a Telecom e Eni.

La quasi totalità delle offerte ha avuto per oggetto valori mobiliari emessi da soggetti bancari (Tav. aI.19). Tra le offerte pubbliche di vendita e di sottoscrizione, 8 operazioni su 9 sono state promosse da banche, fra cui 6 casse di risparmio e 2 banche popolari. Tutte le 8 offerte pubbliche di acquisto e scambio hanno avuto per oggetto azioni di banche popolari o cooperative. È da rilevare che circa l'80 per cento del controvalore complessivo delle offerte pubbliche di acquisto e scambio deriva da un'unica operazione realizzata dalla Cassa di Risparmio dell'Emilia Romagna

e dalla Cassa di Risparmio di Bologna sui titoli della Banca Popolare dell'Adriatico, per un controvalore di oltre 500 miliardi. L'unica offerta pubblica su titoli non bancari è stata realizzata dal comune di Busto Arsizio, che ha offerto al pubblico i propri buoni obbligazionari (Boc) per un controvalore pari a 700 milioni.

*Per quanto riguarda le offerte di sottoscrizione e vendita, il crescente ricorso da parte delle casse di risparmio e delle relative fondazioni a tali operazioni è da ricollegarsi al disposto della cosiddetta Direttiva Dini (emanata con decreto del Ministro del tesoro il 18 novembre 1994). In base a tale direttiva, le fondazioni bancarie dovrebbero ridurre progressivamente la partecipazione detenuta nella società alla quale è stata originariamente conferita l'azienda bancaria (di seguito banca), al fine di sviluppare la loro attività nell'ambito delle finalità a esse assegnate, che privilegiano l'intervento nei settori di interesse generale e di utilità sociale. In particolare, è previsto che entro cinque anni dall'emanazione della direttiva le fondazioni procedano alla diversificazione del proprio attivo, in modo che le spese da sostenersi per il perseguimento degli scopi statuari vengano coperte in misura superiore al 50 per cento con redditi diversi da quelli derivanti dalla partecipazione nella banca o, in alternativa, non più del 50 per cento del patrimonio sia investito in azioni della banca. Inoltre, al fine di incentivare gli enti alla suddetta dismissione, è previsto che il trasferimento delle azioni detenute nella banca non costituisca realizzo di plusvalenze.*

*L'art. 7 della richiamata direttiva prevede, in conformità all'art. 13, terzo comma, del D.Lgs. 356/90, che la dismissione attraverso cessione al pubblico delle azioni delle banche avvenga mediante offerta pubblica di vendita. Non tutte le fondazioni bancarie hanno però scelto di ridurre la propria partecipazione nelle banche mediante un'offerta di vendita. Tre fondazioni infatti hanno preferito ridurre tale partecipazione effettuando un aumento di capitale e rinunciando al diritto di opzione.*

La rilevanza del fenomeno dell'offerta al pubblico di titoli non quotati da parte di emittenti bancari, (15 operazioni tra il 1996 e il 1997) ha indotto la Commissione a richiamare l'attenzione sui problemi di tutela del pubblico risparmio che pone, più in generale, il collocamento presso il pubblico di titoli per i quali non viene richiesta la contestuale ammissione alle negoziazioni su un mercato regolamentato. La Commissione, in particolare, ha sottolineato il potenziale conflitto d'interesse che può nascere nel momento in cui vi è coincidenza fra emittente o proponente e soggetto incaricato del collocamento, il rischio di prezzi d'offerta elevati e privi di un immediato riscontro di mercato, l'opacità che caratterizza il processo di formazione dei prezzi sul "mercato secondario" che su detti titoli tende a instaurarsi.

*Al fine di fornire, in presenza delle richiamate circostanze, una più adeguata tutela, non solo informativa, al pubblico dei risparmiatori, la Commissione è intervenuta con propria comunicazione 97003601 del 17 aprile 1997. Tale comunicazione, da un lato, proprio in considerazione delle rilevanti dimensioni raggiunte dal descritto fenomeno, rappresenta ai soggetti che intendono effettuare offerte al pubblico di titoli azionari l'esigenza di destinare tali emissioni alle negoziazioni su un mercato regolamentato; dall'altro, fa presente che richiederà l'inserimento nel paragrafo del prospetto informativo relativo alle "Ulteriori Avvertenze" di un confronto tra moltiplicatori di prezzo registrati da ciascuna società emittente e i dati medi aggregati del corrispondente settore del listino. Inoltre, al fine di offrire al pubblico fondati elementi di valutazione in merito alla "qualità" del prezzo d'offerta, la comunicazione invita gli*

*emittenti ad assumere utili misure atte allo scopo e, tra queste, in primo luogo l'affidamento della valutazione del prezzo d'offerta a consulenti indipendenti e la possibilità che una parte significativa delle operazioni in parola venga destinata a investitori istituzionali.*

### ***L'attività regolamentare e interpretativa***

Il principale intervento regolamentare realizzato nel corso del 1997 riguarda la definizione delle nuove regole sulla redazione dei prospetti informativi per l'ammissione di strumenti finanziari alle negoziazioni in borsa e nel mercato ristretto. L'adozione di tale regolamento, entrato in vigore il 2 gennaio 1998, trova la sua principale motivazione nel nuovo assetto di competenze in materia di ammissione, sospensione e revoca degli strumenti finanziari dalle negoziazioni in borsa e nel mercato ristretto, conseguente all'emanazione del decreto legislativo 415 del 23 luglio 1996.

In relazione all'attribuzione di tali funzioni alla società di gestione del mercato, la Commissione, con delibera 11091 del 12 dicembre 1997, ha autorizzato la Borsa Italiana Spa all'esercizio dei mercati regolamentati di cui all'art. 56, comma 1, del predetto D.Lgs. 415/96, con decorrenza dal 2 gennaio 1998, e ha approvato il relativo regolamento del mercato. Tale regolamento disciplina, nelle parti 2 e 2A, le condizioni e i requisiti per l'ammissione degli strumenti finanziari alla quotazione ufficiale di borsa e alle negoziazioni nel mercato ristretto. Considerato che, ai sensi dell'art. 56, comma 8, lett. c) del citato decreto, "i regolamenti dei mercati sostituiscono le corrispondenti disposizioni di legge e di regolamento nonché i provvedimenti adottati sulla base delle disposizioni sostituite", si è reso necessario adeguare la regolamentazione emanata dalla Consob al nuovo assetto istituzionale del mercato.

Con il nuovo regolamento, pertanto, viene disciplinata la redazione dei prospetti informativi per l'ammissione alla quotazione di borsa e alla negoziazione nel mercato ristretto, eliminando ogni previsione in ordine ai requisiti di ammissione alla quotazione (contenuti, invece, nel regolamento predisposto dalla Borsa Italiana Spa). Sono altresì state eliminate tutte le previsioni relative all'ammissione di diritto e di ufficio in quanto tali istituti appaiono incompatibili con la natura privatistica della Borsa Italiana Spa.

*Nel regolamento sono state introdotte alcune novità relative agli strumenti finanziari per i quali è prevista l'ammissione a quotazione e conseguentemente sono stati approntati i nuovi schemi di prospetto relativi a tali strumenti. In particolare, con riguardo ai fondi immobiliari chiusi (per i quali è previsto l'obbligo di chiedere l'ammissione a quotazione entro sei mesi dalla chiusura della sollecitazione) e ai fondi mobiliari chiusi (nell'ipotesi in cui l'istanza sia avanzata nei dodici mesi dalla conclusione dell'offerta), viene prevista, considerata l'attualità delle informazioni contenute nel prospetto pubblicato per l'effettuazione dell'offerta, l'integrazione di tale prospetto con una nota informativa recante specifiche notizie sugli esiti dell'offerta, sulla gestione del fondo e il relativo andamento, nonché sull'ammissione alla quotazione.*



*Una procedura particolare è stata prevista per l'ammissione a quotazione di obbligazioni, anche strutturate, emesse da enti sovranazionali e emittenti bancari, nonché per l'ammissione a quotazione di covered warrant. In tali casi sarà possibile utilizzare un unico prospetto informativo pubblicato una volta all'anno e integrato, in occasione della singola emissione, da un supplemento contenente i dati relativi agli strumenti finanziari, nonché gli eventi verificatisi dopo la pubblicazione del prospetto che possano influire sulla valutazione degli strumenti suddetti.*

*Inoltre, il regolamento in esame, recependo la direttiva 94/18/CEE che modifica la direttiva 80/390/CEE per il coordinamento delle condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto, da pubblicare per l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale di una borsa valori, prevede la possibilità per la Consob di consentire la redazione di un prospetto semplificato, nel caso in cui gli strumenti finanziari cui è riferita la domanda di ammissione alla quotazione siano già ammessi alle negoziazioni presso un altro stato membro dell'Unione Europea da almeno tre anni e qualora le Autorità competenti di tale stato abbiano confermato che l'emittente ha adempiuto a tutte le prescrizioni in materia di informativa e di ammissione previste dalle direttive comunitarie. La Consob può, inoltre, esentare dall'obbligo di redigere un prospetto, ovvero consentire la redazione di un prospetto semplificato, nel caso in cui gli strumenti finanziari cui è riferita la domanda di ammissione alla quotazione in borsa siano stati già negoziati nel mercato ristretto per almeno due anni. Sono infine state apportate modifiche atte a riordinare la materia del riconoscimento reciproco dei prospetti e alcune variazioni della procedura di ammissione conseguenti alle competenze in materia di ammissione attribuite alla Borsa Italiana Spa.*

## II. L'INFORMATIVA CONTABILE E LA REVISIONE DEI CONTI

### *I controlli interni*

L'evoluzione dei mercati finanziari degli ultimi anni ha accentuato il ruolo di un'informazione contabile trasparente e attendibile, e in genere di un adeguato sistema di controlli interni, ai fini di un corretto rapporto tra imprese e investitori. Il Testo unico sulle disposizioni in materia di mercati finanziari recepisce tali istanze, rafforzando i poteri del collegio sindacale, migliorando la definizione dei compiti degli organi societari e allargando alle minoranze la possibilità di promuovere azioni di responsabilità verso gli amministratori.

In questa direzione si era già mossa la Commissione con la comunicazione del 2 febbraio 1997 in materia di controlli societari. La comunicazione ha tratto origine dalle esperienze e dai fenomeni osservati anche in occasione delle crisi di importanti gruppi quotati, intervenute nei primi anni novanta. Essa ha inteso incidere su due fronti: quello dei meccanismi di funzionamento degli organi sociali e quello dell'informativa da rendere agli azionisti e al mercato tramite i documenti di natura contabile.

*Le raccomandazioni da un lato prospettano, per la prima volta, quale compito degli amministratori non esecutivi, la piena vigilanza sull'operato degli amministratori delegati; dall'altro, viene sollecitato un più incisivo controllo sulla gestione da parte del collegio sindacale. A tal fine, si è raccomandato che i documenti ufficiali abbiano un preciso contenuto informativo. In particolare, la relazione sulla gestione (art. 2428 c.c.) deve contenere informazioni puntuali sulle operazioni atipiche e inusuali, infragruppo e con parti correlate poste in essere dagli amministratori nell'esercizio delle deleghe, nonché le indicazioni necessarie a dare trasparenza al ruolo e alle responsabilità assunte dagli amministratori nella società. La relazione del collegio sindacale sul bilancio di esercizio (art. 2429 c.c.) deve fornire valutazioni e commenti su aspetti riguardanti le informazioni di bilancio e il controllo sull'amministrazione. In occasione del conferimento o della revoca dell'incarico di revisione contabile, infine, il collegio sindacale deve esprimere un parere da presentare in assemblea unitamente alla proposta della società di revisione scelta dal consiglio d'amministrazione.*

Il grado di adesione ai contenuti della comunicazione, rilevato attraverso un'indagine campionaria sui bilanci 1996 delle società quotate, è risultato soddisfacente, come si evince dalla tavola II.1.

## VERIFICA OTTEMPERANZA COMUNICAZIONE CONSOB DEL 2 FEBBRAIO 1997

TIPOLOGIA DEL FENOMENO	N° DEI CASI RILEVATI	PERCENTUALE <sup>1</sup>
<i>RELAZIONE SULLA GESTIONE</i>		
INDICAZIONE DEI COMPONENTI IL CDA	127	91
INDICAZIONE DELLE CARICHE E DELLA NATURA DELLE DELEGHE CONFERITE AI SINGOLI COMPONENTI IL CDA	92	66
DICHIARAZIONE DI NON ADEGUAMENTO AGLI STANDARD DELLA COMUNICAZIONE	--	--
INFORMATIVA SULLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE	24	41
INFORMATIVA SULL'INTERESSE SOTTOSTANTE L'OPERAZIONE	49	83
INFORMATIVA SULLE OPERAZIONI ATIPICHE O INUSUALI	50	....
<i>RELAZIONE DEL COLLEGIO SINDACALE</i>		
VALUTAZIONE SULLA COMPLETEZZA DELLE INFORMAZIONI FORNITE DAGLI AMMINISTRATORI NELLA RELAZIONE SULLA GESTIONE	115	82
VALUTAZIONE SULLA COMPLETEZZA DELLE INFORMAZIONI RESE DAGLI AMMINISTRATORI SULLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE	18	30
INDICAZIONE DELL'INTERESSE DELLA SOCIETÀ AL COMPIMENTO DELL'OPERAZIONE	13	22
VALUTAZIONE SULLA COMPLETEZZA DELLE INFORMAZIONI RESE DAGLI AMMINISTRATORI SULLE OPERAZIONI ATIPICHE O INUSUALI	11	22
OSSERVAZIONI E PROPOSTE SUI RILIEVI E RICHIAMI D'INFORMATIVA CONTENUTI NELLA RELAZIONE DI CERTIFICAZIONE	33	38
OSSERVAZIONI SULLA PROPOSTA DI DISTRIBUZIONE DEI DIVIDENDI	88	84
OSSERVAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEL SISTEMA DI CONTROLLO INTERNO E SULLE RELATIVE AZIONI CORRETTIVE	76	54
INFORMATIVA SULLA FREQUENZA DELLE RIUNIONI DEL CDA, DEL COMITATO ESECUTIVO E DEL COLLEGIO SINDACALE	62	44
INFORMAZIONI SULLE DENUNCE EX ART. 2408 C.C. E SULLE INIZIATIVE INTRAPRESE.	22	....
INFORMAZIONI SUGLI ESPOSTI PERVENUTI.	7	....
NOTIZIE SUGLI ULTERIORI INCARICHI CONFERITI ALLA SOCIETÀ DI REVISIONE E SUI RELATIVI COSTI.	17	12
<i>VERBALE ASSEMBLEARE</i>		
PRESENTAZIONE ALL'ASSEMBLEA DEL PARERE DEL COLLEGIO SINDACALE NEI CASI DI CONFERIMENTO E REVOCA DELL'INCARICO DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE	44	66

Fonte: Consob. Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> Le percentuali, in alcuni casi, sono calcolate su un campione di riferimento inferiore.

*L'indagine è stata condotta su un campione di 140 emittenti, costituito da società che in passato avevano presentato profili di criticità di natura gestionale ovvero informativo-contabile, dalle matricole (società ammesse alla quotazione del mercato ufficiale negli ultimi due anni) e dagli emittenti che concorrono a formare il Mib30. Il campione è stato ritenuto rappresentativo dell'intero listino, in termini sia quantitativi sia qualitativi. Per quanto riguarda il primo aspetto, esso, infatti, è pari al 64 per cento delle società quotate al 31 dicembre 1996 e all'87 per cento della capitalizzazione di borsa al 15 ottobre 1997. Per quanto riguarda il secondo aspetto, il campione abbraccia trasversalmente tutti i settori del listino (industriale, finanziario e quello dei servizi) e comprende società di grande dimensione (presumibilmente dotate di sistemi di controllo più complessi) e di medio/piccola dimensione (caratterizzate da apparati di controllo probabilmente più snelli).*

Nella maggior parte dei casi, il consiglio d'amministrazione ha seguito le raccomandazioni della Commissione riguardanti l'indicazione dei nominativi dei componenti il consiglio (91 per cento) e delle cariche e della natura delle deleghe conferite (66 per cento).

Per quanto riguarda l'informativa resa dal collegio sindacale, sono stati riscontrati numerosi risultati positivi.

In primo luogo, è risultata elevata l'adesione alla comunicazione in ordine alla valutazione sulla completezza informativa resa dagli amministratori nella relazione di gestione (82 per cento), alle osservazioni sulla proposta di distribuzione dei dividendi (84 per cento) e alle informazioni circa la frequenza e il numero delle riunioni degli organi societari (44 per cento).

In secondo luogo, su 67 emittenti che hanno conferito l'incarico di revisione contabile, i collegi sindacali hanno presentato il parere all'assemblea in 44 casi (66 per cento). Per un'interpretazione corretta della portata di questo dato, è opportuno tener presente che, nella maggior parte dei casi di non adesione, la comunicazione è stata successiva alla data di riunione del consiglio che ha prescelto la società di revisione.

Il grado di adesione dei collegi sindacali non appare, invece, del tutto soddisfacente per ciò che riguarda le valutazioni sui rilievi e richiami d'informativa contenuti nella relazione di certificazione (38 per cento) e sull'adeguatezza del sistema di controllo interno (54 per cento).

*La comunicazione ha stimolato la divulgazione di notizie che difficilmente venivano rese pubbliche in passato, anche se non è possibile quantificare l'incidenza del fenomeno. È il caso delle informazioni sulle denunce dei soci, ricevute dai collegi sindacali ai sensi dell'art. 2408 c.c. e delle informazioni sulle eventuali iniziative intraprese a seguito di esposti pervenuti alla società. Non è ancora soddisfacente la qualità delle informazioni: molto spesso, infatti, risultano oscuri i motivi dei rilievi mossi dagli azionisti, i provvedimenti intrapresi e le considerazioni portate a supporto delle valutazioni conclusive espresse dal collegio.*

Le raccomandazioni relative alle operazioni con parti correlate e alle operazioni atipiche e inusuali rappresentano uno degli aspetti più importanti e qualificanti della comunicazione. In particolare, il consiglio d'amministrazione viene sollecitato a esplicitare l'interesse della società al

compimento delle operazioni; il collegio sindacale, invece, viene invitato a valutare la completezza delle informazioni rese dagli amministratori e la convenienza economica delle stesse.

I risultati ottenuti in questo campo non sono ancora del tutto conformi allo spirito della raccomandazione. Per quanto riguarda le operazioni con parti correlate, l'informativa resa dagli amministratori si è rivelata soddisfacente in 24 casi su 59 (41 per cento del campione), anche se, rispetto al passato, è stato più diffuso l'utilizzo di prospetti riepilogativi predisposti *ad hoc*. Inoltre, gli amministratori hanno fornito l'indicazione dell'interesse al compimento di tali operazioni nell'83 per cento dei casi, pur prevalentemente attraverso attestazioni sintetiche e formule di stile.

Dal canto loro, i sindaci hanno espresso valutazioni sulla completezza delle informazioni rese dagli amministratori in materia di operazioni con parti correlate in 18 casi su 59 (30 per cento) e hanno fornito indicazioni sull'interesse della società al compimento di tali operazioni in 13 casi su 59 (22 per cento). Tuttavia, solo 8 relazioni (14 per cento del campione) contenevano valutazioni su entrambi gli aspetti e sulla completezza informativa della relazione di gestione. In 12 casi (20 per cento), infine, il collegio sindacale non ha aderito a nessuna delle tre raccomandazioni in commento.

Scarsi risultati sono stati ottenuti sul fronte delle valutazioni da parte del collegio sindacale in materia di operazioni atipiche o inusuali. Su un campione di 50 società, solo in 11 casi (22 per cento) i sindaci si sono espressi specificatamente sull'adeguatezza delle informazioni rese dagli amministratori.

Per ampliare le informazioni disponibili sulle operazioni con parti correlate, la Commissione ha ritenuto opportuno raccomandare l'adozione del principio contabile internazionale Ias 24, contenente una disciplina esaustiva e generale. Questa indicazione fa seguito alla valutazione positiva dello Ias 24 formulata sia dalla Iosco, sia dal comitato di contatto sulle direttive contabili, istituito dall'art. 52 della IV direttiva CEE, che lo ha definito compatibile con le disposizioni comunitarie in materia di principi contabili.

Nei mercati più sviluppati, la partecipazione attiva e qualificata degli investitori istituzionali agli appuntamenti più importanti che scandiscono la vita delle società quotate rappresenta un presupposto fondamentale per l'efficacia degli interventi finalizzati sia a rendere più trasparente l'informativa sulla gestione, sia a rafforzare i sistemi di controllo interno. In Italia, la realizzazione di questo presupposto è ancora limitata. Solamente in 9 casi, su circa 100 partecipazioni ad assemblee, si è assistito a una presenza attiva da parte degli investitori istituzionali. Gli interventi hanno avuto a oggetto soprattutto le prospettive strategiche degli emittenti, apprezzamenti sulla gestione e sulla qualità dell'informazione resa nella documentazione di bilancio, con particolare riferimento alla relazione sulla gestione, nonché espressioni di soddisfazione per l'operato del *management*.

*In due casi, le obiezioni degli investitori istituzionali sono sfociate nella votazione contraria all'approvazione del bilancio. La Consob ha ritenuto opportuno avviare alcuni approfondimenti che, in un caso, hanno portato a richiedere la pubblicazione di informazioni aggiuntive per il mercato.*

### **Il controllo sull'informativa contabile**

L'attività di verifica sulla chiarezza e correttezza dei conti annuali e consolidati delle società quotate è stata attuata secondo le procedure e le metodologie già seguite negli anni più recenti.

Le richieste alle società quotate di dati e notizie hanno interessato sia la fase pre-assembleare sia quella successiva alle approvazioni dei bilanci (Tav. II.2).

TAV. II.2

#### **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	PROVVEDIMENTI DIVERSI <sup>1</sup>
1995	26	3	1	42	--	29
1996	16	3	--	68	1	35
1997	9	2	--	26	--	25

Fonte Consob. <sup>1</sup> Lettere di richiamo e richieste di pubblicazioni di dati e notizie.

*Esse sono state complessivamente pari a 35, di cui 9 relative a società di revisione. Il 1997 si è caratterizzato per una contrazione dell'utilizzo dello strumento in esame; questa flessione è dovuta al fatto che nell'anno precedente la richiesta di dati e notizie è stata fortemente influenzata dalle complesse istruttorie condotte su due importanti gruppi quotati. Le richieste, indirizzate agli amministratori, ai collegi sindacali e alle società di revisione, sono state effettuate allo scopo di ottenere delucidazioni sia in relazione alla chiarezza dell'informazione resa nella documentazione di bilancio, sia in relazione alla correttezza contabile. Gli aspetti sui quali si è concentrata l'attenzione nella fase istruttoria hanno riguardato, oltre a quelli oggetto degli interventi a carattere provvedimentale descritti più ampiamente di seguito, le informazioni fornite nei bilanci sulla qualità di alcune poste valutative dell'attivo, quali i crediti, i titoli, le partecipazioni e gli strumenti derivati, sempre più utilizzati dalle società operanti nel comparto industriale per la copertura del rischio di cambio.*

Nel 70 per cento dei casi, le istruttorie avviate con la richiesta di dati e notizie hanno dato luogo a interventi a carattere provvedimento, complessivamente pari a 25, adottati in virtù dei poteri previsti dall'art. 1/3 lett. b) della legge 216/74.

Oltre a richiedere agli amministratori di integrare l'informativa destinata all'assemblea degli azionisti (6 casi), nell'anno trascorso la Commissione è intervenuta direttamente nelle fasi di predisposizione dei bilanci (o delle relazioni semestrali), sollecitando l'inserimento nella relazione sulla gestione di specifiche informazioni attinenti particolari e rilevanti aspetti della vita societaria (15 casi).

*A conclusione dell'istruttoria Gemina è stato richiesto ad alcune società quotate, coinvolte nelle operazioni in derivati con controparti appartenenti al Gruppo Gemina, di inserire nelle proprie relazioni al bilancio 1996 un apposito paragrafo con la descrizione dei dettagli delle operazioni stesse e delle motivazioni economiche, al fine di comprendere le modalità e l'interesse sociale alla loro effettuazione.*

Nei casi in cui si poneva l'esigenza di fornire al mercato un'informazione tempestiva su aspetti considerati potenzialmente in grado di incidere sulle decisioni di investimento, è stata richiesta la pubblicazione di avvisi a pagamento o comunicati stampa.

Gli interventi riguardanti la relazione sulla gestione hanno prevalentemente interessato le operazioni poste in essere dagli emittenti con parti correlate. A fronte di rappresentazioni disorganiche e di commenti di tenore poco chiaro, si è provveduto a richiedere un'informativa di bilancio che illustrasse adeguatamente gli effetti economici, patrimoniali e finanziari, nonché le motivazioni e l'interesse sociale al compimento di tali operazioni.

Un altro filone di interventi si è concentrato sulle società con una struttura del finanziamento squilibrata. Di volta in volta, sono stati richiesti prospetti riepilogativi dell'evoluzione della posizione finanziaria e dei rapporti con il gruppo di appartenenza, ovvero la composizione di alcune poste di bilancio destinate a confluire nell'indebitamento finanziario netto, in modo da fornire al lettore del bilancio un'informazione organica, chiara e di immediata percezione.

*L'istruttoria condotta sulla correttezza contabile del bilancio 1996 della società Fincasa 44, operante nel comparto immobiliare, ha messo in luce un'importante carenza informativa sui rischi connessi a un accordo di ristrutturazione dell'indebitamento intervenuto tra la società e le banche creditrici. L'accordo conteneva infatti alcune condizioni risolutive connesse a specifici impegni e fattispecie, anche estranee alla sfera di azione degli amministratori, in grado, qualora attivate dalle banche creditrici, di provocare rilevanti riflessi sulla situazione finanziaria ed economica dell'emittente. Nel caso di specie, la società è stata richiamata a integrare le proprie situazioni contabili sin dal bilancio chiuso al 31 dicembre 1997 e a diffondere un apposito comunicato stampa.*

Infine, nell'ambito dei rapporti di collaborazione con le altre Autorità di controllo dei mercati mobiliari, a seguito di segnalazioni pervenute dalla Securities and Exchange Commission, sono stati condotti approfondimenti su particolari tipologie di transazioni (operazioni in strumenti derivati e

compravendita di partecipazioni) ricomprese nei bilanci degli esercizi scorsi di due emittenti quotati. In un caso, gli approfondimenti effettuati dalla Commissione hanno dato luogo all'apertura di un formale procedimento istruttorio che si è concluso con una segnalazione all'Autorità Giudiziaria.

Nel corso del 1997, l'attenzione della Consob si è concentrata anche su temi di particolare attualità e interesse, tra i quali quello relativo alla interferenza fiscale sul bilancio, da tempo oggetto di dibattito in quanto ostacolo alla trasparenza dell'informativa contabile diffusa al pubblico.

L'analisi di un campione dei bilanci 1996 ha messo in luce la rilevanza del fenomeno: il 34 per cento degli emittenti (47 società su 140) ha utilizzato specifiche modalità di contabilizzazione previste dall'amministrazione finanziaria, diverse rispetto a quelle dettate dalla legge per la redazione del bilancio, al fine di ottenere un beneficio fiscale attraverso il differimento della tassazione dei redditi. Il problema sembra destinato ad assumere maggiori proporzioni in futuro, a seguito dell'entrata in vigore delle nuove norme fiscali, come illustrato in dettaglio nelle linee programmatiche.

*La forma di interferenza più frequente e più tipica (riscontrata in 38 società) riguarda l'appostazione di ammortamenti anticipati tra i costi di periodo. È opportuno segnalare che gli amministratori continuano generalmente a utilizzare tale metodologia contabile nonostante essa non costituisca più il presupposto per la deducibilità fiscale dei relativi importi. Infatti, l'amministrazione finanziaria permette la destinazione di una parte dell'utile di periodo a un'apposita riserva patrimoniale, denominata "riserva per ammortamenti anticipati", che non viene assoggettata a tassazione; inoltre, le istruzioni ministeriali, emanate con decreto del Ministero delle finanze del febbraio 1995, chiariscono definitivamente che questa non rappresenta una procedura contabile da riprendere a tassazione.*

Un altro aspetto oggetto di analisi riguarda il fenomeno della "riconciliazione" dei conti consolidati degli emittenti quotati, anche sui mercati nord-americani, e delle conseguenti differenze sul risultato economico e sul patrimonio netto riscontrate in occasione dell'esame delle situazioni contabili.

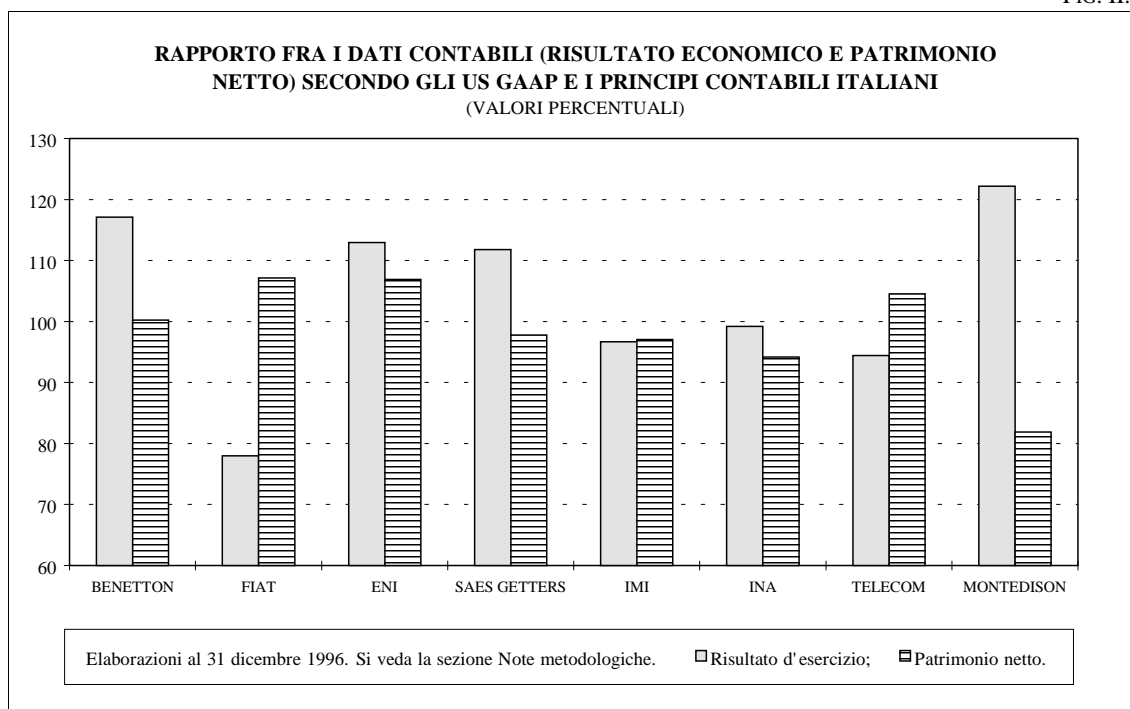
In particolare, con riferimento alle otto società quotate anche negli Stati Uniti (Benetton, Saes Getters, Eni, Fiat, Imi, Ina, Telecom e Montedison), sono stati esaminati i prospetti depositati presso la Securities and Exchange Commission e contenenti le riconciliazioni fra i risultati economici e patrimoniali consolidati al 31 dicembre 1996 ottenuti applicando i principi contabili italiani e gli stessi risultati derivanti dall'adozione dei principi contabili statunitensi ("US Gaap") (Tav. aII.1).

L'incidenza, calcolata per il risultato d'esercizio, dei valori ottenuti seguendo i principi contabili statunitensi rispetto ai valori corrispondenti ai principi contabili italiani evidenzia, in 5 casi su 8, una divergenza compresa tra il 10 e il 20 per cento, mentre nei restanti tre casi risulta più



contenuta. Prendendo come parametro di riferimento il patrimonio netto, si registra invece una maggiore coincidenza, e solo in un caso la divergenza è prossima al 20 per cento (Fig. II.1).

FIG. II.1



*Una delle cause più significative di variazione dei dati economici e talvolta patrimoniali, comune a tutti gli emittenti esaminati, è rappresentata dalle diverse modalità di calcolo delle imposte.*

*Un'altra voce comune a più emittenti risulta essere quella connessa alle rivalutazioni monetarie eseguite nel passato in virtù di specifiche disposizioni di legge e di cui si trova ancora oggi traccia nei bilanci italiani, rivalutazioni non consentite dagli standard nord americani. Ulteriore differenza riguarda la possibilità o meno di capitalizzare alcuni oneri pluriennali relativi ai costi sostenuti per la costituzione di nuove società o per l'emissione di titoli.*

*Un'area di riconciliazione particolarmente significativa è inoltre legata alle modalità di contabilizzazione dell'avviamento. Infatti, prima dell'esercizio 1994, ossia prima dell'entrata in vigore delle norme di redazione del bilancio consolidato, in Italia molte grandi società iscrivevano l'avviamento a diretta riduzione del patrimonio netto consolidato. Tale trattamento contabile non è ammesso dagli standard nord americani, che impongono l'iscrizione nell'attivo e l'ammortamento nel periodo di vita utile.*

*Alcune voci in riconciliazione sono infine direttamente connesse ai cosiddetti standard di settore, vale a dire a principi dettati per le imprese operanti in particolari comparti (compagnie di assicurazione e società petrolifere). Per le compagnie di assicurazione, le differenze nei risultati sono riconducibili soprattutto alle diverse modalità di calcolo delle riserve matematiche e della riserva premi, in quanto le basi attuariali e le ipotesi sottostanti le polizze (ad esempio, probabilità di mantenimento delle polizze fino alla scadenza, tassi di interesse) non sono coincidenti.*

### **La vigilanza sulle società di revisione**

Il settore della revisione contabile presenta, come noto, un elevato grado di concentrazione. In particolare, rispetto allo scorso anno, si confermano i dati secondo cui le maggiori sei società di revisione certificano complessivamente tre quarti dei bilanci (Tav. aII.4); il grado di concentrazione aumenta sensibilmente, arrivando al 97 per cento, se si considera il segmento della revisione dei bilanci di società quotate (Tav. II.3).

TAV. II.3

#### **INCARICHI DI CERTIFICAZIONE DI SOCIETÀ CONFERITI NEL TRIENNIO 1995-97**

VOCI	PICCOLE IMPRESE	MEDIE IMPRESE	GRANDI IMPRESE	TOTALE
PRIMA SOCIETÀ	18	25	14	57
PRIME TRE SOCIETÀ	64	55	27	146
PRIME SEI SOCIETÀ	74	80	41	195
<i>TOTALE</i>	82	80	42	204

Fonte Consob. Si veda la sezione Note metodologiche.

In particolare, analizzando la distribuzione degli incarichi su base annuale, all'interno del gruppo delle principali sei società, emerge una certa variabilità della quota di mercato, sintomo dell'esistenza di un certo grado di concorrenza. A supporto di tale considerazione, si deve inoltre evidenziare che all'interno delle classi "prima società" e "prime tre società" compaiono imprese di anno in anno differenti.

**CERTIFICAZIONE DEI BILANCI DI SOCIETÀ QUOTATE**  
QUOTA DI MERCATO<sup>1</sup>

VOCI	PICCOLE IMPRESE			MEDIE IMPRESE			GRANDI IMPRESE		
	1995	1996	1997	1995	1996	1997	1995	1996	1997
PRIMA SOCIETÀ	41,5	44,0	46,2	47,8	42,1	31,2	46,3	28,8	47,8
PRIME TRE SOCIETÀ	81,4	73,3	80,5	83,7	81,2	69,9	100,0	63,8	85,3
PRIME SEI SOCIETÀ	97,7	91,9	97,0	100,0	100,0	100,0	—	98,8	100,0

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

I problemi sollevati dal processo di concentrazione del mercato della revisione sono tornati a essere oggetto di dibattito soprattutto in seguito all'annuncio di alcuni progetti di fusione che hanno interessato il gruppo delle principali sei società. In particolare, alla fine dello scorso anno, la Consob è stata invitata dalla Iosco, sollecitata a sua volta dall'Unione Europea, a esprimere un parere su una delle due fusioni. La richiesta mirava a raccogliere le opinioni delle Autorità di regolamentazione dei mercati finanziari dei vari paesi comunitari in merito alle caratteristiche strutturali e al funzionamento del mercato della revisione.

*In questa sede, si è colta l'occasione per sottolineare i fenomeni che stanno condizionando l'evoluzione del settore: l'internazionalizzazione dell'attività, l'adozione di un approccio nuovo volto ad acquisire informazioni dettagliate sul settore in cui opera il cliente, le ingenti richieste di risarcimento danni. Il rafforzamento della solidità patrimoniale diventa uno degli elementi chiave per la sopravvivenza delle società di revisione e accentua presumibilmente la tendenza alla concentrazione.*

*Non si possono ignorare tuttavia i pericoli derivanti da tale processo. In primo luogo, c'è il rischio che la diminuzione del grado di concorrenza porti a un aumento dei prezzi dei servizi. In secondo luogo, aziende concorrenti potrebbero essere clienti dello stesso revisore, con evidenti riflessi sul piano della riservatezza. Infine, poiché il controllo incrociato tra auditor vedrebbe coinvolto un numero minore di soggetti, da più fronti vengono espresse preoccupazioni per le conseguenze sull'indipendenza di giudizio del revisore.*

L'attività della Commissione riferita ai conferimenti degli incarichi di revisione e certificazione ha posto particolare attenzione ai piani di revisione del gruppo, predisposti dalle società di revisione sulle *holding* quotate, sia nella fase della proposta sia nel corso dell'incarico (Tav. aII.2). Ciò al fine di monitorare da un lato il grado di copertura della revisione nell'ambito del gruppo, dall'altro il peso del revisore cosiddetto principale (cioè il revisore della capogruppo

quotata) e dei cosiddetti revisori secondari (cioè gli altri revisori). In tale ambito sono stati inoltre effettuati alcuni interventi volti a rafforzare il ruolo del revisore principale ovvero a definire meglio la portata del lavoro del revisore secondario.

L'attività di vigilanza svolta nel corso del 1997 nei confronti delle società di revisione ha trovato espressione in verifiche ispettive, richieste di documentazione, invio di note di richiamo e provvedimenti di maggiore cogenza, quali sospensioni di soci (Tav. II.5).

TAV. II.5

**IL CONTROLLO SULLE SOCIETÀ DI REVISIONE**

ANNI	ACCERTAMENTI ISTRUTTORI PER ISCRIZIONE ALBO SPECIALE	ISPEZIONI E ACCERTAMENTI ISPETTIVI	LETTERE DI RICHIAMO	SOSPENSIONI PARTNER	SOSPENSIONI SOCIETÀ DI REVISIONE	SANZIONI AMM.VE	CANCELLAZIONI DALL'ALBO	DENUNCE PENALI
1993	2	6	2	--	--	--	--	2
1994	2	7	13	5	--	--	--	1
1995	1	3	2 <sup>1</sup>	2	--	--	--	3
1996	--	6	3	2	--	--	2	2
1997	--	7	4	6	--	2	--	6

<sup>1</sup> 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 2, D.P.R. 136/75.

Gli interventi si sono sostanziati in 6 provvedimenti sanzionatori e in 4 lettere di richiamo.

In particolare, la Consob, con provvedimento del 4 marzo 1997, ha intimato alla Mazars & Guerard (già Guerard Viala), ai sensi dell'art. 11, comma 2, lett. a) del D.P.R. 136/75, di non avvalersi nell'attività di revisione e certificazione dell'operato di un socio, per un periodo di 12 mesi. Il provvedimento è stato adottato sulla base delle risultanze degli accertamenti ispettivi effettuati presso la Ria & Partners Sas (già Ria & Mazars Sas) in relazione ai lavori di revisione e certificazione dei bilanci d'esercizio e consolidato 1992 della Tripcovich & Co. Società di Navigazione per Azioni svolti da un soggetto, all'epoca dei fatti, socio della Ria & Mazars Sas.

*Da tali risultanze è emerso un comportamento censurabile sul piano dell'adeguatezza dell'informazione. Nonostante la specificità di alcuni commenti, le relazioni di certificazione omettevano di fornire una esaustiva informazione tecnica su operazioni rilevanti che avevano interessato i bilanci. Una corretta rappresentazione di questi aspetti avrebbe contribuito, unitamente alla conoscenza dello stato di squilibrio finanziario del gruppo, a fornire elementi sufficienti per una corretta valutazione dei problemi della*

*società. Il provvedimento è stato intimato alla Mazars & Guerard, società di revisione presso la quale il soggetto prestava la propria attività al momento dell'adozione del provvedimento, nonostante le irregolarità contestate non attenessero ad alcun lavoro connesso a incarichi conferiti alla Mazars & Guerard Sas. La Commissione ha infatti ritenuto che, ai fini dell'applicazione del citato articolo 11, dovesse sussistere una attualità di rapporto tra il revisore e la società di revisione sulla quale va a incidere l'intimazione.*

In data 4 giugno 1997, la Consob ha adottato nei confronti della Horwath & Horwath Italia Sas un provvedimento di sospensione di un socio per un periodo di ventiquattro mesi. Il provvedimento è stato assunto a seguito di accertamenti ispettivi che hanno evidenziato gravi irregolarità nello svolgimento del lavoro di revisione e certificazione del bilancio 1994 della Sifir, i cui titoli erano allora negoziati al mercato ristretto.

*Da tali risultanze è emersa la inidoneità tecnica del revisore a valutare il significato delle informazioni acquisite su una società sottoposta a vigilanza prudenziale e quotata al mercato ristretto. Le conseguenze di tale comportamento sono state duplici. Da un lato, è stata preclusa la possibilità agli operatori di venire a conoscenza delle notizie necessarie per valutare correttamente la situazione della Sifir. Dall'altro, le possibili irregolarità dei comportamenti tenuti dall'amministratore, nonché socio di controllo della società, nella conduzione dell'attività finanziaria non sono emerse con la tempestività necessaria per attivare le procedure di indagine, a cura del collegio sindacale, previste dall'art. 1 del D.P.R. 136/75.*

In data 17 giugno 1997 la Consob ha adottato analogo provvedimento nei riguardi della Moore, Stephens & Co.. Detto provvedimento è stato assunto a seguito della verifica ispettiva eseguita nei confronti della società concernente i lavori di revisione e certificazione dei bilanci 1993 e 1994 della Liranova Sim.

*A seguito degli accertamenti sono state riscontrate irregolarità nello svolgimento delle funzioni di revisione e certificazione dei bilanci che hanno dimostrato l'inidoneità tecnica del revisore. È venuta a mancare, infatti, la necessaria valutazione professionale dei rischi tipici di una società che opera nel settore dell'intermediazione mobiliare e come tale sottoposta a vigilanza prudenziale. Tale inidoneità ha contribuito a determinare una non corretta e fuorviante rappresentazione della situazione economico-patrimoniale e operativa nei bilanci della Liranova Sim 1993 e 1994 e ha impedito di assegnare il giusto rilievo a una serie di segnali sulle possibili irregolarità nei comportamenti tenuti dagli amministratori della stessa Sim.*

Con provvedimento del 29 luglio 1997 la Consob ha altresì intimato alla Deloitte & Touche di non avvalersi nell'attività di revisione e certificazione dell'operato di un socio per un periodo di ventiquattro mesi. Tale provvedimento è stato assunto a seguito di verifiche ispettive eseguite nei confronti della società di revisione concernenti la verifica dei lavori di revisione e certificazione dei bilanci 1992 e 1993 di Finanza e Comunicazione Sim nonché la verifica delle modalità di svolgimento del lavoro di revisione e certificazione del bilancio 1993 della Imprefin Sim.

*A seguito degli accertamenti sono emerse gravi irregolarità nello svolgimento delle funzioni di revisione e certificazione che hanno contribuito a determinare una non corretta e fuorviante rappresentazione della situazione economica, patrimoniale e operativa nei bilanci di Finanza & Comunicazione Sim e nella Imprefin Sim. In particolare, è stato riscontrato un atteggiamento gravemente difforme dai canoni della*

*diligenza e dello scetticismo professionale che devono ispirare l'attività di revisione e certificazione dei bilanci. Il revisore, infatti, ha omesso di denunciare al collegio sindacale le irregolarità commesse dalle società revisionate anche quando ne era a conoscenza, preferendo fare affidamento sulle dichiarazioni degli amministratori. In questo modo, si è impedita l'attivazione della procedura prevista dall'art. 2408 del c.c. (relativa a comportamenti degli amministratori delle Sim contrari alle norme disciplinanti il corretto svolgimento dell'attività di intermediazione mobiliare).*

Con provvedimento dell'8 ottobre 1997, la Consob ha, inoltre, intimato alla Arthur Andersen di non avvalersi, nell'attività di revisione e certificazione, dell'operato di un socio per un periodo di 24 mesi. Il provvedimento è stato assunto sulla base delle risultanze degli accertamenti ispettivi effettuati presso la Arthur Andersen, aventi a oggetto i lavori di revisione e certificazione svolti sui bilanci d'esercizio e consolidati 1994 della Santavaleria Finanziaria e della Partecipazioni Finanziarie e Industriali nonché sulle modalità di svolgimento dell'incarico espletato nel corso del 1995 a norma dell'art. 2501-*quinquies* c.c. in occasione della fusione per incorporazione della Partecipazioni Finanziarie e Industriali nella Santavaleria.

*A seguito degli accertamenti sono emerse violazioni tali da produrre una non corretta e fuorviante rappresentazione delle posizioni creditorie iscritte nei bilanci 1994 della Partecipazioni Finanziarie e Industriali e vantate nei confronti di società correlate facenti capo all'azionista di controllo del gruppo Santavaleria, nonché della situazione economico-patrimoniale e finanziaria emergente dai bilanci 1994 della Santavaleria e dai progetti della fusione Partecipazioni Finanziarie e Industriali/Santavaleria. I destinatari dei bilanci e gli azionisti della Partecipazioni Finanziarie e Industriali e della Santavaleria, chiamati a deliberare sull'operazione di fusione, non solo sono stati così privati delle informazioni sulle incertezze concernenti alcuni investimenti e, in generale, la continuità aziendale della Santavaleria, ma sono stati anche rassicurati sull'evoluzione della situazione patrimoniale e finanziaria della società. Nonostante fosse a conoscenza di tutti gli aspetti critici, il revisore ha basato le proprie determinazioni sulle dichiarazioni degli amministratori. Anche in questo caso, quindi, l'affidamento riposto su tali attestazioni ha fatto premio sull'opportunità di svolgere idonei accertamenti e di fornire la necessaria informativa sugli aspetti problematici rilevati.*

Infine, la Consob, in data 11 febbraio 1998, visti gli esiti della verifica ispettiva eseguita nei confronti della Bompani Audit Sas sui lavori di revisione e certificazione dei bilanci d'esercizio 1993 e 1994 della Sim & Fed, ha intimato alla società di revisione di non avvalersi nella propria attività dell'operato di un socio, per un periodo di dodici mesi.

*Sono state infatti accertate gravi irregolarità nello svolgimento delle funzioni di revisione e certificazione: in particolare, in entrambi i casi, non sono state svolte le procedure previste dai principi di revisione per una delle poste più rilevanti del bilancio della Sim & Fed, i valori di clienti presso terzi. In tal modo, di fatto, è venuto a mancare un idoneo accertamento sull'esistenza e sulla corretta rappresentazione nei conti d'ordine dei valori dei clienti della Sim in deposito presso terzi. Inoltre, nonostante le relazioni di certificazione richiamassero le problematiche relative al sistema informativo della Sim, la società di revisione ha omesso di rappresentare gli effetti che le carenze di organizzazione contabile avevano avuto sull'attività di revisione e in definitiva sull'adeguatezza degli accertamenti svolti. Una corretta rappresentazione di questi*

*aspetti avrebbe contribuito a chiarire la situazione di estrema confusione e rischiosità della gestione della Sim. Il periodo di sospensione del socio firmatario delle relazioni di certificazione 1993 e 1994 della Sim è stato fissato in dodici mesi in quanto dagli accertamenti svolti non sono emersi elementi comprovanti la conoscenza da parte del revisore di un possibile ammanco al 31 dicembre 1994 sui conti dei clienti della Sim, ammanco riscontrato dal commissario giudiziale al 30 novembre 1995. Anche laddove le procedure di revisione fossero state svolte, non è dimostrato che l'ammanco individuato dal commissario giudiziale sarebbe emerso. Nel corso degli accertamenti il commissario infatti ha rilevato la falsità degli estratti conto pervenuti nel 1995 da alcune banche depositarie, nonché dei rendiconti inviati ai clienti che di fatto contenevano una sopravvalutazione del patrimonio investito. Pertanto, come rilevato dallo stesso commissario, si trattava di riconciliare documenti bancari falsi con estratti conto inviati ai clienti anch'essi falsi con lo stesso tipo di errore.*

Poiché quest'ultimo provvedimento ha riguardato l'unico socio accomandatario della Bompani Audit Sas, la Consob ha ravvisato altresì la necessità di assegnare alla società di revisione, ai sensi dell'art. 11, primo comma del D.P.R. 136/75, un periodo per l'adeguamento della propria struttura organizzativa e societaria.

Nel corso del 1997 la Consob, a seguito di verifica ispettiva effettuata presso una società di revisione sui lavori eseguiti sul bilancio di una banca, ha invitato la stessa a una più puntuale osservanza del principio di revisione n. 19 in materia di bilanci di aziende bancarie del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti. In particolare, è stata rilevata l'importanza per il revisore delle informazioni ottenibili dalla centrale dei rischi in relazione all'affidamento globale del sistema bancario ai singoli soggetti debitori della banca revisionata.

La Commissione ha inoltre richiamato un'altra società di revisione in merito al contenuto di una relazione di certificazione nella quale non erano stati evidenziati con chiarezza tutti i motivi che impedivano di esprimere un giudizio sul bilancio. La circostanza è stata sottolineata poiché il revisore, quando ritiene di non rilasciare la certificazione, ha il dovere di esporre, con la massima trasparenza, i motivi che lo inducono a formulare il proprio giudizio professionale sul bilancio.

Infine, una società di revisione è stata richiamata a una più scrupolosa osservanza delle norme vigenti in materia di revoca dei conferimenti di incarichi di revisione e certificazione. Nella fattispecie è stato infatti rilevato che il revisore con il proprio comportamento ha concorso a far assumere a una società conferente una delibera di revoca in assenza di una reale giusta causa.

Un elemento innovativo legato all'attività di vigilanza riguarda infine l'applicazione nei confronti di due società di revisione iscritte nell'albo della sanzione amministrativa, prevista dall'art. 8, settimo comma, del D.P.R. 136/75, in relazione al ritardo con il quale è stata comunicata alla Commissione la variazione dell'organo amministrativo e della compagine sociale.

*Tale sanzione, introdotta per la prima volta dall'art. 17 del D.Lgs. 88/92, entrato in vigore in data 21 aprile 1995 contestualmente alla pubblicazione del registro dei revisori contabili, richiede al soggetto inadempiente il versamento di un importo compreso tra 5 e 30 milioni di lire, salva la facoltà di cancellazione dall'albo. In entrambi i casi, sulla base delle disposizioni contenute negli artt. 14 e 18 della legge 689/81, che consentono il pagamento delle sanzioni amministrative in misura ridotta, l'importo richiesto alle società di revisione è stato di lire 10.000.000.*

Va segnalato da ultimo che, a seguito dell'entrata in vigore del D.Lgs. 175/97, concernente le modalità di redazione dei bilanci delle società e delle compagnie di assicurazione, la Consob è stata chiamata, a partire dal 23 giugno 1997, ad approvare gli incarichi di revisione e certificazione conferiti da tali soggetti. Il decreto ha infatti previsto l'applicabilità alle società di assicurazioni (ramo vita, ramo danni e rappresentanze generali per l'Italia di società aventi sede in paesi non aderenti all'Unione Europea) di tutte le disposizioni contenute nel D.P.R. 136/75, a esclusione degli art. 6, primo e secondo comma, e 7.

In data 14 ottobre 1997 si è quindi provveduto a trasmettere alle società di assicurazioni le comunicazioni emanate dalla Commissione in materia di revisione e certificazione, al fine di indicare le corrette modalità di conferimento dell'incarico ai sensi dall'art. 2 del D.P.R. 136/75. Al 31 dicembre 1997 gli incarichi approvati dalla Commissione con riferimento agli esercizi 1997/1999 e 1998/2000 sono stati 17.

Per quanto riguarda infine la gestione dell'albo speciale, si segnala che nel corso del 1997 non si sono verificate variazioni nel numero delle società di revisione iscritte, che, al 31 dicembre 1997, risultano essere 24. Si è comunque provveduto a modificare per tredici società di revisione le relative delibere di iscrizione a seguito della trasformazione delle stesse in società di capitali, mentre per altre due società la modifica ha riguardato la variazione della ragione sociale.

### ***L'attività regolamentare e interpretativa***

L'esame della documentazione contabile pervenuta dalle società quotate ha permesso di individuare due aree su cui intervenire attraverso comunicazioni di carattere generale. Si è trattato in particolare degli adempimenti informativi derivanti dalla quotazione e/o dall'offerta di titoli, già quotati in Italia, presso i mercati ufficiali nord-americani e del trattamento contabile delle operazioni di smobilizzo di attivi.

Sul primo tema la Commissione ha ritenuto opportuno emanare una comunicazione di carattere generale, stante la pluralità di modalità attraverso le quali le società quotate anche sui mercati finanziari nord-americani davano attuazione al principio dell'"equivalenza delle informazioni" sancito dall'art. 12 del regolamento 5553 del 14 novembre 1991 sull'informativa continua.



*La Commissione ha voluto in questo modo chiarire che il rispetto del citato principio dell'"equivalenza delle informazioni" passa necessariamente attraverso la pubblicazione di tutte le notizie e i dati contenuti nei documenti contabili annuali e infrannuali contestualmente alla loro diffusione all'estero. Ciò in quanto tali tipologie di informazioni sono destinate a fornire - per definizione - elementi fondamentali per l'apprezzamento dei titoli da parte degli investitori. Si è inoltre richiamata l'attenzione sull'opportunità che il bilancio contenga un'adeguata informativa sull'andamento della gestione e, in presenza di gruppi societari che svolgono una pluralità di attività ovvero che operano in diversi contesti geografici, sugli aspetti economico-patrimoniali relativi a ogni singola categoria di attività e area geografica (cosiddetta "informazione di segmento").*

Per quanto riguarda la contabilizzazione e la rappresentazione in bilancio delle operazioni di smobilizzo di crediti, sempre più diffuse nella gestione finanziaria delle imprese, oltre a raccomandare le disposizioni contenute nel principio contabile nazionale n. 15 in materia di valutazione e rappresentazione nel bilancio di esercizio dei crediti, emanato dai Consigli nazionali dei dottori commercialisti e dei ragionieri, la Consob ha ritenuto utile dare precise indicazioni sia sulla valutazione dei rischi connessi, sia sulla informativa dettagliata da inserire nelle note di bilancio.

Quanto all'attività interpretativa, anche il 1997 ha visto il proseguimento della collaborazione con gli emittenti, collaborazione avviata da tempo e sfociata nell'elaborazione di pareri su temi contabili di interesse generale.

Alla luce dell'esperienza maturata, anche a livello internazionale, sul fronte dei principi contabili, è stato possibile esprimere precisi orientamenti su questioni che, per l'assenza di norme di riferimento, ovvero per le difficoltà connesse alla loro interpretazione, hanno rappresentato per alcuni emittenti quotati fonte di incertezza nella delicata fase della preparazione dei conti di fine periodo.

In quest'ottica sono stati espressi pareri su due aspetti afferenti il bilancio consolidato: gli effetti contabili della cessione, avvenuta sul finire dell'esercizio, di partecipazioni di controllo precedentemente consolidate integralmente e il trattamento contabile di un'operazione di *lease-back* finanziario.

Già in passato la Consob era stata chiamata a esprimersi su temi vicini a quello della definizione dell'area di consolidamento. Questa volta l'argomento trattato ha riguardato più precisamente gli effetti della cessione di importanti partecipazioni di controllo, e la conseguente variazione dell'area di consolidamento.

*In particolare, il problema sollevato dalla società riguardava la possibilità di quantificare nel bilancio consolidato l'impatto economico delle dismissioni, quale differenza tra i valori delle partecipate a inizio periodo e il loro prezzo di cessione, stante l'impossibilità di ottenere rapidamente e senza aggravio di costi la situazione economica delle partecipate alla data in cui venivano a realizzarsi le vendite con terzi. La Consob, pur affermando che in linea di principio, in situazioni siffatte, la rappresentazione contabile di fine periodo deve dare separata evidenza del contributo reddituale della partecipata fino alla data della sua dismissione e della plus-minusvalenza conseguita con l'operazione di cessione - tra l'altro in linea con l'indirizzo contenuto nell'International Accounting Standard 27 - ha riconosciuto, nello specifico caso, l'inapplicabilità pratica di tale principio. Pur condividendo, nello specifico caso, l'approccio proposto dalla società, si è ritenuto di dover mitigare, almeno in parte, gli effetti dovuti all'utilizzo di dati di inizio periodo per il calcolo delle componenti reddituali derivanti dalle dismissioni, suggerendo di indicare nella nota integrativa i risultati di gestione delle partecipate e gli effetti economici delle cessioni calcolati sulla base degli ultimi dati disponibili (cioè quelli contenuti nell'ultima relazione semestrale).*

Per quanto riguarda l'omogeneità e la comparabilità dei dati di bilancio nel tempo, è stato ritenuto che l'inclusione nella situazione patrimoniale e nel conto economico consolidato di una colonna aggiuntiva relativa ai dati dell'esercizio precedente, che desse separata evidenza, rispettivamente, del valore sintetico delle partecipate (attraverso il loro deconsolidamento e la valorizzazione secondo il metodo del patrimonio netto) e del loro contributo, al risultato di gruppo, rappresenti un efficace e agile strumento soprattutto in presenza di significative uscite dall'area di consolidamento.

Passando al tema del trattamento contabile nel bilancio consolidato di operazioni di *sale and lease-back*, è stato chiesto alla Commissione di esprimersi sulla possibilità di considerare, e quindi esporre, nei conti di gruppo come operazioni indipendenti la vendita a terzi di un immobile da parte della capogruppo e la stipula di un contratto di *leasing* sullo stesso cespite da parte di una controllata, ovvero sulla necessità di trattare queste operazioni unitariamente.

*In applicazione del principio generale della prevalenza della sostanza economica sulla forma giuridica, si è ritenuto che in un'ottica di gruppo, e quindi prescindendo dalla triangolazione caratterizzante le due operazioni, queste potessero ricondursi alla fattispecie del sale and lease-back, in particolare di tipo finanziario, sostanziandosi in un finanziamento garantito dall'immobile ceduto. Conseguentemente, il metodo di contabilizzazione cosiddetto "finanziario", è apparso come il più adeguato per dare evidenza contabile al ruolo svolto dal cespite all'interno del gruppo a presidio del finanziamento ricevuto - nella sostanza - dalla capogruppo e all'impegno dell'utilizzatore a rimborsare il prestito e a pagare i correlati interessi attraverso la corresponsione dei canoni di locazione.*

Un ulteriore caso affrontato ha riguardato le questioni del trattamento contabile da applicare nel bilancio d'esercizio per la rilevazione di oneri connessi a un progetto di ristrutturazione e per la copertura di perdite infrannuali attraverso l'utilizzo di riserve patrimoniali.

*Sul primo aspetto, si è ritenuto di poter convenire sulla straordinarietà degli oneri derivanti dal cambiamento del criterio di valutazione precedentemente adottato per le partecipate - a sua volta dovuto alla variazione della destinazione di alcune di esse - in quanto strettamente connessi a un progetto di ristrutturazione. Orientamento contrario è stato invece espresso sulla straordinarietà delle componenti negative di reddito originate dall'azzeramento di un avviamento precedentemente iscritto in bilancio, non essendo l'abbattimento di valore di tale attività direttamente riconducibile a un processo di riorganizzazione, quanto piuttosto al venir meno delle condizioni che avevano supportato in passato la recuperabilità del valore pagato a titolo di avviamento. La trattazione del secondo aspetto - la copertura di perdite infrannuali - ha rappresentato un'utile occasione per ribadire il principio generale a cui deve ispirarsi la redazione del conto economico e cioè la necessità che, ai fini di una piena rappresentazione del risultato di periodo, tutte le componenti positive e negative di reddito trovino in esso espressione, senza alcuna influenza da parte di decisioni assunte in corso d'anno, aventi mera rilevanza patrimoniale.*

In materia di revisione contabile nel corso del 1997 la Consob ha raccomandato un principio di revisione e ha fornito alcuni orientamenti. Con la più volte citata comunicazione in materia di controlli societari, nel febbraio 1997 la Consob aveva raccomandato, tra l'altro, alle società quotate in borsa la revisione contabile delle relazioni semestrali. Successivamente, tenuto anche conto dell'alto tasso di adesione degli emittenti alla raccomandazione, la Commissione ha avviato i lavori per l'elaborazione di un principio sulla revisione della semestrale, avendo riguardo a due esigenze fondamentali: la tempestività di diffusione dei dati semestrali e l'economicità dei costi dei controlli.

A conclusione di tali lavori, con delibera 10867 del 31 luglio 1997, la Commissione ha raccomandato alle società di revisione iscritte nell'albo speciale Consob l'adozione del principio di revisione relativo al controllo contabile delle relazioni semestrali delle società con azioni quotate in borsa.

*Nel principio è indicata, quale forma di controllo, la revisione contabile limitata, che consiste principalmente nell'effettuazione di indagini tramite colloqui con il personale delle società e nello svolgimento di analisi di bilancio. Il principio disciplina altresì lo schema di proposta, la pianificazione, le procedure di controllo, la documentazione del lavoro e lo schema di relazione finale. A tale ultimo proposito è previsto che, affinché gli utilizzatori della relazione non attribuiscono al giudizio rilasciato sulla semestrale la stessa valenza riconosciuta a quello espresso in sede di certificazione del bilancio, debba essere chiaramente riportato nella relazione stessa che la revisione contabile limitata ha comportato un'estensione di lavoro significativamente inferiore a quella di una revisione contabile completa, svolta secondo gli statuiti principi di revisione e che, quindi, non viene rilasciato un giudizio professionale di revisione sulla relazione semestrale.*

Nel corso del 1997 la Commissione ha espresso inoltre una serie di orientamenti in materia di revisione. In particolare ha riscontrato, nella fase del rilascio del giudizio finale sul bilancio, comportamenti delle società di revisione iscritte all'albo speciale (di cui all'art. 8, del D.P.R. 136/75) non perfettamente aderenti alle disposizioni Consob che disciplinano le modalità di redazione della relazione di certificazione (comunicazione 94001751 dell'1 marzo 1994).

*La comunicazione, in linea con la professione contabile internazionale, prevede, tra l'altro, l'ipotesi di scope limitation, vale a dire di limitazioni al procedimento di revisione, nei casi in cui manchino elementi indispensabili per un giudizio sul bilancio. Tali limitazioni sono connesse unicamente a impedimenti tecnici incontrati nello svolgimento delle procedure o a restrizioni imposte dagli amministratori. Nel loro ambito, pertanto, non rientrano le difficoltà di accertamento da parte del revisore della correttezza delle politiche contabili seguite dagli amministratori per la redazione del bilancio. Sulla base dei principi e delle regole raccomandati nella stessa comunicazione, infatti, la valutazione delle politiche contabili seguite dagli amministratori può condurre il revisore esclusivamente a un giudizio di adeguatezza o inadeguatezza e, in quest'ultimo caso, all'inserimento nella relazione di certificazione di un rilievo ovvero all'espressione di un giudizio avverso. La comunicazione affronta anche il tema del trattamento delle incertezze, stabilendo sia gli accertamenti che devono essere svolti dal revisore sull'adeguatezza delle politiche contabili seguite dagli amministratori e sulle informazioni rese al riguardo, sia le modalità dell'espressione del giudizio finale.*

*A tale ultimo riguardo, la Commissione ha precisato che la possibilità da parte del revisore di dichiararsi impossibilitato a esprimere un giudizio può solo discendere da un atteggiamento degli amministratori teso a privare lo stesso revisore delle informazioni disponibili e necessarie allo svolgimento del lavoro. Pertanto, la presenza di una incertezza, ancorché rilevante ma sufficientemente rappresentata in bilancio e sulla quale tutti gli accertamenti possibili sono stati svolti, non può automaticamente condurre il revisore alla non espressione di un giudizio.*

La Commissione ha infine espresso un orientamento in tema di accertamento delle situazioni di incompatibilità previste dall'art. 3, comma 1, D.P.R. 136/75.

*L'art. 3, comma 1, del D.P.R. 136/75 definisce le situazioni di incompatibilità (derivanti da rapporti contrattuali o da partecipazioni o da particolari tipi di rapporti, individuati dalla norma, tra amministratori, sindaci e direttori generali della società conferente e della società di revisione), al ricorrere delle quali l'incarico di revisione non può essere conferito. Tali situazioni riguardano esclusivamente le persone fisiche e non possono invece riferirsi alle persone giuridiche. Tuttavia, lo stesso art. 3 prevede anche, in via generale, che l'incarico di revisione non possa essere conferito a società di revisione i cui soci, amministratori, sindaci e direttori generali si trovino in "altra situazione che ne comprometta comunque l'indipendenza nei confronti della società sottoposta a revisione". Quest'ultima disposizione, diversamente dalle altre, si applica anche alle persone giuridiche che rivestono la qualifica di socio di una società di revisione.*

Si è ritenuto che l'accertamento delle cause di incompatibilità debba essere riferito, oltre che alle fattispecie direttamente riconducibili alla persona giuridica (quale, ad esempio, la prestazione di servizi alla società conferente), anche agli amministratori, ai sindaci, ai direttori generali e al socio persona fisica che ne detiene eventualmente il controllo ai sensi dell'art. 2359 c.c. Ciò al fine di tener conto di quei soggetti che sono in grado di incidere sulla vita societaria e ai quali, in quanto persone fisiche, possono essere applicati i casi di incompatibilità espressamente previsti dal citato art. 3.

La Commissione ha infine chiarito che gli accertamenti dovranno essere effettuati, secondo quanto previsto dalle vigenti disposizioni Consob (comunicazione 94006824 dell'11 luglio 1994), anche nell'ambito delle verifiche annuali, finalizzate all'aggiornamento delle dichiarazioni rese in sede di conferimento dell'incarico.

### III. I MERCATI REGOLAMENTATI

#### *Il mercato di borsa e dei derivati*

Il 1997 è stato caratterizzato da un forte incremento degli scambi di valori mobiliari quotati sul listino ufficiale (azioni, *warrant*, obbligazioni convertibili e diritti di opzione), di strumenti derivati (*futures* sull'indice, *options* sull'indice e *options* su azioni), di obbligazioni e di titoli di Stato (Tav. III.1). Nel corso del 1997, inoltre, si è registrato un notevole incremento della capitalizzazione di borsa (il più elevato negli ultimi dieci anni), passata da 386.000 miliardi di lire nel 1996 a 600.000 miliardi alla fine del 1997 (Tav. aIII.1).

*Tale incremento, pari al 55 per cento, è dovuto in misura pressoché esclusiva all'incremento dei corsi. Il contributo alla crescita della capitalizzazione degli altri fattori appare relativamente marginale: il valore di mercato delle società di nuova quotazione a fine 1997 (al netto delle cancellazioni e escludendo le operazioni di scorporo e di fusione, e i trasferimenti dal Mercato ristretto) è pari a circa 5.800 miliardi mentre le emissioni di nuovi titoli azionari da parte di società italiane già quotate prima del 1997 sono state pari a circa 8.300 miliardi. Ai fini delle statistiche sulla capitalizzazione, peraltro, la privatizzazione di società già quotate ha effetto nullo.*

Gli scambi su titoli azionari sul sistema telematico sono aumentati del 115,5 per cento rispetto al 1996, passando da 156.521 a 337.548 miliardi; tale aumento è stato accompagnato da un incremento del rapporto medio di *turnover*, che è passato dal 44 per cento del 1996 al 68,5 per cento nel 1997. Sebbene il 1997 sia iniziato con una contrazione dell'incidenza dell'operatività degli operatori esteri sul totale degli scambi, tale rapporto si è rapidamente riportato in linea con il valore medio dell'anno precedente (pari al 40 per cento circa).

La crescita degli scambi ha interessato anche i titoli quotati al Mot. Le negoziazioni di obbligazioni sono passate da 14.000 miliardi nel 1996 a 18.000 miliardi nel 1997, mentre le negoziazioni di titoli di Stato sono passate da 267.000 miliardi nel 1996 a 324.000 miliardi nel 1997. Nel corso del 1997 sono stati ammessi a quotazione 114 prestiti obbligazionari (di cui 106 relativi a emittenti bancari) e ne sono stati revocati 185 (per estinzione o rimborso anticipato). Le offerte pubbliche di sottoscrizione di prestiti obbligazionari nel corso del 1997 sono state pari a 13.000 miliardi, di poco inferiori a quelle realizzate nel 1996 (13.200 miliardi).

L'Idem (Mercato italiano dei derivati), al suo terzo anno di vita, è stato caratterizzato da notevoli tassi di crescita, tanto in termini di numero di contratti scambiati che in termini di controvalori nominali negoziati. Tutte le tipologie di contratti scambiati (Fib30, MibO30 e l'Iso $\alpha$ ), infatti, hanno fatto registrare un incremento dei volumi rispetto a quelli scambiati nel corso del precedente anno.

**SCAMBI SU STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI IN BORSA E ALL'IDEM**  
(MILIARDI DI LIRE)

	1995	1996	1997
<i>TITOLI AZIONARI</i>			
ITALIANI	140288	156485	337293
ESTERI	53	36	255
BLOCCHI	10488	6135	14161
FUORI MERCATO	462	139	233
SPEZZATURE	467	567	2016
<i>ALTRI VALORI MOBILIARI</i>			
WARRANT	4496	2922	9461
OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI	1739	2619	2983
DIRITTI	460	84	1024
OBBLIGAZIONI	9546	14052	18320
TITOLI DI STATO	168673	266914	323557
<i>STRUMENTI DERIVATI</i>			
FUTURES SULL'INDICE MIB30 <sup>1</sup>	168691	400929	925004
OPTIONS SULL'INDICE MIB30 <sup>2</sup>	2089	71383	242226
OPTIONS SU AZIONI	—	2704	25003

Fonte: Borsa Italiana Spa. <sup>1</sup> Iniziati il 28 novembre 1994. <sup>2</sup> Iniziati il 15 novembre 1995.

*In particolare, il Fib30 (Future sull'indice di borsa Mib30) è passato da una media giornaliera di 10.577 contratti scambiati nel 1996 a una media di 17.852 contratti nel 1997 (Tav. III.2). I controvalori medi giornalieri sono passati da 1.585 miliardi, nel 1996, a 3.697 miliardi nel 1997. Il Fib30 ha così raggiunto un controvalore scambiato pari al 275 per cento del controvalore del mercato azionario sottostante, di poco superiore alla percentuale registrata nel precedente anno (pari al 258 per cento). Il contratto MibO30 (Opzione sull'indice Mib30) ha fatto registrare una media giornaliera di 4.626 contratti, per un controvalore sottostante scambiato pari a 966 miliardi, rispetto a una media giornaliera di 1.882 contratti e un controvalore medio giornaliero scambiato di 284 miliardi nel 1996. Nel 1997 la percentuale scambiata, in termini di controvalore, sul contratto FibO30 rispetto al mercato ufficiale azionario ha raggiunto il 72 per cento, in crescita rispetto al 46 per cento registrato lo scorso anno.*

*Le opzioni sulle singole azioni hanno mostrato una progressiva crescita di liquidità raggiungendo una media giornaliera di 9.790 contratti, rispetto ai 2.240 contratti del 1996, per un controvalore medio giornaliero sottostante di 91 miliardi, contro i 12,3 miliardi del 1996. Tale incremento dell'operatività in*

contratti di opzione è verosimilmente dovuto, da un lato, alla cessazione dal 20 gennaio del 1997 del regime di contemporaneità delle negoziazioni tra premi e opzioni con il medesimo titolo sottostante e, dall'altro, dalla progressiva familiarizzazione da parte dei risparmiatori, e degli intermediari stessi, con l'operatività propria dei contratti di opzione su singoli titoli.

TAV. III.2

**MERCATO ITALIANO DEI DERIVATI (IDEM)  
DATI RIASSUNTIVI SUGLI SCAMBI 1997**

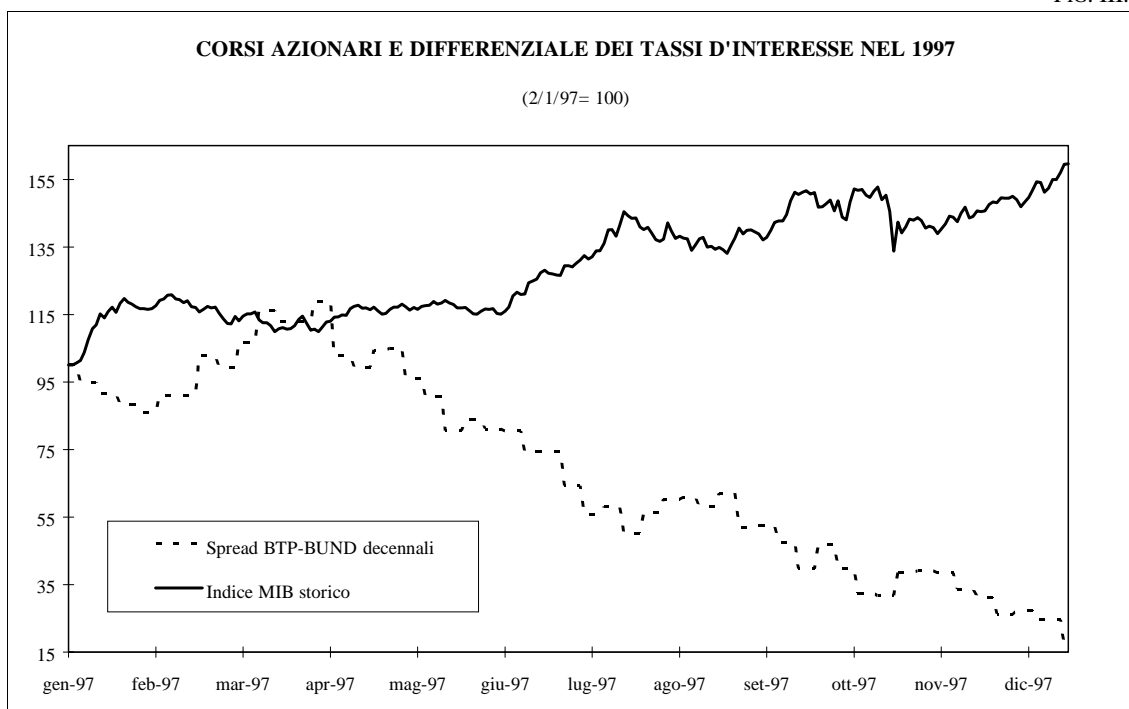
	NUMERO DI CONTRATTI ESEGUITI	MEDIA GIORNALIERA	VARIAZIONE PERCENTUALE RISPETTO AL 1996	CONTROVALORE MEDIO GIORNALIERO (IN MILIARDI DI LIRE)	PERCENTUALE RISPETTO AL "CASH"
FIB30	4.445.057	17.852	166	3.697	275
MIBO30	1.151.970	4.626	242	966	72
ISO $\alpha$	2.437.674	9.790	508	91	11

Fonte: Ced-Borsa.

L'incremento del Mib storico, nel 1997 pari al 58,2 per cento, rappresenta la variazione dell'indice di mercato più elevata fra i paesi del G-7, e l'incremento più sensibile del mercato italiano dopo quello del 1988. La crescita dei corsi azionari e dei volumi scambiati è legata sia all'effetto degli andamenti positivi fatti registrare dai mercati azionari dei principali paesi industrializzati, sia a un graduale aggiustamento dei portafogli delle famiglie collegato alla discesa dei rendimenti reali sui titoli di Stato e sui depositi bancari. Il miglioramento dei "fondamentali" e del quadro macroeconomico è testimoniato dalla progressiva chiusura del differenziale fra i tassi dei Btp decennali e quelli dei Bund tedeschi con pari scadenza (Fig. III.1), e dalla stabilità del tasso di cambio. La riduzione dei tassi d'interesse nel corso del 1997 è stata accompagnata da un appiattimento dell'inclinazione della curva per scadenza dei rendimenti, fenomeno che segnala aspettative di saggi d'interesse in ulteriore discesa. La descritta dinamica riflette il deciso processo di risanamento della finanza pubblica e l'aumento della fiducia nella possibilità che l'Italia entri nel gruppo iniziale dei paesi che adotteranno la moneta unica. Inoltre, il proseguimento del processo di privatizzazioni e la quotazione di nuove imprese, con margini di profittabilità competitivi con i valori medi di settore osservabili nel mercato europeo, hanno contribuito a creare nuove opportunità per l'investimento in borsa, come segnalato dagli elevati livelli di *oversubscription* registrati nelle principali Opv e nei collocamenti in borsa di società di nuova quotazione.



FIG. III.1



Fino alla prima metà del 1997 si è avuta una crescita dei corsi sostenuta e accompagnata da una relativa stabilità della volatilità giornaliera. Nel periodo successivo, invece, la crescita dell'indice Mib è stata più consistente ma la volatilità ha fatto registrare valori più elevati rispetto a quelli del primo semestre (Fig. III.2). Tale aumento della volatilità si è concentrato nel mese di ottobre, quando il mercato italiano, insieme a quelli dei principali paesi industrializzati, ha risentito degli effetti negativi derivanti dall'instabilità che ha contrassegnato i mercati azionari dei paesi asiatici.

Le tensioni finanziarie nei paesi asiatici, originate prevalentemente da forti deprezzamenti dei tassi di cambio associati a consistenti fuoriuscite di capitali, si sono trasmesse alle principali borse mondiali, provocando sensibili correzioni al ribasso. Nel caso dell'Italia, la variazione negativa più consistente dell'indice Mib si è avuta nella giornata del 28 ottobre ed è stata pari all'8,1 per cento. Nonostante il perdurare delle tensioni sui mercati asiatici dopo il mese di ottobre, il mercato italiano ha continuato a far registrare consistenti rialzi negli ultimi mesi dell'anno e la volatilità di breve periodo è ritornata sui valori di inizio anno. La correlazione fra i rendimenti giornalieri del mercato italiano e quelli dei mercati azionari dei paesi del G-7 è rimasta su valori elevati nell'arco di tutto il 1997; tuttavia mentre in questi paesi dopo la crisi asiatica l'indice del

mercato azionario si è riportato su valori prossimi a quelli fatti registrare prima del mese di ottobre, l'indice Mib ha continuato a crescere portandosi al di sopra dei valori massimi di fine settembre. Nei mesi di novembre e dicembre del 1997, infatti, la crescita del Mib è stata pari all'11,5 per cento, contro una crescita media dei paesi del G-7 (escluso il Giappone) del 5,7 per cento.

FIG. III.2



### ***La privatizzazione della borsa***

Nel corso del 1997 è stato portato a compimento il processo di privatizzazione della borsa, secondo quanto previsto dall'art. 56 del decreto legislativo 415/96.

All'inizio del 1997 il Consiglio di Borsa ha trasmesso alla Consob un progetto di trasformazione dei mercati di borsa che prevedeva la costituzione di un'unica società per azioni e ha compiuto i relativi atti costitutivi, oltre all'elencazione dei beni, dei contratti e degli altri rapporti funzionali all'organizzazione e alla gestione dei mercati. Il progetto è stato approvato dalla Consob il 23 gennaio 1997. Nell'approvare il progetto stesso, la Consob ha raccomandato al Consiglio di Borsa, sulla base di quanto previsto dal decreto legislativo 415/96, di redigere i regolamenti di

funzionamento e organizzazione dei mercati di borsa e di prevedere modalità organizzative della società tali da prevenire i conflitti di interesse che possono sorgere tra le diverse categorie di azionisti.

A seguito dell'approvazione del progetto, il Consiglio di Borsa ha successivamente provveduto alla nomina di un amministratore provvisorio e alla deliberazione di un aumento di capitale sociale a lire 2 miliardi di lire, sottoscritto dal Consiglio di Borsa stesso mediante conferimento dei beni e dei rapporti giuridici funzionali all'organizzazione e alla gestione dei diversi mercati di borsa.

Con decreto del 4 luglio 1997, il Ministero del tesoro ha definito le modalità e le condizioni di vendita delle azioni della Borsa Italiana Spa.

*Il decreto del Ministero del tesoro stabiliva, tra l'altro, che la procedura di vendita avesse luogo nella forma tecnica dell'asta competitiva e che all'asta potessero partecipare, oltre agli intermediari nazionali ed esteri autorizzati alla negoziazione di strumenti finanziari sui mercati regolamentati italiani (imprese di investimento, banche e agenti di cambio) ovvero iscritti negli albi e negli elenchi tenuti dalla Consob e dalla Banca d'Italia, le società di gestione di fondi comuni, le Sicav, le imprese di assicurazione nazionali ed estere abilitate a operare in Italia, le società emittenti titoli negoziati in borsa e infine le società interamente partecipate dai soggetti menzionati e aventi come oggetto sociale esclusivo o prevalente l'acquisto di partecipazioni in società di gestione di mercati regolamentati.*

*Il decreto stabiliva, inoltre, che il capitale sociale della borsa, rappresentato da 2 milioni di azioni ordinarie del valore nominale di 1.000 lire ciascuna, fosse venduto sulla base di lotti minimi di 1.000 azioni ciascuno a un prezzo minimo di 20 milioni per ciascun lotto (pertanto il valore minimo di aggiudicazione dell'intero capitale veniva fissato pari a 40 miliardi), e che nessun partecipante alla vendita potesse risultare aggiudicatario di più del 5 per cento del capitale sociale.*

L'asta competitiva per la vendita delle azioni della Borsa Italiana Spa ha avuto luogo nel mese di settembre. L'esito dell'asta ha determinato l'aggiudicazione dell'intero capitale sociale a 59 aggiudicatari su un totale di 98 soggetti che avevano presentato offerte per un ammontare complessivo di 2.999 lotti pari al 150 per cento dell'offerta. Il prezzo medio di aggiudicazione è risultato pari a 26.335 lire per azione, per un incasso totale per il Ministero del tesoro pari a circa 53 miliardi. Le banche hanno acquisito il 63 per cento circa dell'intero capitale sociale, mentre la percentuale di capitale detenuta sale al 78,7 per cento qualora si considerino le Sim da queste controllate. I soggetti non residenti risultavano, invece, presenti nel capitale della Borsa Italiana Spa con una percentuale marginale (Tav. III.3).

TAV. III.3

**LA PROPRIETÀ DELLA BORSA ITALIANA DOPO L'OPV**

PESO NEL CAPITALE SOCIALE  
(VALORI IN PERCENTUALE)

SIM NON BANCARIE	13,5
SIM BANCARIE	15,5
BANCHE	63,2
ALTRI	7,8
<i>TOTALE</i>	<i>100</i>
OPERATORI ITALIANI	99,9
OPERATORI ESTERI	0,1
<i>TOTALE</i>	<i>100</i>

Fonte: Borsa Italiana Spa.

Il 20 ottobre si è tenuta la prima assemblea della Borsa Italiana che ha provveduto a nominare gli organi sociali. L'assemblea ha poi approvato il regolamento che disciplina l'organizzazione e il funzionamento dei mercati di borsa, successivamente sottoposto all'approvazione della Consob ai sensi dell'art. 56, comma 6 del decreto legislativo 415/96. La Consob, dopo aver richiesto alcune modifiche, ha autorizzato la Borsa Italiana Spa all'esercizio dei mercati regolamentati, con delibera 11091 del 12 dicembre 1997.

Nel trasmettere alla Borsa Italiana l'autorizzazione, la Consob ha sottolineato come, da un punto di vista sostanziale, l'attività di organizzazione propedeutica alla gestione del mercato da parte della Borsa Italiana non possa ritenersi compiuta con la mera predisposizione delle norme tecniche relative al funzionamento dei mercati. È stato precisato che l'avvio della piena operatività del mercato esige anche la definizione di un più ampio e complesso apparato organizzativo, di procedure gestionali e di controllo idonee a garantire l'indipendente, efficiente e corretto disimpegno dell'attività e a prevenire l'insorgere di potenziali conflitti di interesse. Peraltro, è sembrato non agevole fissare, fin dalla prima fase di avvio del mercato, tutte le regole e procedure atte a garantire la corretta definizione degli assetti organizzativi della società; né era opportuno considerarle come elemento pregiudiziale per l'approvazione del regolamento e, quindi, per l'avvio dell'operatività della Borsa Italiana. La Consob ha quindi segnalato che la verifica dell'esistenza e dell'efficacia dei meccanismi volti a ridurre il rischio dell'insorgere di potenziali conflitti di interesse formeranno oggetto dell'esercizio del potere di vigilanza sulla borsa stessa previsto dall'art. 53 del D.Lgs. 415/96.

### ***L'accesso remoto e il servizio di liquidazione***

Il recepimento della direttiva comunitaria sui servizi ha posto le premesse per un rafforzamento del processo di competizione tra i mercati. In tale contesto si inserisce lo strumento del cosiddetto accesso remoto, che consente alle imprese di investimento comunitarie di esercitare i servizi ammessi al mutuo riconoscimento senza stabilirvi succursali (art. 14 del D.Lgs. 415/96). Per quanto riguarda in particolare i servizi di negoziazione sul mercato azionario, tale strumento determina un notevole abbassamento dei costi di entrata sul mercato. Nel corso del 1997, l'accesso remoto è stato utilizzato da quattro operatori esteri per l'Idem (uno di questi è una filiale estera di una banca italiana) e da due operatori esteri per il mercato azionario.

Nel corso del 1997 la Consob ha adottato alcuni provvedimenti volti a favorire l'accesso remoto ai mercati regolamentati da parte di investitori esteri con riferimento all'attività di negoziazione sul mercato azionario. Ciò ha richiesto il superamento di alcuni problemi organizzativi e tecnici. L'esercizio dell'attività di negoziazione, nel quadro regolamentare previgente, richiedeva, infatti, lo svolgimento obbligatorio di altre attività direttamente connesse alla contrattazione sul mercato. Particolare attenzione è stata quindi posta al rapporto tra contrattazione e liquidazione dei contratti che poneva un obbligo per tutti i soggetti negozianti di partecipare direttamente alle procedure di liquidazione dei contratti stipulati.

*L'obbligo di aderire direttamente alla stanza di compensazione per la liquidazione dei contratti comportava per gli intermediari negozianti l'adesione al sistema di "riscontro e rettifica" dei contratti (Rrg), l'adesione al sistema di deposito accentrato presso la Monte Titoli (per azioni, obbligazioni e warrant) o la gestione centralizzata della Banca d'Italia (per titoli di Stato) e relativamente alla fase di regolamento dei saldi in lire, rapporti di deposito, diretto o indiretto, presso la Banca d'Italia. Parallelamente al sistema descritto e limitatamente al segmento azionario della borsa, il processo di liquidazione era assistito dalla presenza di un unico sistema di garanzia che assicurava il buon fine dei contratti e della liquidazione degli stessi. Partecipanti a tale sistema di garanzia erano tutti i soggetti aderenti alla "liquidazione a contante garantita".*

Al fine di agevolare l'operatività "remota" e il regolare svolgimento del processo di liquidazione, che avrebbe potuto incontrare criticità derivanti dalla non immediata o quanto meno più difficoltosa reperibilità del soggetto estero non residente, la Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, con il provvedimento del 9 aprile 1997, ha modificato la catena funzionale "negoziazione-liquidazione" prevedendo la possibilità per i soggetti negozianti di liquidare i propri contratti anche attraverso un altro soggetto aderente al servizio di compensazione e liquidazione gestito dalla Banca d'Italia (cosiddetta adesione indiretta).

*L'art. 3, comma 2, del citato provvedimento prevede, in particolare, la possibilità per un aderente al servizio di compensazione e di liquidazione di partecipare al servizio stesso anche in nome proprio e per conto di altri operatori abilitati all'esercizio dei servizi di investimento. Da tale disposizione deriva quindi il venir meno dell'obbligo, per gli operatori abilitati all'esercizio dell'attività di negoziazione, di partecipare*

*direttamente al servizio di compensazione e di liquidazione. Con essa viene, inoltre, definito il rapporto giuridico tra negoziatore e liquidatore nella partecipazione al servizio di compensazione e liquidazione. Il liquidatore dovrà agire in base a un mandato senza rappresentanza conferito dal negoziatore e quindi assume egli stesso la responsabilità del regolamento dei contratti.*

*In relazione invece ai rapporti contrattuali che legano il negoziatore al liquidatore, la Consob ha limitato il proprio intervento a quegli aspetti che hanno una rilevanza per l'ordinato svolgimento delle contrattazioni e per l'integrità del mercato. In questo ambito è stato disciplinato il solo diritto di recesso; ciò in quanto l'esercizio unilaterale e senza preavviso di tale diritto può determinare criticità per il negoziatore che lo subisce (che non potrebbe regolare i contratti già stipulati) e per le relative controparti di mercato. Conseguentemente, per evitare tale situazione, è stato previsto che l'aderente al servizio di compensazione e di liquidazione che abbia comunicato o ricevuto il recesso debba assicurare la compensazione e la liquidazione dei contratti stipulati sul mercato dall'aderente indiretto nei giorni precedenti la data di efficacia del recesso. Inoltre, poiché l'accesso al servizio di compensazione e di liquidazione, diretto o indiretto, è condizione necessaria per partecipare alle contrattazioni tramite il sistema telematico delle borse valori, a decorrere dalla data di recesso l'aderente indiretto non potrà negoziare sul mercato finché non abbia concluso e comunicato al gestore del mercato un nuovo accordo con un altro aderente al servizio di compensazione e di liquidazione ovvero non abbia aderito direttamente al servizio stesso. Tale disposizioni, a seguito della privatizzazione della borsa, sono state riproposte nel regolamento della Borsa Italiana Spa.*

La modifica delle modalità di partecipazione al servizio di compensazione e liquidazione e il venir meno della coincidenza funzionale tra negoziatore e liquidatore a essa sottesa hanno richiesto una serie di interventi tecnici e normativi.

La possibilità che, con l'adesione indiretta, soggetto negoziatore e liquidatore non coincidano ha fatto venire meno il presupposto dell'unicità del sistema di garanzia. Conseguentemente, si è reso necessario scindere le funzioni del sistema di garanzia in relazione alla loro finalità specifiche e quindi prevedere la costituzione di due sistemi distinti entrambi affidati alla gestione della Cassa di compensazione e garanzia: partecipano al Fondo di garanzia della liquidazione i soli operatori aderenti al servizio di compensazione e di liquidazione; tali soggetti devono versare margini di garanzia commisurati alla rispettiva operatività in stanza, calcolata come percentuale del controvalore dei saldi bilaterali presentati. Partecipano, invece, al Fondo di garanzia dei contratti i partecipanti alle negoziazioni di borsa; tali soggetti devono versare un margine di garanzia commisurato al controvalore medio giornaliero negoziato in borsa.

Rispetto al precedente regime, poiché il Fondo di garanzia dei contratti trova ragione nella necessità di assicurare indifferenza di controparte nella conclusione dei contratti nel sistema telematico (dove gli operatori non possono scegliere la propria controparte), si sono mantenute forme di garanzia solo per i contratti conclusi sul mercato ufficiale, escludendo in tal modo i contratti eseguiti fuori mercato e i blocchi.

***L'attività di controllo e di regolamentazione***

La Commissione ha svolto nel corso del 1997 un'intensa attività di monitoraggio e di controllo sulla regolarità degli scambi sia attraverso il controllo in via diretta, vigilando sul corretto funzionamento del sistema telematico e verificando il regolare svolgimento di ciascuna fase della seduta di borsa, sia attraverso il controllo a posteriori delle anomalie nell'andamento dei prezzi e degli scambi.

L'attività di controllo sulla regolarità degli scambi si è incentrata anche sull'analisi dell'impatto degli studi relativi alle società quotate (inviati alla Consob ai sensi dell'art. 15 del regolamento 5553/91) sui prezzi e sull'operatività degli intermediari. Dei 9.832 consigli operativi contenuti negli studi pervenuti nel corso del 1997, 9.786 riguardavano analisi a contenuto fondamentale (di cui 2.431 con carattere monografico relativi a 154 società e 7.355 a carattere non monografico relativi a 184 società) mentre i restanti 45 contenevano considerazioni di analisi tecnica relative a 30 società (Tav. aIII.6). È risultato in aumento di oltre il 15 per cento rispetto al 1996 il numero degli emittenti esaminati, mentre 88 società (di cui 61 quotate in borsa e 27 al Mercato ristretto) non sono mai state oggetto di studi monografici nel corso dell'anno.

L'attività di monitoraggio sul funzionamento del mercato e sulla regolarità degli scambi ha portato all'adozione di provvedimenti di sospensione delle quotazioni e di revoca dal listino.

TAV. III.4

**INTERVENTI SULLE QUOTAZIONI**

ANNI	NUMERO SOSPENSIONI			
	ORARIE	GIORNALIERE	TEMPORANEE	TOTALE
1995	2	32	14	48
1996	3	19	9	31
1997	2	22	4	28

I provvedimenti di sospensione assunti nel corso del 1997 sono stati 28 (Tav. III.4), di cui 22 per meno di due sedute (adottati in attesa di annunci effettuati dagli emittenti relativamente a operazioni di carattere straordinario) e 4 di sospensione temporanea adottati per società che avevano evidenziato gravi squilibri economico-finanziari (Tav. aIII.8). In due casi si è proceduto, invece, al prolungamento della fase di preapertura (cioè a una sospensione oraria). In linea con una tendenza evidenziata già negli anni precedenti, anche nel 1997 il numero dei comunicati messi a

disposizione del pubblico, ai sensi del regolamento sugli obblighi di informativa continua, ha mostrato un sensibile incremento. Le comunicazioni trasmesse, invece, all'organo di vigilanza e al competente organo del mercato per l'immediata messa a disposizione del pubblico e ad almeno due agenzie di stampa sono state oltre 3.100 (circa 12 per seduta), sensibilmente superiori (più 42 per cento) rispetto al 1996. È stata contestata, infine, nei confronti di 7 società quotate la mancata pubblicazione, secondo le modalità e i termini previsti, di informazioni rilevanti (Tav. aIII.9).

Nel corso del 1997, è stata avviata un'indagine volta ad approfondire la rilevanza del fenomeno degli scambi di strumenti finanziari conclusi al di fuori dei mercati regolamentati. In particolare, al fine di assumere prime indicazioni utili alla definizione della nozione di mercati organizzati, di cui all'art. 27 del D.Lgs. 415/96, sono state condotte delle indagini su un campione di 32 banche non quotate relativamente all'attività di compravendita sui propri titoli, sia in conto proprio che in conto terzi.

*In particolare, sono stati analizzati i periodi dal 1° novembre 1996 al 28 febbraio 1997 e dal 3 marzo al 29 agosto 1997. L'analisi ha posto in luce come la maggior parte delle banche del campione abbia operato sui propri titoli sia pure con discontinuità. I prezzi rilevati sembrano adeguarsi con un sensibile ritardo alle variazioni dei tassi di mercato e dei flussi di domanda e offerta, e gli ordini della clientela non sempre riescono a trovare esecuzione in maniera tempestiva. Il peso dei titoli bancari non quotati nelle gestioni patrimoniali, salvo un caso eccezionale, è estremamente ridotto. Infine, il rapporto di turnover medio dei titoli bancari non quotati (complessivamente pari a circa il 3,8 per cento) e il controvalore medio giornaliero negoziato (pari a circa 2,5 miliardi di lire) non possono considerarsi trascurabili se confrontati con i valori di tali indicatori osservati, nello stesso periodo, per il Mercato ristretto (pari rispettivamente, al 7,6 per cento e a 4,6 miliardi).*

Il 1997 ha visto l'introduzione di un'importante modifica nel meccanismo di funzionamento del mercato a pronti. A partire dal 19 maggio, infatti, 134 titoli fra azioni e obbligazioni convertibili (cosiddetti titoli sottili), quotati sia in borsa che al Mercato ristretto, sono negoziati con un orario di contrattazione ridotto rispetto a quello degli altri titoli quotati sul mercato ufficiale.

*In particolare la fase di preapertura è stata estesa dalle 9:30 fino alle 11:45, mentre l'orario di contrattazione continua è stato ridotto rispetto a quello a quello dei titoli liquidi e va dalle 12:00 alle 15:30 (mentre per i titoli liquidi la contrattazione continua va dalle 10:00 alle 17:00). Gli stessi orari di contrattazione valgono per i titoli negoziati sul Mercato ristretto, per il quale tuttavia non vi è una fase di negoziazione in continua, e per i warrants e i diritti sui titoli sottili. L'allungamento della fase di preapertura risponde essenzialmente all'esigenza di aumentare la possibilità di arrivare a un prezzo di apertura valido e di massimizzare le quantità scambiate in fase di asta di apertura, mentre l'accorciamento della fase di contrattazione continua ha l'obiettivo di migliorare il processo di price discovery e di aumentare la liquidità e lo spessore del book osservabile in un dato istante di temporale.*

Sempre a partire dal 19 maggio, è stata introdotta la figura dell'operatore specialista per 9 dei 134 titoli sottili (ai quali se ne sono aggiunti altri 11 nel corso dell'anno). Lo specialista ha il compito di mantenere un mercato liquido su ciascuno dei titoli di propria competenza e di svolgere



attività di analisi finanziaria in relazione a ciascun emittente i titoli stessi. In particolare, l'obbligo dello specialista consiste nell'espore ordini in acquisto e in vendita mantenendo uno *spread bid-ask* massimo (normalmente del 4 per cento), obbligo che viene meno una volta eseguite transazioni, nell'arco della giornata, che superano un numero predefinito di lotti. Lo specialista ha inoltre il compito di produrre almeno due studi all'anno sull'emittente del titolo a lui assegnato, in occasione, rispettivamente, dell'approvazione del bilancio d'esercizio e della relazione semestrale.

*Lo specialista è legato alla società emittente da un contratto di liquidità. A fronte degli obblighi dello specialista sopra descritti, la società emittente sostiene (o si appropria di) una data quota delle perdite (ricavi) derivanti dall'attività di negoziazione in conto proprio che lo specialista pone in essere per fornire liquidità al titolo. La società emittente, infine, riconosce allo specialista un contributo spese parametrato al volume delle transazioni eseguite da quest'ultimo. Vi è tuttavia una formula contrattuale alternativa a quella appena illustrata, e meno onerosa per l'intermediario, in base alla quale l'intermediario fa fronte agli obblighi di mantenimento della liquidità utilizzando un apposito fondo messogli a disposizione dalla società emittente. In questo secondo caso, l'intermediario effettua quindi un'attività in conto terzi priva di rischio e remunerata dall'emittente sulla base di una commissione predefinita.*

Gli effetti della riforma dei titoli sottili sulla liquidità appaiono complessivamente positivi. In particolare, si è assistito a una sensibile riduzione degli *spread bid-ask* e del numero di giornate senza contrattazioni. Tali effetti sono stati più marcati per i titoli assistiti da operatore specialista (Tav. III.5). Sebbene per questi titoli la frequenza delle giornate con assenza di scambi permanga su livelli elevati anche dopo l'introduzione dello specialista, tale valore risulta più basso di quello dei titoli con orario di contrattazione normale e capitalizzazione medio-bassa.

**L'EFFETTO SULLA RIFORMA DEI TITOLI SOTTILI  
SULLA LIQUIDITÀ DELLE AZIONI QUOTATE SUL MERCATO UFFICIALE**

	SPREAD BID-ASK MEDIO <sup>1</sup> (IN PERCENTUALE)	PERCENTUALE DELLE GIORNATE CON ASSENZA DI SCAMBI
<i>TITOLI SOTTILI SENZA SPECIALISTA</i>		
19/11/96 - 16/05/97	1,99	30,1
19/05/97 - 18/11/97	1,75	26,8
<i>TITOLI SOTTILI ASSISTITI DA SPECIALISTA DAL 19/05/97</i>		
19/11/96 - 16/05/97	1,65	19,2
19/05/97 - 18/11/97	0,97	10,8
<i>TITOLI CON ORARIO DI CONTRATTAZIONE NORMALE E CAPITALIZZAZIONE INFERIORE A 532 MILIARDI<sup>2</sup></i>		
19/11/96 - 16/05/97	1,20	13,9
19/05/97 - 18/11/97	1,03	14,3

Fonte: Elaborazioni su dati Ced-Borsa. <sup>1</sup> Differenza fra la migliore proposta in acquisto e la migliore proposta in vendita rilevata a fine giornata. <sup>2</sup> 532 miliardi è la capitalizzazione massima osservata per i titoli sottili (con o senza specialista) alla data del 19/05/97 (con la sola eccezione del titolo Banca Carige ord. con capitalizzazione pari a 1590 miliardi).

Un altro intervento regolamentare di rilievo, attuato nel corso del 1997, è stato quello relativo alla modifica degli obblighi di informativa delle società emittenti. Tale modifica, adottata con la delibera 10917 del 10 settembre 1997, integrata dalla raccomandazione 97008479 del 24 settembre 1997, ha introdotto significativi elementi di novità.

In primo luogo, al fine di assicurare la continuità delle informazioni diffuse dagli emittenti e pur riconoscendo la facoltà di diffondere dati previsionali e obiettivi quantitativi, è stato richiesto agli emittenti stessi di osservare più stringenti regole di condotta per la pubblicazione di tali informazioni. Agli emittenti è stata imposta, inoltre, la verifica della coerenza dell'andamento effettivo della gestione con i citati dati e obiettivi, accompagnata dal contestuale obbligo di aggiornamento al pubblico di ogni rilevante scostamento.

Inoltre, è stato esteso il preesistente obbligo di informare il pubblico circa l'approvazione definitiva del bilancio e della relazione semestrale alle ipotesi in cui l'emittente rediga situazioni contabili destinate a essere riportate nei precedenti documenti, quando tali situazioni vengano comunicate a soggetti esterni alle società e comunque non appena queste abbiano acquistato un sufficiente grado di certezza. Tale previsione intende promuovere comportamenti più corretti da parte degli emittenti nell'adempimento della generalità dei propri obblighi informativi verso il

pubblico e, in particolare, ha la finalità di incrementare la tempestività della comunicazione al pubblico delle notizie relative all'andamento della gestione. Al riguardo, è da rilevare che analogo obiettivo persegue la raccomandazione di comunicare al mercato situazioni preconsuntive, anche con l'indicazione di soli dati stimati, nel caso di prevedibili ritardi nell'approvazione da parte dei consigli di amministrazione delle rendicontazioni redatte ai sensi della normativa civilistica.

*Tra le novità introdotte dalla citata delibera 97008479 del 24 settembre 1997 si annovera anche l'estensione degli obblighi informativi dei soggetti a capo di gruppi cui appartengono emittenti valori mobiliari quotati, ai quali si richiede di informare il pubblico delle proprie decisioni idonee a influenzare sensibilmente il prezzo dei predetti valori mobiliari.*

*Inoltre, in considerazione del fatto che l'attività di emissione di obbligazioni da parte delle banche ha assunto carattere ordinario e che pertanto di norma non ha influenza sull'andamento delle quotazioni di borsa dei titoli emessi dalle stesse banche, tali soggetti sono stati esonerati dagli obblighi informativi in occasione dell'approvazione da parte dei consigli d'amministrazione dell'emissione dei citati prestiti. Modalità più rigorose sono state, invece, stabilite per la diffusione al pubblico delle informazioni concernenti situazioni contabili infrannuali. È stato, infine, reso obbligatorio un comportamento in precedenza solo raccomandato e consistente nell'allegare al comunicato stampa emesso in coincidenza con l'approvazione da parte del consiglio di amministrazione del bilancio e della relazione semestrale, i relativi schemi contabili.*

*Con la raccomandazione 97008479 del 24 settembre 1997 si è introdotto il principio della responsabilità degli emittenti per le notizie inerenti alla loro attività e rilevanti ai fini dell'influenza sulle quotazioni, anche quando tali notizie sono diffuse da terzi. Al fine di ripristinare immediatamente le condizioni di correttezza informativa alterate dalla condotta di terzi è stato, infatti, richiesto agli emittenti di informare il pubblico circa la veridicità delle informazioni di pubblico dominio, non rese pubbliche ai sensi della normativa vigente e in grado di alterare sensibilmente il prezzo dei loro valori mobiliari quotati.*

*Ulteriori indicazioni contenute nella predetta raccomandazione concernono il richiamo alla corretta applicazione degli obblighi previsti dal regolamento 5553/1991 in occasione degli incontri individuali che le società emittenti intrattengono con investitori istituzionali e il livello minimo di informazioni da divulgare in occasione degli incontri allargati. Si è richiesto inoltre di comunicare con congruo anticipo alla Consob le notizie rilevanti diffuse a mercato aperto al fine di consentire l'eventuale assunzione, in coordinamento con la tempistica di diffusione della notizia, di provvedimenti per la tutela dell'ordinato svolgimento delle negoziazioni.*

TAV. III.6

**MERCATO ITALIANO DEI DERIVATI  
VIOLAZIONE DEI PARAMETRI IOMM $\alpha$  DA PARTE DI MARKET  
MAKERS SUI CONTRATTI ISO $\alpha$  NEL 1997**

MESI	NUMERO DI VIOLAZIONI IOMM $\alpha$	NUMERO VIOLAZIONI IOMM $\alpha$ GLOBALE
FEBBRAIO	8	2
MARZO	8	1
APRILE	10	1
MAGGIO	7	1
GIUGNO	5	0
LUGLIO	16	3
AGOSTO	15	2
SETTEMBRE	13	2
OTTOBRE	14	1
NOVEMBRE	11	4
DICEMBRE	17	3
<i>TOTALE 1997</i>	<i>124</i>	<i>20</i>

Dal punto di vista dell'attività di regolamentazione del mercato degli strumenti derivati, il principale intervento è stato rappresentato dall'adozione, dal mese di febbraio del 1997, di due indicatori che misurano l'efficienza dell'attività di *market making* sui contratti Iso $\alpha$ . Il primo di tali indicatori, denominato Iomm $\alpha$ , prende in considerazione per ciascun *market maker* su ciascun contratto di opzione tre sottoindicatori (percentuale di applicazioni ricevute, percentuale di applicazioni effettuate, percentuale di risposte alle richieste di quotazione) ponderati secondo un diverso grado di importanza. Il secondo degli indicatori, denominato Iomm $\alpha$  Globale, costruito ponderando gli indicatori Iomm $\alpha$ , consente una valutazione complessiva dell'attività svolta da ciascun *market maker* su tutti i contratti di opzione sui quali viene svolta la relativa attività. Gli operatori *market maker* sono tenuti a rispettare su base mensile un valore minimo del 4 per cento dell'indicatore Iomm $\alpha$  e dell'8 per cento dell'indicatore Iomm $\alpha$  Globale.

Nel corso del 1997 sono state contestate agli operatori *market maker* 20 violazioni del parametro Iomm $\alpha$  globale (Tav. III.6).

*La Commissione ha ritenuto opportuno, nell'ambito dell'attività di revisione della regolamentazione del mercato, apportare alcune modifiche alla disciplina relativa ai contratti negoziati sull'Idem. Di particolare rilievo sono state le modifiche introdotte con riferimento all'opzione Iso $\alpha$ , che hanno riguardato*

*il numero di titoli azionari sottostanti, gli obblighi di quotazione e il numero minimo di prezzi di esercizio quotati per ciascuna scadenza del contratto. In particolare, è stato previsto un numero di titoli sottostanti differenziato per ciascun contratto di opzione, in relazione al prezzo dei titoli azionari di riferimento e al relativo quantitativo minimo negoziabile sul sistema azionario telematico. Il potere di fissare il numero di titoli sottostanti è stato contestualmente delegato al Consiglio di borsa, stabilendone i criteri di esercizio. Inoltre, è stato stabilito che gli operatori market maker siano obbligati a rispondere alle richieste di quotazione con proposte in acquisto e in vendita per quantitativi di contratti di opzione pari a un numero di azioni sottostanti non inferiore a diecimila titoli. Infine, è stato previsto che per ciascuna scadenza negoziata siano quotati almeno nove prezzi di esercizio anziché cinque come precedentemente stabilito.*

Da ultimo, è stata modificata la disciplina relativa ai vincoli imposti agli operatori che inseriscono, nelle giornate di scadenza dei contratti, proposte aventi a oggetto titoli azionari componenti l'indice Mib30 o sottostanti i contratti Iso $\alpha$  nella fase di preapertura del mercato azionario, relative alla chiusura delle operazioni di arbitraggio, di copertura o di *trading* di volatilità sui contratti dell'Idem. La precedente disciplina prevedeva che tali proposte dovessero essere inserite nel sistema entro e non oltre le ore 9:10, al fine di evitare effetti destabilizzanti sui prezzi di apertura dei trenta titoli dell'indice Mib30. Dal mese di maggio, è stata introdotta la possibilità di inserire tali proposte anche dopo le ore 9:10 a condizione che esse siano tali, per prezzo, quantità e modalità di conclusione, da ridurre la variazione del prezzo teorico di apertura rispetto al prezzo di riferimento del giorno di borsa aperta precedente.

#### IV. L'ABUSO DI INFORMAZIONI RISERVATE E LA MANIPOLAZIONE

##### *Le azioni per il rispetto della normativa*

L'attività di accertamento in materia di ipotesi di violazione della legge 157/91 si sviluppa in due fasi. La prima ha natura preliminare e può concludersi sia con l'archiviazione, sia con l'apertura di un'istruttoria formale. La seconda, che fa seguito alla decisione della Commissione di avviare un'indagine formale, mira all'individuazione dei soggetti in capo ai quali si configura un'ipotesi di reato e all'eventuale predisposizione della relazione motivata all'Autorità Giudiziaria ex art. 8 della legge 157/91.

Gli accertamenti preliminari prendono avvio a seguito di anomalie riscontrate dalla Consob nello svolgimento dei propri compiti istituzionali, ovvero a seguito di segnalazioni esterne, provenienti da soggetti terzi qualificati (Autorità Giudiziaria e pubblici ufficiali ex artt. 361 e 362 del c.p.) o da soggetti privati. In questa fase, l'attenzione è concentrata sull'operatività degli intermediari coinvolti, che viene analizzata anche avvalendosi di dati su specifiche contrattazioni, eventualmente acquisiti nell'ambito dell'esercizio della vigilanza informativa. La Commissione, a fronte degli elementi così acquisiti, delibera l'archiviazione ovvero l'apertura di una formale istruttoria; qualora le segnalazioni provengano dall'Autorità Giudiziaria o da pubblici ufficiali, l'apertura della relativa istruttoria e la trasmissione degli esiti alla Magistratura sono obbligatorie.

Il procedimento istruttorio si conclude con l'adozione di una delibera della Commissione, in relazione agli elementi emersi in ordine a ipotesi di reato e, qualora vengono ravvisati elementi sufficienti per ritenere fondata l'ipotesi di violazione della legge 157/91, con la trasmissione di una relazione motivata all'Autorità Giudiziaria.

In materia di uso di informazione riservata (*insider trading*) e manipolazione, la Consob ha complessivamente individuato, nel corso dell'anno, 31 casi per i quali sussistono i motivi per un'ipotesi di reato. Di questi, 19 sono stati rilevati nell'ambito dell'attività di controllo dei mercati, mentre i restanti sono emersi nello svolgimento di altre attività istituzionali della Commissione o a seguito di segnalazioni dall'esterno. Gli esposti si sono rivelati quindi una fonte importante per l'azione per il rispetto della normativa.

Nel corso del 1997 sono state concluse 52 indagini. In 19 casi, la Commissione ha inviato una relazione motivata all'Autorità Giudiziaria competente; le rimanenti istruttorie si sono concluse con l'archiviazione (Tav. IV.1).

TAV. IV.1

**RISULTANZE DELLE INDAGINI IN MATERIA DI  
INSIDER TRADING E MANIPOLAZIONE**

RISULTANZE	1996	1997
RELAZIONE MOTIVATA	9	19
ARCHIVIAZIONE AL TERMINE DI INDAGINI PRELIMINARI	--	18
ARCHIVIAZIONE AL TERMINE DI INDAGINI EX ART. 8 <sup>1</sup>	12	15
<i>TOTALE</i>	<i>21</i>	<i>52</i>

<sup>1</sup> Si tratta di archiviazioni cui si è pervenuti al termine di indagini che hanno comportato l'impiego dei poteri attribuiti alla Consob dall'art. 8 della legge 157/91.

In linea con quanto avvenuto nell'anno precedente, anche nel 1997 l'utilizzo dei poteri istruttori previsti dall'art. 8 della legge 157/91 ha interessato in misura preponderante soggetti sottoposti alla vigilanza della Consob (Tav. IV. 2).

TAV. IV.2

**RICHIESTE DI DATI E NOTIZIE IN MATERIA DI  
INSIDER TRADING E MANIPOLAZIONE**

SOGGETTI	1996	1997
INTERMEDIARI AUTORIZZATI	189	203
SOCIETÀ QUOTATE	30	37
INVESTITORI ISTITUZIONALI	23	17
ALTRI SOGGETTI VIGILATI	6	--
SOGGETTI PRIVATI	13	49
PUBBLICHE AMMINISTRAZIONI	10	22
<i>TOTALE</i>	<i>271</i>	<i>328</i>

Il raffronto fra i dati del 1996 e quelli del 1997 mostra che, nonostante un sostanziale aumento delle indagini concluse nel 1997 (52 rispetto alle 21 dell'anno precedente), il numero di richieste inviate agli intermediari non si è incrementato in misura proporzionale: la ragione di ciò

è da ricercarsi nella costante e continua attenzione dedicata all'utilizzo di criteri mirati alla selezione degli intermediari maggiormente rilevanti. L'unico dato che risulta variato in modo significativo riguarda i soggetti privati: nel 1997 sono state trasmesse 49 richieste, a fronte delle 13 dell'anno precedente.

È stata inoltre disposta una verifica ispettiva, a fronte delle 5 eseguite nell'anno precedente. Sono state effettuate 8 audizioni, di cui 2 hanno riguardato soggetti vigilati e 6 altri soggetti. La Commissione si è avvalsa in 4 casi della collaborazione del Ced borsa.

Per quanto riguarda, infine, la cooperazione internazionale, nel 1997 la Commissione ha inoltrato 11 richieste di collaborazione, per ipotesi di violazione dell'art. 2 della legge 157/91, e 4 richieste di collaborazione, in materia di manipolazione, alle Autorità competenti dei paesi interessati.

### ***Le segnalazioni delle ipotesi di reato***

Delle 19 relazioni motivate *ex art.* 8, comma 3, della legge 157/91 trasmesse alle Procure della Repubblica, 16 attengono a ipotesi di uso di informazioni riservate e 3 riguardano sospetti episodi di manipolazione.

In ordine alle segnalazioni inviate all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di violazione dell'art. 2, diverse sono risultate le tipologie di informazione riservata che hanno dato luogo alle relative istruttorie: in particolare, in 7 casi la notizia ha riguardato il mutamento del controllo azionario dell'emittente, in 4 la situazione patrimoniale e finanziaria e in 2 le operazioni sul capitale di rischio (Tav. IV. 3).

TAV. IV.3

#### **RELAZIONI INViate ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA IN MATERIA DI INSIDER TRADING NEL 1997**

TIPOLOGIA INFORMAZIONI RISERVATE	NUMERO
MUTAMENTO DEL CONTROLLO - OPA	7
RISULTATI ECONOMICI - SITUAZIONE PATRIMONIALE E FINANZIARIA	4
OPERAZIONI SUL CAPITALE - FUSIONI - SCISSIONI	2
ALTRE	3
<i>TOTALE</i>	<i>16</i>



Nel corso del 1997 sono state segnalate alla magistratura inquirente anche ipotesi di violazione dell'art. 5 e dell'art. 8. In merito alla prima ipotesi, le segnalazioni inviate hanno riguardato sia la diffusione di notizie esagerate, false o tendenziose, sia il compimento di operazioni simulate o di altri artifici. Per quanto riguarda invece l'ipotesi di violazione dell'art. 8, si è trattato di dichiarazioni non rispondenti al vero, rese in sede di audizione ovvero a seguito di richieste di notizie e chiarimenti.

I soggetti interessati dalle ipotesi di reato in materia di *insider trading*, di cui alle relazioni motivate trasmesse all'Autorità Giudiziaria, sono complessivamente 81 (Tav. IV.4).

TAV. IV.4

**SOGGETTI COINVOLTI IN IPOTESI DI VIOLAZIONE DELLA LEGGE 157/91  
SEGNALATE ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA**

TIPO DI SOGGETTO	ART. 2			ART. 5			ART. 8		
	1995	1996	1997	1995	1996	1997	1995	1996	1997
PERSONE FISICHE	1	28	35	--	--	22	--	--	6
SOCIETÀ QUOTATE	--	3	12	--	--	1	--	--	--
SIM	--	1	5	--	--	1	--	--	--
SOCIETÀ GESTIONE FONDI	--	2	6	--	--	--	--	--	--
SRL/SPA	--	12	6	--	--	--	--	--	--
SOGGETTI ESTERI	--	--	17	--	--	--	--	--	--
<i>TOTALE</i>	<i>1</i>	<i>46</i>	<i>81</i>	<i>--</i>	<i>--</i>	<i>24</i>	<i>--</i>	<i>--</i>	<i>6</i>

Si veda la sezione Note metodologiche.

Per quanto riguarda le persone giuridiche, l'ipotesi di *insider trading* rileva sia a carico di soggetti facenti parte del gruppo nell'ambito del quale si è formata l'informazione privilegiata, sia a carico di individui esterni al gruppo; peraltro, alcune istruttorie concluse nel 1997 confermano, rispetto all'anno precedente, la prevalenza delle segnalazioni riguardanti la prima categoria di soggetti.

Tra i 17 soggetti esteri segnalati per ipotesi di violazione dell'art. 2, 15 sono operatori qualificati, ossia intermediari, e 2 sono committenti finali. La segnalazione degli intermediari è stata effettuata a causa dell'impossibilità di accertare l'identità dei beneficiari finali di significative operazioni poste in essere. La mancata identificazione è dipesa sia dall'assenza di accordi di collaborazione con alcune Autorità di controllo di Stati esteri sia dalla difficoltà di applicazione

dello strumento della cooperazione internazionale, a causa della particolare normativa vigente in alcuni paesi.

Dall'entrata in vigore della legge 157/91, la Consob ha trasmesso all'Autorità Giudiziaria 39 relazioni motivate per ipotesi di violazione dell'art. 2 e dell'art. 5 (Tav. IV.5). In particolare, si registrano 22 procedimenti nella fase di indagini preliminari, 5 procedimenti in cui vi è stata la richiesta di rinvio a giudizio e una sentenza di condanna alla pena di tre mesi di reclusione e a lire dodici milioni di multa (pena sospesa) per reato di *insider trading*, emanata dal tribunale di Roma in data 15 maggio 1996.

TAV. IV.5

**ESITI DELLE RELAZIONI INVIATE ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA IN  
MATERIA DI INSIDER TRADING E MANIPOLAZIONE  
NEL PERIODO 1991-97  
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)**

ESITI	NUMERO
ARCHIVIAZIONE	7
PROCEDIMENTI NELLA FASE DI INDAGINI PRELIMINARI	22
RICHIESTA DI RINVIO A GIUDIZIO	5
SENTENZA DI PATTEGGIAMENTO	1
SENTENZA DI CONDANNA	1
<i>TOTALE<sup>1</sup></i>	36

<sup>1</sup> Il totale è inferiore al numero complessivo di relazioni motivate, pari a 39, in quanto un procedimento si è estinto per decesso dell'indagato mentre la sentenza di patteggiamento afferisce fatti evidenziati in tre relazioni.

Un'ulteriore sentenza di condanna alla pena di quattro mesi di reclusione e a lire venti milioni di multa (pena sospesa) del tribunale di Milano del 16 novembre 1997, confermata in appello in data 11 luglio 1997, è stata emanata in relazione a un caso di manipolazione individuato autonomamente dall'Autorità Giudiziaria. Nella sentenza di primo grado, un operatore finanziario era stato ritenuto responsabile del reato di manipolazione per aver fornito alla stampa false informazioni in ordine all'avvenuto acquisto del pacchetto di maggioranza di una società quotata in borsa (la Banca Nazionale dell'Agricoltura). Della sentenza di primo grado è opportuno ricordare due affermazioni di principio di particolare importanza.

La prima attiene all'esatta qualificazione della condotta tipica. In proposito il tribunale di Milano ha stabilito che "ai fini del delitto di cui all'art. 5, 1° comma, legge 157/91 è necessario

valutare se la condotta dell'agente si sia limitata a influenzare il normale andamento del mercato - nel qual caso la fattispecie non può dirsi integrata - ovvero se sul mercato medesimo tale condotta abbia inciso in modo da alterare l'equilibrio delle contrattazioni; in tal senso, la divulgazione di notizia falsa riguardante l'acquisto del pacchetto di controllo di società quotate in borsa è senza dubbio idonea a realizzare una turbativa del mercato, dovendosi dunque ritenere integrata la condotta tipica"; con l'ulteriore precisazione che, per il perfezionamento del delitto in esame, "la divulgazione, da parte dell'agente, di notizie false in tanto rileva in quanto, con giudizio *ex ante*, risulti idonea, sia pure in via ipotetica, a influenzare sensibilmente il prezzo di valori mobiliari ammessi alla negoziazione e, dunque, a realizzare una turbativa del mercato".

Il secondo principio contenuto nella sentenza del tribunale di Milano attiene invece all'elemento psicologico del reato in esame. Al riguardo, i giudici di primo grado hanno affermato che "il delitto di cui all'art. 5, 1° comma, legge 157/91 è punibile a titolo di dolo generico; è dunque richiesta, oltre alla volontà di compiere la condotta tipica, la coscienza della falsità della notizia nonché dell'idoneità della comunicazione a influenzare in modo rilevante il corretto funzionamento del mercato".

La Corte d'Appello di Milano ha fatto proprie le precedenti considerazioni del giudice di primo grado, ritenendo di confermare la responsabilità penale del soggetto agente. Avverso tale sentenza è stato proposto ricorso per Cassazione.

Nel corso del 1997 la Consob è intervenuta nell'ambito di quattro distinti procedimenti penali concernenti le ipotesi di cui agli artt. 2, 5 e 8 della legge 157/91 (Tav. aIV.1). L'art. 8 riconosce alla Commissione i diritti propri della persona offesa dal reato e insieme la tutela degli interessi lesi dalla violazione delle norme penali di cui agli artt. 2 e 5 della legge 157/91.

Sempre nell'ambito delle facoltà e dei diritti *ex art.* 8, la Consob ha presentato ricorso per Cassazione, ai sensi dell'art. 428, comma 3, c.p.p. al fine di ottenere l'annullamento di una sentenza di non luogo a procedere, pronunciata senza che fosse stato dato avviso alla Commissione dell'udienza preliminare onde poter svolgere le attività processuali consentite alla persona offesa dal reato.

### ***Tipologie di utilizzo di informazioni riservate e di manipolazione***

Tra gli accertamenti riguardanti ipotesi di violazione degli artt. 2 e 5 della legge 157/91, meritano attenzione alcune istruttorie particolarmente significative per le modalità di utilizzo di informazioni riservate ovvero di attuazione di manovre manipolative.

Per quanto riguarda gli accertamenti in materia di *insider trading*, si segnala un caso nel quale l'informazione riservata era rappresentata dalla grave situazione patrimoniale e finanziaria di alcune società facenti parte di un medesimo gruppo.

*Nei sei mesi precedenti la diffusione dell'informazione riservata, si è registrato un sensibile incremento sia dei prezzi sia dei volumi scambiati delle azioni di due società del gruppo. Tali andamenti anomali hanno fatto seguito ad alcune dichiarazioni rese a mezzo stampa da un "insider istituzionale" (intendendosi per tale colui che possiede informazioni riservate in virtù della partecipazione al capitale di una società ovvero in ragione dell'esercizio di una funzione, professione o ufficio). Successivamente e fino alla diffusione della informazione riservata con apposito comunicato stampa, il corso dei titoli ha mostrato una sensibile inversione di tendenza, mentre il volume degli scambi si è mantenuto costantemente elevato.*

*Gli accertamenti effettuati hanno portato all'individuazione di un accordo fra due "insider istituzionali" e un terzo soggetto, che, pur non ricoprendo cariche all'interno del gruppo, ha agito presumibilmente su suggerimento dei primi due ed è risultato l'effettivo beneficiario di una serie complessa di operazioni. In particolare, questo soggetto ha reso possibile la vendita, sul mercato dei blocchi e a prezzi sensibilmente inferiori a quelli segnati sul mercato telematico, di ingenti quantitativi di titoli da parte di alcune società del gruppo a committenti con cui intratteneva rapporti d'affari o ai quali era legato da vincoli di parentela. Questi soggetti, successivamente, hanno rivenduto i medesimi quantitativi sul mercato telematico a prezzi corrispondenti a quelli correnti nelle rispettive sedute e di gran lunga superiori a quelli di acquisto. Questo meccanismo ha permesso agli insider istituzionali, al soggetto terzo (tippee) e ai committenti che hanno agito per conto di quest'ultimo di conseguire profitti nell'ordine di qualche miliardo di lire.*

La Commissione ha ipotizzato, a carico dei soggetti coinvolti nell'operazione, la violazione dell'art. 2 della legge 157/91.

In un altro caso, l'informazione riservata consisteva nella promozione di un'offerta pubblica di acquisto su una data percentuale del capitale di una società.

*Nel periodo precedente la diffusione dell'informazione riservata, si è riscontrato un sensibile incremento delle quantità scambiate sul mercato e un deciso apprezzamento del corso del titolo oggetto dell'Opa: la movimentazione media giornaliera delle azioni è risultata maggiore di oltre sei volte rispetto a quella registrata nel trimestre precedente.*

*Gli accertamenti svolti hanno consentito l'individuazione di alcuni soggetti che si sono contraddistinti sul mercato per la loro operatività anomala. In particolare, un committente, inoperativo sul titolo in questione prima dell'inizio del periodo "sospetto", ha acquistato un ingente quantitativo di titoli fino al giorno precedente la diffusione della notizia riservata. A seguito della comunicazione al pubblico dell'informazione privilegiata da parte della società offerente e per tutto il periodo successivo, la quasi totalità della posizione è stata venduta e il committente ha conseguito una plusvalenza superiore a 500 milioni di lire.*

*L'anomalia nelle dimensioni di questa operazione è emersa sia in relazione al totale movimentato dall'intermediario attraverso il quale sono avvenute le negoziazioni sia in relazione ai quantitativi complessivamente scambiati sul mercato nel periodo di riferimento. Sulla base di questi dati, sono state effettuate ulteriori indagini nell'intento di verificare un eventuale collegamento con la fonte della notizia riservata. Tali approfondimenti hanno consentito di accertare che il committente prestava attività lavorativa, in qualità di impiegato amministrativo, presso una società quotata. Quest'ultima era controllata da una società che, all'epoca dei fatti, deteneva una partecipazione rilevante nella compagine azionaria dell'offerente. È inoltre emerso che il presidente della società a cui il committente era legato da un rapporto di lavoro subordinato, oltre a essere un "insider istituzionale" dello stesso offerente, aveva svolto un ruolo rilevante nella fase propedeutica al lancio dell'offerta pubblica di acquisto.*

Sulla base degli elementi acquisiti, la Commissione ha quindi ravvisato la presenza di una serie di circostanze oggettive idonee a ipotizzare la violazione del divieto di uso di informazioni riservate.

Per quanto riguarda gli accertamenti in materia di manipolazione, un caso particolarmente significativo è emerso in seguito alla registrazione, in alcune sedute borsistiche, di una singolare operatività su alcuni titoli azionari solitamente poco "liquidi".

*In particolare, la ricostruzione del book di negoziazione nella fase di pre-apertura del sistema telematico ha consentito di accertare la conclusione di alcuni contratti caratterizzati dall'incrocio di proposte di negoziazione, di segno opposto e per medesimi quantitativi, inserite dallo stesso intermediario a prezzi sensibilmente inferiori rispetto a quelli del giorno precedente. Tale anomala apertura del titolo non trovava fondamento nella diffusione di notizie o comunicati societari. È altresì emerso che lo stesso intermediario aveva in precedenza inserito nel circuito telematico delle spezzature proposte di negoziazione di acquisto per quantitativi multipli del lotto minimo che, in virtù di quanto previsto dal regolamento, si concludevano al prezzo di apertura del mercato telematico.*

*Nel corso della medesima seduta borsistica, quando i prezzi sul mercato telematico invertivano la tendenza iniziale avvicinandosi ai valori del giorno precedente, l'intermediario vendeva i titoli acquistati sul mercato delle spezzature, realizzando un consistente beneficio economico. Tale attività è stata posta in essere dall'intermediario sia in conto proprio sia per conto di alcuni clienti ai quali risulta legato da rapporti funzionali e di parentela.*

Gli elementi raccolti hanno indotto a ritenere probabile l'esistenza di un accordo finalizzato ad alterare sensibilmente il prezzo del titolo mediante il compimento di manovre artificiali. La Commissione ha pertanto ipotizzato che questa operatività integrasse gli estremi del reato di cui all'art. 5 della legge 157/91.

Tra le indagini non ancora concluse, si segnalano due casi di presunta manipolazione che hanno riguardato il contratto Fib30 e alcuni dei titoli del relativo indice Mib30.

*Il primo caso ha coinvolto un intermediario estero che, avvalendosi di due intermediari italiani in qualità di broker, ha venduto un ingente numero di contratti sul Fib30 il giorno precedente la scadenza del*

*contratto. Il giorno della scadenza, sono state effettuate delle operazioni che hanno causato una diminuzione del valore dell'indice Mib30 e, conseguentemente, del valore di liquidazione del contratto Fib30 (quest'ultimo infatti è convenzionalmente determinato dalla Cassa di compensazione e garanzia come pari al valore del Mib30 calcolato sui prezzi di apertura dei 30 titoli che compongono l'indice rilevati nel giorno di scadenza del contratto Fib30). In questo modo, l'intermediario estero ha potuto realizzare dei profitti. La diminuzione del valore dell'indice Mib30 è stata presumibilmente perseguita in due fasi. La prima ha visto l'inserimento sul mercato azionario telematico, circa 10 minuti prima della chiusura dell'asta di apertura, di una proposta in acquisto su alcuni dei principali titoli dell'indice tale da provocare un aumento significativo del valore del Mib30. La seconda è consistita nella cancellazione della proposta in prossimità della chiusura dell'asta di apertura, in modo da provocare una diminuzione repentina del valore dell'indice e da impedire che tale diminuzione potesse essere controbilanciata da altri ordini di acquisto (dato che l'intervallo di tempo a disposizione di intermediari e clienti finali per l'invio di proposte prima della chiusura dell'asta era molto breve).*

*Un secondo caso di presunta manipolazione, posto in essere ancora una volta da un intermediario estero, si è articolato nell'acquisto di un ingente numero di contratti Fib30, poco prima della chiusura delle negoziazioni del mercato azionario telematico, e nell'invio di un consistente ordine di acquisto sui principali titoli del Mib30 nell'ultimo minuto di contrattazione. Ciò ha provocato una variazione positiva dell'indice superiore all'uno per cento e ha consentito la rivendita di un consistente numero di contratti Fib30 a un prezzo più elevato di quello d'acquisto. Il prezzo del contratto future, infatti, rifletteva il valore del Mib30, alterato dall'ordine di acquisto di alcuni titoli che compongono l'indice, a cui il mercato aveva attribuito un contenuto informativo di carattere fondamentale.*

## V. L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE: GLI ANDAMENTI

Nel 1997 si è registrato un mutamento significativo dei flussi finanziari con riflessi di rilievo su tutte le attività di intermediazione e sulla composizione dei portafogli degli investitori. In seguito alla riduzione del fabbisogno pubblico e dei tassi di interesse il risparmio finanziario si è orientato verso i titoli azionari e le quote di fondi comuni. Gli investimenti del settore privato in titoli di Stato si sono ridotti di 34.000 miliardi di lire (73.000 miliardi includendo i disinvestimenti delle banche); l'acquisto da parte di operatori non residenti è stato invece molto consistente.

*Il processo di risanamento della finanza pubblica dovrebbe rafforzare le tendenze in atto. Adottando le ipotesi di una crescita del reddito del 3,5 per cento annuo, di un avanzo primario annuo delle Amministrazioni pubbliche del 5,5 per cento del prodotto interno lordo e di un costo del debito pubblico pari al 5 per cento, il rapporto tra debito pubblico e Pil dovrebbe collocarsi, a fine 1998, intorno al 118 per cento, e intorno al 114 per cento a fine 1999.*

In presenza di una costanza della propensione all'investimento in attività finanziarie, la riduzione del peso del debito pubblico dovrebbe determinare uno spostamento da titoli di Stato a titoli privati, emessi da residenti e non residenti, stimabile in circa 75.000 miliardi nel 1998 e in importi di dimensioni appena superiori nei quattro anni successivi.

### ***La gestione del risparmio attraverso gli Oic***

Gli organismi di investimento collettivo hanno sensibilmente aumentato il loro peso nel portafoglio degli investitori, in un quadro di crescita generalizzata di tutto il mercato italiano del risparmio gestito.

*Gli strumenti di gestione collettiva del risparmio all'interno del mercato italiano risultano ancora poco articolati quanto a numero e varietà: alla fine del 1997, solo i fondi comuni di investimento mobiliari di tipo "aperto" hanno raggiunto una dimensione ragguardevole mentre, per quanto concerne le altre tipologie di Oic, risultano operativi una sola Sicav (società di investimento a capitale variabile) - di tipo multicomparto - e 4 fondi di investimento mobiliare "chiusi". Inoltre, alla stessa data non è operativo alcun fondo immobiliare, e i fondi pensione sono ancora in una fase preliminare.*

Se si considera il mercato europeo degli organismi di investimento collettivo, la crescita nel corso del 1997 è stata rilevante: al 30 settembre 1997, il patrimonio gestito all'interno dell'Unione Europea da organismi di tipo "aperto" ammontava a circa 1750 miliardi di Ecu, con un incremento, rispetto alla fine dell'anno precedente, del 28,4 per cento. La tendenza, generalizzata per gli operatori di tutti i paesi, ha riguardato in modo particolare l'Italia e poi il Regno Unito e la Spagna. All'interno del mercato dell'UE, la Francia, con un patrimonio gestito di circa 460 miliardi di Ecu,

mantiene la quota più elevata (26,4 per cento); risulta peraltro confermata la riduzione del suo peso relativo, riscontratasi negli ultimi anni (Tav. aV.1).

La raccolta netta dei fondi comuni di diritto italiano è stata, nel corso del 1997, pari a circa 143.000 miliardi di lire: essa ha interessato, come nel 1996, soprattutto il comparto obbligazionario (oltre 106.000 miliardi); tuttavia, al contrario di quanto avvenuto l'anno precedente, anche i comparti azionario e bilanciato hanno avuto una raccolta netta positiva (pari rispettivamente a circa 30.000 e 6.000 miliardi). La composizione del portafoglio dei fondi italiani è caratterizzata, alla fine del 1997, da una maggiore presenza di titoli azionari, soprattutto esteri. Il totale delle azioni in portafoglio - italiane ed estere - costituisce oltre il 21 per cento del patrimonio gestito. La forma di investimento prevalente è sempre rappresentata dai titoli di Stato (circa il 52 per cento del patrimonio) in calo, tuttavia, rispetto al 62 per cento del 1996. Da rilevare, inoltre, la notevole crescita delle obbligazioni estere, che costituiscono circa il 14,3 per cento del patrimonio, rispetto al 7,7 per cento di fine 1996.

La crescita registrata dal mercato italiano nel corso del 1997 non trova riscontro in nessun altro paese industrializzato: facendo riferimento ai fondi mobiliari di tipo aperto, il patrimonio gestito è cresciuto dell'86,5 per cento rispetto alla fine dell'anno precedente, raggiungendo circa 367.000 miliardi a fine anno (Tav. aV.2). Gli operatori di diritto italiano sono pertanto divenuti, in termini dimensionali, i quarti, per entità di patrimonio gestito, all'interno dell'Unione Europea, preceduti da Francia, Lussemburgo e Regno Unito.

Alla fine del 1997 risultano operativi 626 fondi comuni di investimento mobiliare di tipo aperto di diritto nazionale, con un aumento del 18 per cento rispetto ai 531 dell'anno precedente.

*I fondi di diritto estero armonizzati che commercializzano le proprie quote o azioni in Italia sono aumentati nel corso dell'anno da 64 a 78 (Tav. aV.3). La maggior parte di essi è caratterizzata da una struttura multicomparto in forza della quale il patrimonio gestito viene suddiviso in più distinti sub-patrimoni o comparti, ciascuno dei quali è connotato da una specifica politica di investimento e viene valorizzato in modo autonomo. Avuto riguardo ai singoli comparti, si è passati dai 446 organismi/comparti operativi al 31 dicembre 1996 agli attuali 603.*

L'incremento del numero di fondi comuni di diritto italiano e del patrimonio gestito, a fronte della stabilità del numero di società di gestione, ha determinato un notevole aumento del patrimonio medio e del numero medio di fondi per società (Tav. aV.4), nonché una crescita del numero delle società che gestiscono una vasta gamma di fondi (Tav. aV.5).

Il processo di concentrazione, che aveva interessato il mercato italiano negli ultimi anni, si è in parte arrestato nel corso del 1997: la quota di mercato cumulata delle prime 3 società di gestione e dei primi 3 gruppi (che comprendono tutte le società di gestione di proprietà di uno stesso gruppo finanziario o industriale) risulta pari al 30 per cento circa, mentre le prime 10 società di gestione e i primi 10 gruppi controllano rispettivamente il 63 per cento e il 70 per cento del



patrimonio totale del mercato (Tav. aV.6). Tali valori rilevano un livello di concentrazione del mercato non molto elevato, come risulta confermato dagli indici di Herfindahl, notevolmente inferiori al 10 per cento.

*Risulta altresì rafforzata la prevalenza nel mercato di soggetti appartenenti a gruppi bancari: la relativa quota di mercato ha raggiunto, a fine 1997, l'84 per cento circa del totale del mercato (Tav. aV.7). Se a tale quota si aggiunge quella dei gruppi di tipo assicurativo e delle joint venture in cui è presente almeno un soggetto assicurativo o bancario, si raggiunge un valore di poco inferiore al 98 per cento. Tale tendenza è confermata anche per quanto riguarda i sistemi di distribuzione: la quota di mercato dei fondi che utilizzano reti bancarie è cresciuta ulteriormente, nel corso del 1997, fino al 54,2 per cento, soprattutto a discapito delle reti di vendita, scese al 14,9 per cento.*

Nel corso del 1997 è continuato il processo di specializzazione degli Oic nazionali. Questo fenomeno, da un lato, ha favorito la crescente diffusione di servizi di gestione patrimoniale in quote di fondi, dall'altro, con riguardo al risparmiatore individuale, ha delegato allo stesso parte delle scelte di investimento che, nell'ambito di prodotti meno specializzati, sono di competenza del gestore. In questo contesto, appare come un fenomeno in controtendenza l'ulteriore diffusione - anche se, in termini assoluti, di modesta entità - dei fondi di tipo "globale", caratterizzati dalla totale libertà attribuita al gestore nella scelta delle politiche di investimento.

*Relativamente agli Oic di diritto estero, vi è stata, altresì, l'apparizione sul mercato italiano di organismi cosiddetti "a capitale protetto", caratterizzati da una politica di investimento volta, come obiettivo minimo, a garantire la "conservazione" di una percentuale predeterminata del capitale.*

L'attività autorizzativa svolta dalla Consob in ordine all'offerta al pubblico di quote e azioni di Oic di diritto italiano e di diritto estero armonizzato ha dato luogo alla pubblicazione, complessivamente, di 185 prospetti informativi, con una diminuzione pari a circa il 35 per cento rispetto ai 286 pubblicati nel corso del 1996. Tra questi, i prospetti riguardanti Oic di diritto nazionale sono stati 139 (rispetto ai 238 dell'anno precedente), mentre quelli concernenti Oic esteri armonizzati risultano pari a 46, sostanzialmente in linea rispetto all'anno precedente. La diminuzione rilevata con riguardo ai fondi di diritto italiano consegue alla sempre maggiore diffusione di prospetti unici per più fondi, la cui redazione è stata consentita dalla Consob a partire dal termine dell'anno 1995. Nel corso dell'anno sono stati depositati 31 prospetti unici riguardanti, complessivamente, 259 fondi.

*I dati sopra riportati si riferiscono sia ai prospetti relativi all'offerta di quote e azioni di Oic, sia all'aggiornamento integrale di prospetti già pubblicati, per effetto di modifiche apportate alla parte fissa. Per ciò che attiene all'attività istruttoria avente a oggetto iniziative pubblicitarie concernenti l'offerta di Oic italiani ed esteri armonizzati, sono stati esaminati oltre 300 annunci, con un significativo incremento rispetto ai 221 dell'anno precedente. Da segnalare i ripetuti interventi volti a garantire la necessaria chiarezza in merito all'indicazione dei rendimenti conseguiti dai fondi, con particolare riguardo all'esatta e trasparente individuazione dei relativi periodi di riferimento.*

TAV. V.1

**IL MERCATO DEI FONDI MOBILIARI CHIUSI IN ITALIA**  
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

	1996	1997
NUMERO FONDI <sup>1</sup>	4	7
- DI CUI OPERATIVI <sup>2</sup>	4	4
PATRIMONIO NETTO <sup>3</sup>	720	890
INVESTIMENTI IN ESSERE <sup>4</sup>	125	514
- DI CUI IN AZIONI NON QUOTATE	26	66

Fonte: Rendiconti annuali e relazioni semestrali. <sup>1</sup> Numero di fondi che hanno depositato il prospetto informativo presso la Consob. <sup>2</sup> Fondi che hanno completato l'attività di raccolta. <sup>3</sup> Patrimonio nominale; valori in miliardi di lire. <sup>4</sup> Il dato 1997 è riferito al 30 giugno; valori in miliardi di lire.

Alla fine del 1997, avevano depositato il prospetto informativo presso la Consob 7 fondi chiusi, per un ammontare di patrimonio nominale pari a circa 890 miliardi, rispetto ai 720 miliardi della fine dell'anno precedente (Tav. V.1). I fondi operativi, pari a 4 come nel 1996, avevano realizzato, al 30 giugno, investimenti in titoli per circa 514 miliardi con un sensibile incremento rispetto al dicembre 1996. Di questi, l'ammontare investito in azioni non quotate - che dovrebbero costituire la forma di investimento prevalente dei fondi chiusi - è piuttosto basso (66 miliardi, pari a circa il 12,8 per cento del portafoglio), anche in conseguenza del fatto che tali fondi sono operativi solo da pochi anni.

***Le commissioni di incentivo e di gestione nei fondi comuni***

Nelle gestioni collettive, uno degli aspetti più importanti per l'investitore è costituito dall'entità delle commissioni applicate.

Tra le diverse tipologie di commissioni, costituiscono un fenomeno particolarmente rilevante le cosiddette commissioni di incentivo: esse vanno ad aggiungersi alle commissioni di gestione ma, diversamente da queste ultime, che costituiscono una percentuale fissa del valore netto del fondo, vengono normalmente applicate solo nel caso in cui il rendimento del fondo superi - di una percentuale prefissata - un determinato *benchmark*, preso come parametro per il calcolo delle commissioni stesse.

Il presupposto economico delle commissioni di incentivo è di premiare il gestore capace di ottenere risultati migliori, o in linea, rispetto a quelli di un parametro di riferimento; in tal modo,

si cerca di conciliare le esigenze del gestore con quelle del cliente-investitore. Tale finalità può essere conseguita se il parametro scelto è effettivamente rappresentativo della politica di investimento del fondo. Diversamente, la commissione di incentivo può non costituire un "premio" per l'efficiente gestione, ma divenire un elemento di costo aggiuntivo rispetto alla commissione di gestione, anche di entità piuttosto elevata, soprattutto nel caso in cui la sua percentuale vari in relazione all'extra-rendimento rispetto al parametro di riferimento.

Da un'analisi campionaria tendente a valutare la rilevanza del fenomeno delle commissioni di incentivo nel mercato italiano, è risultato che circa il 46 per cento dei fondi del sottoinsieme considerato - il 32 per cento in termini di patrimonio totale - utilizzano commissioni di incentivo (Tav. V.2). La tipologia di parametro, sulla base del quale le commissioni vengono calcolate, evidenzia che solo per 30 fondi - circa il 14,2 per cento del patrimonio totale del sottoinsieme - sono utilizzati indici di mercato, sostanzialmente coerenti con la politica di investimento, mentre per 61 fondi - pari al 17,8 per cento del patrimonio - viene preferito l'indice Istat dei prezzi al consumo.

*Il sottoinsieme scelto è composto di 198 fondi, gestiti da 10 società di gestione, delle quali 4 utilizzano reti distributive di tipo bancario, 4 reti basate su promotori e 2 reti di tipo misto. All'interno di ogni tipologia, sono state scelte le società di gestione più grandi, in termini di patrimonio gestito, al 31 dicembre 1997, e caratterizzate, nel caso delle reti di tipo bancario e di quelle basate su promotori, da una struttura distributiva di tipo "puro", in cui cioè il sistema distributivo principale incide per almeno il 90 per cento sul patrimonio gestito complessivamente dalla società. I fondi del sottoinsieme rappresentano un patrimonio gestito di circa 200.000 miliardi, pari al 54,6 per cento del totale del mercato.*

**COMMISSIONI DI INCENTIVO E DI GESTIONE:  
ANALISI SU UN CAMPIONE DI FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO**  
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 1997)

	AZIONARI	BILANCIATI	OBBLIGAZIONARI	MONETARI	TOTALE
<i>NUMERO FONDI INCLUSI NEL CAMPIONE</i>	91	12	64	31	198
<i>PATRIMONIO GESTITO<sup>1</sup></i>	20,4	5,6	44,9	29,1	100,0
<i>NUMERO FONDI CON COMMISSIONI DI INCENTIVO</i>	51	7	26	7	91
DI CUI: - PARAMETRATI ALL'INDICE ISTAT	38	6	16	1	61
- PARAMETRATI A INDICI DI MERCATO	13	1	10	6	30
<i>PATRIMONIO GESTITO<sup>2</sup></i>	50,6	52,8	26,0	24,2	32,0
DI CUI: - PARAMETRATI ALL'INDICE ISTAT	37,6	48,0	16,3	0,6	17,8
- PARAMETRATI A INDICI DI MERCATO	13,1	4,9	9,8	23,6	14,2
<i>COMMISSIONE MEDIA DI GESTIONE<sup>3</sup></i>	1,64	1,42	1,20	0,93	1,37
- FONDI CON COMMISSIONE DI INCENTIVO	1,50	1,36	1,10	0,79	1,32
- FONDI SENZA COMMISSIONE DI INCENTIVO	1,83	1,50	1,26	0,97	1,42

Fonte: Prospetti informativi e Moneymate. Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> Valori in percentuale, rispetto al patrimonio totale del campione. <sup>2</sup> Valori in percentuale, rispetto al totale del patrimonio del campione relativo alla categoria di appartenenza. <sup>3</sup> Valori in percentuale.

L'utilizzo dell'indice Istat risulta maggiore tra i fondi azionari e bilanciati; per tali fondi, questo indicatore risulta poco adeguato e in genere non rappresentativo dello stile di gestione, in quanto essi possono presentare un grado di rischio elevato e livelli di rendimento generalmente non confrontabili con il tasso di inflazione. Tali considerazioni possono essere estese anche ai fondi obbligazionari caratterizzati da una vita media residua piuttosto elevata (superiore a 36 mesi).

*L'analisi del livello medio delle commissioni di gestione, in relazione all'esistenza o meno di commissioni di incentivo, mostra che i fondi che utilizzano queste ultime applicano, in media, commissioni di gestione meno elevate. La differenza, in termini di commissioni di gestione, tra fondi con commissioni di incentivo e fondi che ne sono privi, non appare peraltro, in termini percentuali, particolarmente rilevante.*

Particolare rilievo assumono, per quanto concerne le commissioni di incentivo, i profili di trasparenza. Infatti, come già evidenziato in precedenza, l'utilizzo per il calcolo di tali commissioni di parametri diversi dal *benchmark* gestionale può generare, se tale distinzione non viene specificata

chiaramente all'interno del prospetto, un'informativa distorta per l'investitore. Inoltre le modalità di calcolo delle commissioni di incentivo risultano piuttosto disomogenee.

TAV. V.3

**TIPOLOGIA DELLE COMMISSIONI DI INCENTIVO IN UN CAMPIONE DI FONDI COMUNI**  
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 1997)

	AZIONARI	BILANCIATI	OBBLIGAZIONARI	MONETARI	TOTALE
FONDI CON COMMISSIONI DI INCENTIVO DI TIPO «CHIUSO»	15	2	6	5	28
FONDI CON COMMISSIONI DI INCENTIVO DI TIPO «APERTO»	36	5	20	2	63
DI CUI:					
- RAPPORTATE AL VALORE NETTO DEL FONDO	11	2	6	0	19
- RAPPORTATE ALLA DIFFERENZA TRA I RENDIMENTI	25	3	14	2	44

Fonte: prospetti informativi. Si veda la sezione Note metodologiche.

*Come appare anche dall'analisi del campione considerato (Tav. V.3), tali commissioni possono essere di tipo "aperto" o "chiuso": nel primo caso, esse variano al variare della differenza tra il rendimento del fondo e quello del parametro di riferimento; nel secondo caso, viene fissata una percentuale fissa (o degli scaglioni), che viene applicata al valore netto del fondo se il rendimento dello stesso supera il parametro, indipendentemente dall'entità del differenziale. Nel caso di commissioni chiuse, quindi, è sempre possibile determinare un valore massimo, cosa che non accade per le commissioni aperte, che possono, se non viene fissato un "tetto", raggiungere valori illimitati in relazione alla differenza tra il rendimento del fondo e il parametro di confronto.*

L'esistenza di difformità nei criteri di calcolo può generare confusione nell'investitore, spesso non in grado di confrontare tra loro commissioni di incentivo determinate con criteri diversi.

### ***I fondi pensione***

Nel corso del 1997 è proseguita l'opera di completamento della normativa secondaria di attuazione del decreto 124/93, istitutivo della previdenza complementare in Italia.

L'introduzione dei fondi pensione dovrebbe avere degli importanti effetti sulla struttura del mercato finanziario: essi potranno sicuramente incidere sulla evoluzione del risparmio gestito e

sulla stessa struttura dell'industria dell'intermediazione mobiliare nazionale, modificando il portafoglio di attività finanziarie delle famiglie, la distribuzione settoriale del possesso dei titoli azionari, la mappa degli operatori presenti nella gestione del risparmio e le loro dimensioni relative, le relazioni tra imprese quotate e investitori istituzionali.

*A questo riguardo, le esperienze estere mostrano che l'investimento in fondi pensione costituisce una parte rilevante delle attività finanziarie delle famiglie: alla fine del 1995, tale quota risultava superiore al 20 per cento negli Stati Uniti, in Germania e in Giappone, e al 50 per cento nel Regno Unito. Nei paesi anglosassoni, in particolare, i fondi pensione investono una parte piuttosto consistente dei loro capitali in azioni: a fine 1995, tale tipologia di investimento risultava pari al 52 per cento negli Stati Uniti e al 68 per cento nel Regno Unito.*

Per quanto concerne l'impatto dei fondi pensione sul mercato dei capitali italiano, le norme stabilite dal Ministero del tesoro, relative ai limiti di investimento, contemperano la salvaguardia dell'autonomia decisionale del fondo con alcune esigenze di carattere prudenziale. Gli investimenti risultano pertanto in linea di principio liberi, con alcune limitazioni relative alla liquidità e a quote di fondi chiusi, fissate dal decreto istitutivo. L'entità del contributo allo sviluppo del mercato azionario italiano dipenderà da altri profili regolamentari.

*A questo riguardo, la costituzione di fondi pensione è effettivamente incoraggiata dal sistema della deducibilità, dall'esonero contributivo e dal credito di imposta concesso alle imprese sui versamenti del Tfr. Tuttavia, al momento attuale, la convenienza per i lavoratori, in termini di rendimento al netto di ogni prelievo fiscale e contributivo, è complessivamente piuttosto scarsa; il meccanismo presenta inoltre alcune distorsioni a favore dei redditi più elevati e a discapito di lunghe permanenze nel fondo.*

La Consob, in questo quadro di sviluppo di un comparto che sarà fondamentale nel qualificare il sistema socio-economico e finanziario del paese, ha prestato nel corso del 1997 la sua opera nel fornire collaborazione ai ministeri competenti e agli altri organi di vigilanza per la definizione degli assetti regolamentari inerenti i fondi pensione. A questo riguardo, la disciplina dei fondi pensione, nel fissare elementi a tutela del risparmio indirizzato verso le differenti forme di previdenza complementare, ha dato ampio risalto al principio della trasparenza richiamando competenze della Commissione.

La Consob ha in primo luogo rilasciato l'intesa ai sensi dell'art. 17, comma 2, lett. e), del D.Lgs. 124/93 sugli schemi tipo di convenzione per la gestione delle risorse dei fondi pensione in regime di contribuzione definita, predisposti dalla competente Commissione di vigilanza. L'intesa è stata rilasciata dopo che la Consob aveva formulato alcune osservazioni, relative alla valutazione delle implicazioni economiche e giuridiche di talune previsioni presenti nei suddetti schemi convenzionali, richiedendo da un lato opportuni interventi in sede di regolamento e dall'altro modificazioni degli schemi stessi.

*In particolare, hanno trovato accoglimento nel testo finale degli schemi l'esigenza di introdurre gli obiettivi della gestione e l'orizzonte temporale di riferimento, l'opportunità di eliminare - dai compiti posti*

*a carico del soggetto gestore - l'obbligo di valorizzazione delle posizioni individuali degli associati al fondo pensione (compito che attiene esclusivamente ai soggetti gestori di fondi pensione "aperti"), l'eliminazione del potere discrezionale delle parti contraenti di stabilire la frequenza di invio del rendiconto della gestione, al fine di uniformare la tempistica dell'informativa, e di articolare le forme di garanzie di gestione (con riguardo agli schemi di convenzione con garanzia).*

In materia di fondi pensione aperti, la Consob sta predisponendo un apposito schema-tipo di prospetto informativo per la relativa sollecitazione del pubblico risparmio ed eserciterà il proprio controllo sulle singole operazioni di offerta.

Per quanto concerne i fondi pensione costituiti nell'ambito di categorie, comparti o raggruppamenti, la Consob garantirà inoltre una collaborazione attiva nella definizione delle modalità di raccolta delle adesioni da ritenersi compatibili con la disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio, così come nella verifica di eventuali specifiche modalità di raccolta diverse da quelle previste in via generale. È altresì intendimento della Commissione, a motivo della particolare rilevanza degli interessi oggetto di tutela, esercitare l'attività di vigilanza sui soggetti gestori che rientrano nella propria sfera di competenza, prestando la massima attenzione alla verifica della correttezza dello svolgimento degli incarichi assunti da tali soggetti nei confronti di fondi pensione.

Nell'ambito del rapporto di collaborazione con la Commissione di Vigilanza sui fondi pensione, la Consob ha altresì formulato alcune considerazioni in merito alla struttura del rendiconto di gestione, allo scopo di segnalare gli elementi di rilievo per la condivisione di una base informativa comune da parte delle diverse Autorità di vigilanza.

### ***Le attività di intermediazione mobiliare disciplinate dal D.Lgs. 415/96***

Nel 1997 ha trovato conferma la ripresa delle principali aree di attività, iniziata già nel corso del 1996 (Tav. V.4).

I mutamenti nelle scelte di portafoglio hanno determinato, in presenza della specializzazione dell'attività di negoziazione in conto proprio delle Sim sui titoli di Stato, una flessione dell'attività nel primo semestre del 1997 rispetto al periodo corrispondente del 1996, non compensata dall'incremento degli scambi sul mercato azionario (Tav. aV.8). Nel caso della negoziazione per conto terzi, il tipo di operatività degli intermediari e gli andamenti del mercato hanno invece determinato un deciso incremento dei volumi negoziati, sostenuto dalla crescita dell'intermediazione in titoli azionari.

TAV. V.4

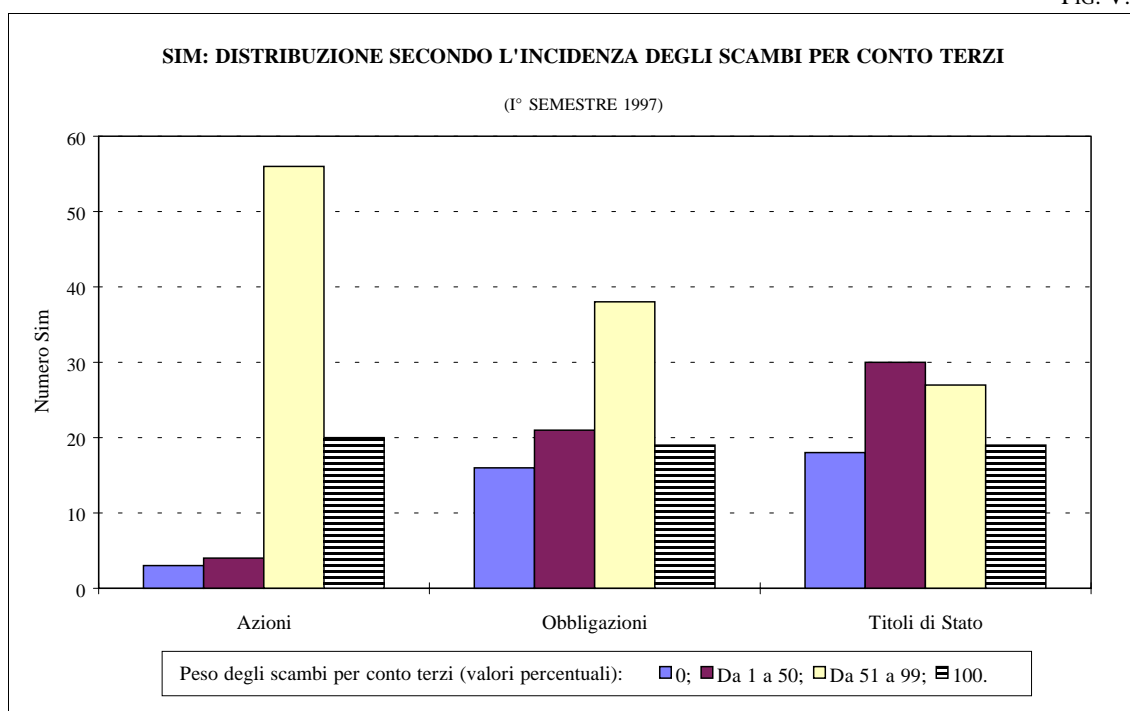
**INTERMEDIAZIONE MOBILIARE: INDICATORI DI OPERATIVITÀ<sup>1</sup>**  
TASSI DI CRESCITA PERCENTUALI

VOCI	1995	1996	1996 <sup>2</sup>	1997 <sup>2</sup>
GESTIONE DI PATRIMONI <sup>3</sup>	7,0	35,6	25,6	40,5
NEGOZIAZIONE PER CONTO PROPRIO	286,1	56,1	82,3	- 3,5
NEGOZIAZIONE PER CONTO TERZI	54,6	11,6	2,1	28,8
OFFERTA FUORI SEDE DI VALORI MOBILIARI	- 22,0	87,1	150,4	31,9

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> Banche e Sim nel caso delle gestioni di patrimoni e della offerta fuori sede di valori mobiliari; Sim per le due attività di negoziazione. <sup>2</sup> Flusso del primo semestre rapportato al flusso dello stesso periodo dell'anno precedente. <sup>3</sup> I dati sulla gestione di patrimoni sono calcolati come incremento del patrimonio gestito (ed includono quindi eventuali rivalutazioni).

Nel comparto azionario, la maggior parte delle Sim svolge scambi quasi esclusivamente per conto della propria clientela e non assume posizioni in proprio (Fig. V.1).

FIG. V.1



Fonte: Elaborazioni Consob su dati Banca d'Italia.



Nei soggetti bancari direttamente operativi sul mercato di borsa, si evidenzia viceversa la tendenza a negoziare i titoli azionari prevalentemente per conto proprio (Tav. aV.8).

Nel corso del 1997 le banche, ai sensi del decreto Eurosim, hanno iniziato a operare direttamente in conto proprio e in conto terzi su quei valori mobiliari (azioni e titoli obbligazionari non garantiti dallo Stato) per cui la legge 1/91 aveva posto una riserva di attività a favore delle Sim. Peraltro, nel caso del mercato di borsa, le Sim mantengono una posizione di preminenza in termini di volumi negoziati.

*Nella negoziazione per conto proprio (Tav. aV.9), il mercato si presenta relativamente concentrato nel segmento delle obbligazioni e dei titoli di Stato. La concentrazione complessiva è relativamente alta, tenuto conto dell'elevato numero di operatori presenti sul mercato: le prime dieci società in tutti e tre i segmenti di mercato arrivano a detenere una quota di mercato mediamente vicina all'80 per cento.*

Con riguardo all'attività sui titoli di Stato e sugli altri titoli di debito, si ravvisa invece una presenza più cospicua di operatori che svolgono esclusivamente un'attività di negoziazione per il proprio portafoglio o che comunque affiancano l'attività in conto terzi a quella di gestione di portafogli individuali.

Il servizio di gestione di patrimoni (Tav. V.4) nel corso del 1997 ha visto confermata la crescita che si era già delineata nell'ultimo biennio. La dinamica dei tassi di interesse, il crescente orientamento all'investimento azionario, la complessità dei mercati e dei prodotti finanziari hanno stimolato la domanda di tale servizio, sia presso le Sim che presso le banche, da parte di un numero crescente di risparmiatori.

Nell'attività di gestione di patrimoni, la prima società (un operatore di emanazione di un gruppo assicurativo italiano che gestisce il patrimonio della casa madre) ha visto diminuire la sua quota relativa di mercato, a favore degli altri principali soggetti (Tav. aV.11). Il patrimonio medio unitario gestito al 30 giugno 1997 risulta pari a 318 milioni, in lieve flessione rispetto al 1996 (328 milioni).

*Il rendimento medio su base annuale delle gestioni delle Sim nel periodo compreso fra il secondo semestre 1995 e il giugno 1997 (calcolato come incremento medio mensile del patrimonio per effetto dell'attività di gestione) è stato pari al 13,8 per cento, a differenza delle banche, per le quali il rendimento medio per effetto della gestione è stato pari al 6,4 per cento; peraltro le gestioni patrimoniali poste in essere dalle Sim presentano una varianza dei rendimenti maggiore rispetto a quella dei rendimenti delle banche. Tali risultati riflettono la diversa composizione dei portafogli: al 30 giugno 1997, le banche avevano investito le disponibilità principalmente in titoli di Stato o di debito (Tav. aV.12); le Sim, al contrario, detenevano una quota proporzionalmente maggiore del portafoglio in azioni e titoli obbligazionari esteri.*

L'attività di collocamento con offerta fuori sede di prodotti finanziari, dopo il netto calo del 1995, risulta in ripresa, sia per le reti bancarie che per le Sim. Le ragioni dello sviluppo sembrano doversi rinvenire nella maggiore diffusione tra il pubblico dei risparmiatori di prodotti tipici del

risparmio gestito, quali le quote di fondi comuni di investimento, che rappresentano la quasi totalità dei valori mobiliari distribuiti, e in un generale incremento nelle dimensioni medie delle reti di vendita (Tav. aV.13). Questa attività si caratterizza per la presenza di un maggior numero di Sim attive rispetto alle banche. Infatti di 73 soggetti mediamente attivi l'83 per cento circa è costituito da società di intermediazione mobiliare.

### ***Gli intermediari mobiliari***

Il comparto delle Sim è stato interessato negli ultimi anni da intensi cambiamenti. La struttura del settore creatasi con l'introduzione della legge 1/91, ha subito notevoli modifiche sotto la duplice spinta delle forze di mercato e dei cambiamenti nel quadro regolamentare introdotti dal decreto legislativo 415/96.

Il numero dei soggetti iscritti all'albo Consob è in continua diminuzione: il numero di nuove entrate, piuttosto consistente fino al 1995, è diminuito decisamente nell'ultimo biennio (Tav. aV.15).

Considerando l'insieme delle Sim e società fiduciarie, tra le principali cause della cancellazione dall'albo a partire dalla fine del 1991, vi sono il cambiamento di attività, la liquidazione volontaria e situazioni di crisi che causano un provvedimento di cancellazione dall'albo (Tav. V.5). La prima motivazione ha interessato essenzialmente le Sim che svolgevano attività di consulenza, attività non più regolamentata con l'adozione del D.Lgs. 415/96.

Il cambiamento di regime normativo ha determinato una razionalizzazione del comparto: ai sensi dell'art. 60 del decreto Eurosim, 35 Sim e 3 fiduciarie, che alla data di entrata in vigore del decreto non erano operative, sono state cancellate di diritto dall'albo Consob. Vi è stata inoltre, a seguito della medesima norma, la trasformazione delle società fiduciarie in Sim.

*La liquidazione volontaria fa generalmente seguito a situazioni di difficoltà dell'intermediario. Seppure limitato a un numero ridotto di casi (5 complessivamente), la trasformazione delle Sim in banche risulta un fenomeno significativo. Le motivazioni di questa scelta sono riconducibili a vantaggi in parte connessi al quadro regolamentare quali l'accesso al credito di ultima istanza e al mercato dei depositi interbancari, la partecipazione al sistema dei pagamenti, la possibilità di emettere passività monetarie.*

TAV. V.5

**SIM: CANCELLAZIONI DALL'ALBO**  
1992-1997

MOTIVAZIONI	TOTALE	PERCENTUALE
CRISI DELL'INTERMEDIARIO <sup>1</sup>	37	17,7
FUSIONI, SCISSIONI E CESSIONI DI RAMO D'AZIENDA	29	13,9
LIQUIDAZIONE VOLONTARIA	49	23,4
VARIAZIONE DELL'ATTIVITÀ	51	24,4
TRASFORMAZIONE IN BANCA <sup>2</sup>	7	2,4
NON OPERATIVA ALL'ENTRATA IN VIGORE DEL DECRETO EUROSIM	38	18,2
<i>TOTALE</i>	<i>211</i>	<i>100</i>

<sup>1</sup> Sono inclusi i decreti del Ministero del tesoro, i provvedimenti Consob e i fallimenti. <sup>2</sup> Vi è inclusa la trasformazione di due società fiduciarie in Sim nel 1992.

La tendenza alla diminuzione del numero di soggetti attivi nel settore dell'intermediazione mobiliare ha interessato solo marginalmente le banche: quelle autorizzate alla prestazione dei servizi di investimento (Tav. aV.16) sono diminuite lievemente nel corso del 1997 (4 per cento) passando da 865 a 829, mentre sono aumentate quelle autorizzate alla prestazione del servizio di gestione su base individuale, passando da 175 a 192.

La tendenza alla diminuzione del numero di imprese attive nel settore dell'intermediazione mobiliare si è manifestata anche per gli agenti di cambio; la flessione è stata del 10 per cento circa sia nel ruolo unico (individualmente operativi), dove al 31 dicembre 1997 risultano iscritti 56 soggetti, sia nel ruolo speciale (soci, amministratori, dirigenti, "negoziatori" di Sim), dove sono rimasti 47 agenti.

*Il generale rallentamento della crescita numerica degli operatori presenti nel settore si riscontra anche dal numero ridotto di istanze di iscrizione presentato (Tav. aV.17). Il notevole incremento delle estensioni è invece riconducibile all'estensione di diritto delle attività autorizzate sulla base dell'operatività svolta, vigente la legge 1/91 (art. 60 del D.Lgs. 415/96). Le cancellazioni dall'albo hanno riguardato 23 soggetti; 17 istanze sono state presentate nel corso del 1997, mentre una risale al 1996; 4 società sono state cancellate a seguito di un provvedimento del Ministero del tesoro che ha disposto la liquidazione coatta amministrativa; una società infine è stata cancellata a seguito della decadenza dell'autorizzazione ex art. 6 comma 3, del D.Lgs. 415/96.*

Il processo di concentrazione in corso ha interessato in particolare modo le Sim, per le quali il 25 per cento circa dei casi di fusione e scissione si è verificato nel corso del 1997. Per i gruppi

bancari si è manifestata la tendenza a incorporare al proprio interno le attività di negoziazione a seguito del venir meno della riserva di legge stabilita a favore delle Sim dall'art. 1 della legge 1/91.

*Il processo di aggregazione ha riguardato, con profili operativi differenti, anche gli agenti di cambio: durante l'anno appena trascorso, 17 agenti del ruolo unico (contro gli 11 del 1996) hanno fatto ricorso all'associazione (art. 36 del codice civile). L'istituto, che peraltro non assurge ad autonoma rilevanza esterna nei rapporti con la clientela, ha beneficiato di una rilettura evolutiva, e pienamente in linea con i principi della legge 241/90, della relativa procedura amministrativa, che non prevede più la necessità di un preventivo atto autorizzatorio, ma si articola in una presa d'atto dell'intervenuto vincolo associativo con un controllo a posteriori da parte delle Autorità di vigilanza.*

*Il numero di soggetti effettivamente operanti quali intermediari mobiliari risentirà anche dell'interpretazione, formalizzata nel corso del 1997, circa la perdurante vigenza, in conformità con analogo principio previsto per le Sim (art. 6, comma 3, del D.Lgs. 415/96, e art. 12, comma 2, del reg. 10418/96), dell'art. 11 del D.L. 321/46, che impone agli agenti di cambio di esercitare effettivamente la professione sotto pena di decadenza dalla carica.*

Le performance delle Sim nel quadriennio 1993-1996 mostrano una redditività variabile in funzione della specializzazione degli operatori.

*Le Sim sono suddivise in 4 categorie a seconda della tipologia di attività svolta (negoziazione, gestione, vendita, polifunzionali) e del peso relativo dei ricavi in ciascuna area di attività). La classe più numerosa è quella delle Sim di negoziazione, anche se il numero di soggetti (passato da 111 a 71) è diminuito di circa il 27 per cento nel periodo di tempo esaminato; è invece rimasto pressoché stabile nel tempo il numero delle Sim di gestione e di vendita.*

L'area di attività che presenta un profilo di redditività più stabile è quella della negoziazione (Tav. V.6). I risultati del 1996 mostrano una ripresa dopo il calo dell'anno precedente, che è stato caratterizzato da un andamento generale del settore non positivo.

*Nell'ambito delle Sim di negoziazione, si distinguono per un elevato livello di redditività soprattutto le società di proprietà degli agenti di cambio. Si sono, inoltre, evidenziate politiche di prezzo svantaggiose nelle negoziazioni infragruppo per gli operatori di matrice bancaria: per le Sim di proprietà di gruppi bancari, il rapporto fra commissioni di negoziazione e di raccolta ordini sul totale dei controvalori negoziati in conto terzi risulta per il 1996 pari a circa la metà di quello delle Sim di agenti di cambio.*

TAV. V.6

**REDDITIVITÀ DELLE SIM E TIPOLOGIA DI ATTIVITÀ**  
ROE - VALORI PERCENTUALI

TIPO DI ATTIVITÀ	1993	1994	1995	1996
NEGOZIAZIONE	12,3	10,7	3,9	5,7
GESTIONE	8,6	3,1	- 0,2	5,9
VENDITA	1,7	- 2,4	- 3,8	- 0,8
SIM POLIFUNZIONALI	1,7	3,1	0,2	1,7

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche.

Il profilo della redditività si presenta molto critico per le Sim che svolgono prevalentemente un'attività di sollecitazione del pubblico risparmio. In questo segmento, solo alcuni soggetti di dimensioni più grandi o particolarmente efficienti riescono a conseguire stabilmente risultati positivi. Anche il segmento delle Sim polifunzionali evidenzia una bassa redditività.

***L'attività di intermediazione relativa ai collocamenti e all'acquisizione di partecipazioni***

L'attività di intermediazione relativa all'ammissione alla quotazione in borsa ha riguardato, nel corso del 1997, 10 operazioni, per un controvalore totale di circa 1614 miliardi per le offerte globali e di circa 506 miliardi per le sole offerte pubbliche (Tav. V.7), con una riduzione, in termini di volumi, rispetto ai 2 anni precedenti, soprattutto a causa dell'assenza di operazioni di grosso ammontare, quali Eni nel 1995 e Mediaset nel 1996. Con riguardo al livello di concentrazione, i primi 3 *global coordinator* detengono una quota di mercato pari al 71 per cento, che sale all'89 per cento se si considerano i primi 5 soggetti. Le quote di mercato relative ai primi 3 e ai primi 5 *lead manager* delle offerte pubbliche sono, invece, pari rispettivamente al 79 per cento e al 91,4 per cento.

È notevolmente aumentata, nel corso del 1997, la presenza di soggetti esteri, in qualità di *global coordinator* delle offerte (presenti in 6 delle 10 operazioni avvenute nel corso dell'anno), mentre nel biennio 1995-96 erano presenti in 5 operazioni sulle 22 verificatesi in totale. La concentrazione nel comparto dei collocamenti finalizzati all'ammissione a quotazione nel periodo 1990-1996 risulta anch'essa piuttosto elevata ed è accompagnata da una notevole variabilità delle quote dei principali intermediari da un anno all'altro; quest'ultima è dovuta soprattutto al numero

ancora modesto di operazioni. Tale dato, nonché quello relativo alla maggiore presenza di intermediari esteri, sembra mostrare una crescita del livello di concorrenza del settore.

TAV. V.7

**L'ATTIVITÀ DI INVESTMENT BANKING NELLE OFFERTE FINALIZZATE ALLA QUOTAZIONE**  
CONCENTRAZIONE DEL MERCATO<sup>1</sup>

	GLOBAL COORDINATOR <sup>2</sup>			LEAD MANAGER <sup>3</sup>		
	1995	1996	1997	1995	1996	1997
PRIMO SOGGETTO <sup>4</sup>	28,6	64,3	36,8	44,4	69,0	57,0
PRIMI TRE SOGGETTI <sup>4</sup>	74,6	88,9	71,0	79,9	90,2	79,0
PRIMI CINQUE SOGGETTI <sup>4</sup>	94,4	93,9	89,0	100,0	94,2	91,4
NUMERO OPERAZIONI	10	12	10	10	12	10
VALORE OPERAZIONI <sup>5</sup>	7.083	3.226	1.614	2.437	1.307	506

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

Peraltro, se oltre alle ammissioni a quotazione si considerano anche le operazioni di privatizzazione effettuate tramite offerta pubblica successiva, l'entità delle offerte aumenta notevolmente: per le quattro operazioni avvenute nel 1997 (Banca di Roma, Eni, S. Paolo e Telecom), il valore totale delle offerte pubbliche è stato di oltre 27.000 miliardi e quello delle offerte globali ha superato i 37.000 miliardi. Includendo anche queste operazioni, il livello di concentrazione del mercato risulta molto più elevato. La quota del primo *global coordinator* supera infatti il 55 per cento mentre, per i primi 3 e i primi 5 soggetti, essa è pari rispettivamente al 97 per cento e al 99 per cento del mercato; le quote di mercato sono ancora più elevate per quanto concerne i *lead manager* delle offerte pubbliche: il primo soggetto detiene oltre il 95 per cento mentre i primi 3 e i primi 5 soggetti raggiungono quasi il 100 per cento. Valori così elevati sono dovuti all'ingente dimensione delle operazioni di privatizzazione rispetto a quelle di ammissione a quotazione e alla presenza degli stessi soggetti - in qualità di *global coordinator* o di *lead manager* - in più di un'operazione.

I soggetti operanti nel settore dei servizi di finanza aziendale relativi all'acquisizione di partecipazioni - essenzialmente investitori istituzionali quali fondi chiusi esteri, società di *venture capital* e banche d'investimento - hanno avuto un ruolo di rilievo nelle operazioni di ammissione a quotazione avvenute nel periodo 1995-97. Essi erano presenti nel capitale di 13 società quotate nel triennio; peraltro, la loro presenza si è ridotta nel corso del 1997, limitandosi a 2 operazioni

(Tav. V.8). Tali intermediari hanno ceduto, contestualmente alla quotazione, una parte piuttosto consistente delle loro partecipazioni: per le 2 operazioni avvenute nel 1997, sono passati da una quota media *ex ante* quotazione del 41 per cento circa a una quota media del 7,1 per cento nel periodo immediatamente successivo alla quotazione. La loro presenza nel capitale di rischio delle società quotate può aver rappresentato un importante fattore di stimolo alla quotazione, in quanto l'ingresso in borsa della società partecipata costituisce l'occasione per smobilizzare l'investimento.

TAV. V.8

**PRESENZA DI INVESTITORI ISTITUZIONALI  
NELLE COMPAGINE AZIONARIA DELLE SOCIETÀ NEOQUOTATE ITALIANE<sup>1</sup>**  
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

ANNO	N° SOCIETÀ <sup>2</sup>	N° INVESTITORI ISTITUZIONALI <sup>3</sup>	QUOTA ANTE OFFERTA <sup>4</sup>	QUOTA POST OFFERTA <sup>5</sup>
1995	6	2,3	27,7	8,5
1996	5	2,8	53,2	25,4
1997	2	1,5	40,9	7,1

Fonte: prospetti informativi. Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> Per investitori istituzionali si intende fondi comuni d'investimento di tipo chiuso, società di *venture capital*, banche commerciali e d'investimento. <sup>2</sup> Numero di società in cui erano presenti investitori istituzionali alla data dell'offerta. <sup>3</sup> Numero medio di investitori istituzionali presenti nella compagine azionaria alla data dell'offerta. <sup>4</sup> Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali al momento dell'offerta; valori in percentuale. <sup>5</sup> Quota media detenuta dagli investitori istituzionali rispetto al capitale sociale subito dopo l'offerta; valori in percentuale.

*L'attività di investimento in capitale di rischio risulta ancora poco sviluppata nel nostro paese, come appare anche da un confronto internazionale: dati Aifi (Associazione italiana degli investitori istituzionali nel capitale di rischio) rilevano che, in Italia, l'ammontare di fondi disponibili per tale tipologia di investimento era, alla fine del 1996, pari a circa 5 miliardi di Ecu (l'8 per cento dell'intero mercato europeo), rispetto agli oltre 25 miliardi di Ecu della Gran Bretagna e ai 12 miliardi di Ecu della Francia. La quota si riduce ulteriormente se si considerano gli investimenti in essere: in Italia essi ammontavano, a fine 1996, a circa 1,4 miliardi di Ecu (il 5 per cento circa del mercato europeo), a fronte degli oltre 11 miliardi del Regno Unito e dei quasi 5 miliardi della Francia.*

L'apporto dei fondi mobiliari chiusi di diritto italiano è ancora modesto. A quasi 4 anni dall'emanazione della relativa legge, i fondi operativi sono solo 4. Il ritardo nello sviluppo del mercato italiano dei fondi mobiliari chiusi può essere dovuto, almeno in parte, a ostacoli di natura regolamentare. In particolare, i limiti d'investimento del fondo appaiono eccessivamente restrittivi.

*La legge istitutiva dei fondi chiusi prevede che essi non possano detenere quote superiori al 30 per cento del capitale ordinario di società non quotate (o comunque quote che consentano l'esercizio del controllo di fatto), ovvero superiori al 5 per cento per le società quotate. Limiti di questo tipo non sono riscontrabili nei maggiori paesi industrializzati, dove costituisce prassi consolidata, in particolare per i fondi chiusi partecipati da investitori istituzionali, l'acquisizione di quote elevate, come si può rilevare anche per gli investimenti in società quotate italiane: se si analizzano, infatti, i sette casi in cui fondi chiusi esteri detenevano partecipazioni nelle società italiane quotate tra il 1995 e il 1997, si può rilevare come in 2 casi un unico fondo deteneva una partecipazione superiore al 50 per cento e in un caso superiore al 30 per cento. La possibilità di detenere quote consistenti dei diritti di voto rappresenta d'altronde per un fondo chiuso un elemento fondamentale di garanzia e di protezione dell'investimento, essendo la partecipazione alle scelte gestionali e strategiche da parte di questi intermediari uno dei tratti distintivi della loro funzione.*



## VI. L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE: LA VIGILANZA

### *L'analisi degli esposti e l'attività ispettiva*

L'attività di controllo sugli intermediari è proseguita nel 1997, traendo spunto anche dall'analisi delle segnalazioni provenienti dai privati, volte a denunciare ipotesi di irregolarità connesse allo svolgimento delle attività di intermediazione mobiliare. Gli esposti comportano di norma l'inoltro di richieste di dati e notizie agli intermediari interessati, e talvolta l'acquisizione diretta di informazioni e l'attuazione di verifiche ispettive.

*Nel corso del 1997, sono stati analizzati 375 esposti, di cui 181 ricevuti nel corso dello stesso anno. Gli esposti riferiti a banche sono stati 228 (di cui 111 relativi al 1997), mentre 107 hanno riguardato Sim (di cui 61 relativi al 1997), e, rispettivamente, 27 e 13 hanno riguardato società fiduciarie e agenti di cambio (di cui 9 relativi al 1997). Con riferimento alla tipologia di servizio prestato, 232 esposti hanno riguardato i servizi di negoziazione e raccolta ordini, 81 la gestione, 31 la sollecitazione, 17 il collocamento e uno la consulenza.*

Le istruttorie concluse nel corso dell'anno sono state 175 (di cui 58 riferite al solo 1997): 155 hanno comportato l'archiviazione del caso, 16 una proposta di sanzione e 4 la formulazione di una lettera di contestazione all'intermediario.

Gli esposti hanno costituito una fonte preziosa anche per la redazione del regolamento 10943/97, disciplinante la prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori. Al fine di individuare le principali cause di conflittualità nei rapporti tra intermediari e clienti e favorire, mediante un adeguamento delle regole di comportamento, un miglioramento nella qualità dei servizi prestati, è stata condotta un'analisi sugli esposti ricevuti nel corso del triennio 1995 - 1997.

I risultati dell'indagine mostrano che, nel corso del periodo individuato, il 52,8 per cento degli esposti ricevuti dalla Consob ha riguardato soggetti bancari, il 26,9 per cento Sim, l'11,7 per cento società fiduciarie e l'8,6 per cento agenti di cambio (Tav. VI.1).

*L'attività per la quale si verifica il maggior numero di esposti è costituita dalla negoziazione e raccolta ordini (circa il 56 per cento del totale degli esposti), nell'ambito delle quali il 62,4 per cento circa è relativo a banche, il 24,9 per cento a Sim e oltre il 12 per cento ad agenti di cambio. L'oggetto dei reclami (Tav. aVI.1) riguarda nella maggior parte dei casi errori nella fase di esecuzione degli ordini, che deriverebbero da incomprensioni tra il cliente e l'operatore dell'intermediario. Altre contestazioni originano dall'effettuazione di operazioni non adeguate senza preventiva conferma del cliente, dalla mancanza di un contratto scritto, dal mancato invio di note informative, dall'applicazione di commissioni eccessive rispetto a quelle ipotizzate dalla clientela sulla base degli accordi contrattuali.*

*Gli esposti relativi all'attività di gestione di patrimoni, che costituiscono la seconda tipologia per dimensione relativa (circa il 26 per cento del totale), hanno riguardato tutti gli intermediari mobiliari e in particolar modo le società fiduciarie, che svolgevano tale attività in via esclusiva. Quanto all'oggetto degli esposti, il 37 per cento circa è relativo al mancato rispetto del mandato gestorio o delle disposizioni impartite dal cliente, mentre un ulteriore 32 per cento circa deriva da lamentele relative a rendimenti insoddisfacenti rispetto a quelli attesi al momento della conclusione del contratto.*

*I reclami relativi all'attività di collocamento (circa l'8 per cento del totale) hanno invece riguardato quasi esclusivamente le banche e hanno avuto come unico oggetto la mancata assegnazione del lotto minimo ordinato, nel caso di offerte pubbliche di sottoscrizione e vendita concluse con procedure di riparto.*

*Nell'ambito dell'attività di sollecitazione del pubblico risparmio, i relativi reclami (circa il 10 per cento del totale) hanno riguardato in misura prevalente le Sim e hanno avuto a oggetto disservizi (anche di natura informativa) causati da promotori finanziari ovvero da procedure che non assicurano una tempestiva esecuzione delle disposizioni della clientela.*

TAV. VI.1

**ESPOSTI RICEVUTI NEL PERIODO 1995-1997**  
**CLASSIFICAZIONE PER SOGGETTI E TIPOLOGIA DI SERVIZIO PRESTATO**  
 (VALORI IN PERCENTUALE)

	BANCHE	SIM	FIDUCIARIE	AGENTI DI CAMBIO	TOTALE
<i>ESPOSTI PER CATEGORIE DI SOGGETTI</i>	52,8	26,9	11,7	8,6	100,0
<i>ESPOSTI PER SERVIZI PRESTATI</i>					
NEGOZIAZIONE CONTO TERZI E RACCOLTA ORDINI	62,4	24,9	--	12,7	100,0
GESTIONE DI PATRIMONI	31,6	17,5	45,0	5,8	100,0
COLLOCAMENTO	98,1	1,9	--	--	100,0
CONSULENZA	--	100,0	--	--	100,0
SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO	16,9	83,1	--	--	100,0

Dall'indagine emerge che, fatte salve alcune caratteristiche operative e organizzative proprie delle diverse categorie di intermediari, la causa principale di insorgenza degli esposti è costituita da un livello di trasparenza informativa non ancora sufficiente, sia al momento della costituzione dei rapporti che in fase di erogazione del servizio.

L'esame della documentazione acquisita in corso di istruttoria degli esposti ha poi evidenziato che le lamentele riferite all'attività di negoziazione e raccolta ordini originano sia da inefficienze organizzative e procedurali (soprattutto in presenza di un'estesa articolazione

territoriale dell'intermediario), sia da un sistema di annotazione e rendicontazione delle operazioni non rispondente alle esigenze di chiarezza e certezza informativa avanzate dalla clientela.

Nell'ambito del servizio di gestione patrimoniale, invece, i reclami sono stati essenzialmente determinati dall'impossibilità per la clientela di poter confrontare in modo agevole il risultato della propria gestione con un parametro di riferimento omogeneo e significativo. Gli esposti riferiti al mancato rispetto del mandato sono stati spesso determinati dalla circostanza che i contratti di gestione attualmente risultano, nella generalità dei casi, "indefiniti" quanto all'ampiezza del mandato e alla tipologia di rischio.

*Sulla base delle considerazioni sopraesposte, si è ritenuto opportuno approntare, in occasione della redazione del regolamento Consob concernente le regole di comportamento cui debbono attenersi gli intermediari autorizzati, appositi rimedi operativi. Al fine di ridurre il grado di conflittualità nell'ambito dei rapporti di negoziazione e raccolta ordini, è stato inserito l'obbligo di rilascio alla clientela di un'attestazione dell'ordine al momento della ricezione o della registrazione telefonica ed è stata prevista un'informativa più completa e trasparente in fase di rendicontazione delle operazioni eseguite. Inoltre, con riferimento all'attività di gestione di patrimoni, è stato dettagliato il contenuto del mandato gestorio (con particolare riferimento alle caratteristiche della gestione) ed è stata chiarita l'informativa per il cliente in termini di risultati effettivi e potenziali con l'introduzione di un parametro oggettivo di riferimento (benchmark), in modo che l'investitore possa autonomamente valutare la qualità del servizio prestato dall'intermediario. Infine, onde prevenire i fenomeni patologici, sono state specificate le caratteristiche delle procedure interne, nonché i compiti e le responsabilità della funzione di controllo interno.*

Il numero di esposti riguardanti le banche è stato doppio rispetto a quello delle Sim, riflettendo anche una diversa numerosità degli operatori. Il processo istruttorio relativo alla trattazione degli esposti è peraltro sfociato in un maggior numero di accertamenti ispettivi nei confronti delle Sim rispetto alle banche, a seguito anche dei già descritti differenti contenuti e profili delle segnalazioni pervenute.

Infatti, nel corso del 1997, sono state deliberate dalla Commissione 16 ispezioni nei confronti di intermediari mobiliari (Tav. aVI.2), che hanno riguardato 10 società di intermediazione mobiliare, una impresa di investimento comunitaria, una banca e 4 agenti di cambio. Gli accertamenti iniziati nel corso dell'anno, svolti nei confronti sia di società di intermediazione mobiliare, sia di altri intermediari finanziari, sono stati 25, di cui 18 a carattere generale, 6 con oggetto mirato e uno ai sensi dell'art. 8 della legge 157/91 (Tav. aVI.3).

In particolare, sono state avviate nei confronti di Sim 12 ispezioni, di cui 8 a carattere generale, finalizzate ad accertare la conformità dei servizi di investimento esercitati alle relative disposizioni di legge e di regolamento, le modalità operative e la predisposizione di adeguate procedure di controllo sull'operato dei promotori di servizi finanziari.

*In 2 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, l'adozione di misure organizzative idonee al controllo dell'operatività su prodotti derivati ovvero le operazioni effettuate per conto di particolari clienti e controparti negoziatrici o su taluni strumenti finanziari. Un ulteriore accertamento ha avuto a oggetto la verifica del rispetto delle disposizioni normative in tema di insider trading.*

È stata inoltre effettuata un'ispezione nei confronti di una società di gestione di fondi comuni di investimento, avente a oggetto, tra l'altro, la verifica della corretta applicazione delle diverse tipologie di commissione a carico dei fondi e il rispetto delle disposizioni sulla frequenza delle operazioni.

Per quanto riguarda le banche, 3 indagini hanno avuto carattere generale e una è stata effettuata ai sensi dell'art. 8 della legge 157/91, mentre, in un altro caso, l'accertamento ha avuto un oggetto mirato, quale il rispetto delle disposizioni con riferimento ai singoli servizi di investimento esercitati ovvero le procedure di controllo adottate con riguardo a determinate attività.

Nei confronti degli agenti di cambio le indagini ispettive svolte sono state 6, tutte finalizzate ad accertare l'organizzazione generale, amministrativa e contabile dello studio, con particolare riferimento alla tenuta e alla conservazione dei registri e delle scritture obbligatorie, e la conformità delle modalità di svolgimento dell'attività di intermediazione alle disposizioni di legge e regolamentari.

Da ultimo, si segnala che, ai sensi dell'art. 29, comma 2, del decreto legislativo 415/96, è stato richiesto alla Banca d'Italia lo svolgimento di accertamenti, su profili di competenza della Commissione, nei confronti di una banca e di una società di intermediazione mobiliare.

Nel 1997 la Commissione ha provveduto inoltre a modificare il sistema delle segnalazioni periodiche di vigilanza richieste agli agenti di cambio del ruolo unico, in relazione alle informazioni richieste e alle modalità tecniche di trasmissione. Il nuovo sistema è entrato a regime con decorrenza 31 dicembre 1997 e tiene conto del progressivo avvicinamento della disciplina degli agenti di cambio a quella degli altri intermediari mobiliari, in particolar modo in relazione agli obblighi nei confronti della clientela (*ex* D.Lgs. 415/96).

### ***I provvedimenti cautelari e sanzionatori nei confronti degli intermediari***

Il D.Lgs. 415/96 ha profondamente innovato la disciplina dei provvedimenti di natura cautelare e sanzionatoria adottabili nei confronti dei soggetti vigilati, anche per quanto concerne la ripartizione dei poteri e delle competenze fra le diverse Autorità amministrative coinvolte nei rispettivi procedimenti. In particolare, sono stati eliminati i casi di attribuzione diretta del potere sanzionatorio alla Commissione, mentre è rimasto, per i casi gravi e non differibili, il potere (non più sottoposto a ratifica del Ministro del tesoro) del Presidente di disporre la sospensione cautelare

degli organi amministrativi dell'intermediario e il commissariamento *ad tempus* della società. Il legislatore delegato ha, inoltre, ridisegnato completamente la disciplina delle crisi delle imprese di investimento, fissando apposite procedure sulle linee del Testo unico bancario.

*Peraltro, va ricordato che il nuovo sistema sanzionatorio prevede, in modo distinto dalle disposizioni inerenti l'adozione dei provvedimenti coattivi per la risoluzione di situazioni di crisi, la responsabilità personale dei singoli esponenti aziendali in caso di accertamento di violazioni della normativa legislativa e regolamentare di settore. Tale innovazione ha consentito di raccordare meglio la disciplina di settore con quella generale propria del diritto amministrativo e con i suoi principi di garanzia: il procedimento istruttorio è stato conseguentemente riesaminato con particolare riferimento alla formulazione delle contestazioni degli addebiti ai soggetti responsabili e alla presentazione delle successive proposte sanzionatorie al Ministero del tesoro.*

I procedimenti istruttori in materia di sanzioni, avviati in seguito all'entrata in vigore del D.Lgs. 415/96, si sono riferiti principalmente ad accertamenti ispettivi e di vigilanza relativi a fatti accaduti in epoca anteriore al 1° settembre 1996, rispetto ai quali, a causa della riforma e della mancata previsione da parte del legislatore di norme transitorie, non risultano direttamente applicabili né le disposizioni sanzionatorie contenute nella legge 1/91, in quanto abrogate, né quelle introdotte con la nuova normativa disciplinante il settore dei servizi di investimento.

In assenza dei necessari chiarimenti interpretativi, la Consob ha ritenuto opportuno portare a conclusione i procedimenti istruttori già avviati nei confronti dei singoli intermediari, procedendo alla formale contestazione degli addebiti, alla valutazione delle deduzioni delle controparti e, infine, alla formulazione delle relative proposte al Ministro del tesoro, secondo la procedura dettata dalla previgente disciplina.

In particolare, durante il 1997 sono state inviate al Ministro, per le valutazioni di competenza, 8 proposte sanzionatorie, riferite in 3 casi a Sim, in 4 casi a banche e in uno a società fiduciarie. La formulazione di tali proposte sanzionatorie nei confronti degli intermediari non ha, tuttavia, avuto alcun esito conclusivo, in quanto il Ministero del tesoro non ha, finora, proceduto all'irrogazione delle sanzioni pecuniarie proposte.

I procedimenti sanzionatori con riferimento a comportamenti illeciti posti in essere dagli intermediari in epoca successiva all'entrata in vigore del decreto Eurosim sono ancora in corso e alcuni di essi sono in fase di conclusione. Va inoltre segnalato che sono state inviate al Ministero del tesoro, secondo la procedura descritta all'art. 44 del D.Lgs. 415/96, 2 proposte di applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie nei confronti degli esponenti aziendali di 2 Sim, in esito ad accertamenti ispettivi.

Maggior rilievo ha avuto l'applicazione della nuova disciplina introdotta dal D.Lgs. 415/96 in materia di provvedimenti di natura cautelare. Nel corso del 1997 sono stati assunti 3 provvedimenti d'urgenza ex art. 31, nei confronti di Sim; un quarto provvedimento è stato assunto nel mese di gennaio 1998 (Tav. VI.2).

TAV. VI.2

**ATTIVITÀ DI VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI MOBILIARI**  
PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI ADOTTATI O PROPOSTI DALLA CONSOB

PROVVEDIMENTO CONCLUSIVO	SIM			BANCHE			AGENTI DI CAMBIO		
	1995	1996	1997	1995	1996	1997	1995	1996	1997
RICHIAMO	--	--	--	--	--	--	--	--	4
SANZIONE PECUNIARIA	11	12	4	1	17	4	1	--	3
SOSPENSIONE	14	8	--	--	--	--	--	1	2
COMMISSARIAMENTO	14	8	--	--	--	--	--	--	--
CANCELLAZIONE SANZIONATORIA	4	2	--	--	--	--	--	--	--
ESCLUSIONE DALLE BORSE VALORI	--	--	--	--	--	--	2	2	4
SOSPENSIONE EX ART. 31 D.LGS. 415/96	—	1	3	—	--	--	—	--	--
AMMINISTRAZIONE STRAORDINARIA	—	2	3	—	--	--	—	--	--
LIQUIDAZIONE COATTA AMMINISTRATIVA	—	--	3	—	--	--	—	--	--

Si veda la sezione Note metodologiche.

*In un caso, il provvedimento è stato assunto in presenza di rilevanti anomalie nelle operazioni di compravendita su strumenti finanziari e nell'attività di finanziamento, risultate entrambe preordinate al drenaggio di liquidità a favore della società e di alcuni soggetti e a danno delle controparti. In un altro caso il provvedimento è stato adottato in relazione all'esercizio, da parte della Sim, dell'attività di gestione dei patrimoni con operazioni su strumenti finanziari derivati in assenza della prescritta autorizzazione, in un contesto di disordine organizzativo e di difficoltà economico-patrimoniali. Nell'ultimo caso la sospensione degli organi amministrativi è stata disposta in presenza dell'esercizio abusivo dell'attività di gestione, svolta principalmente con operazioni su prodotti derivati, e di altre gravi irregolarità nello svolgimento dei servizi di investimento, in un contesto societario di potenziale instabilità patrimoniale e caratterizzato da gravi carenze di controllo interno, anche da parte del collegio sindacale.*

*In uno dei casi menzionati il provvedimento cautelare è stato seguito dalla volontaria liquidazione della società, mentre negli altri 2 casi la Consob ha proposto al Ministero del tesoro, ai sensi dell'art. 34 del D.Lgs. 415/96, l'assunzione del provvedimento di liquidazione coatta amministrativa. Tuttavia, relativamente*

*a una Sim, il provvedimento non è stato formalmente adottato dal Ministero, essendo insorta, nelle more del procedimento, una controversia davanti al giudice amministrativo.*

Per quanto riguarda i provvedimenti di amministrazione straordinaria adottati nei confronti degli intermediari nel corso del 1997, la Consob ha inviato al Ministero del tesoro 3 proposte ai sensi dell'art. 32, D.Lgs. 415/96.

*In particolare, una proposta è stata formulata in seguito a un provvedimento di sospensione cautelare già assunto nel corso del '96; la seconda è stata motivata sulla base dell'inadeguatezza della struttura organizzativa e della funzione di controllo interno accertata presso l'intermediario, nonché sulla base del riscontrato contrasto con i principi generali della normativa di settore delle modalità di gestione e dei comportamenti tenuti nei confronti della clientela; l'ultima si è fondata ancora su profili di inadeguatezza della struttura organizzativa dell'intermediario alla prestazione dei servizi di investimento, sia in termini di dotazione strumentale che di procedure, sull'assenza di prudenza e indipendenza gestoria e sulla precarietà della complessiva situazione patrimoniale.*

In tutti e tre i casi il provvedimento è stato successivamente adottato dal Ministero del tesoro. Va segnalato, infine, che nel primo dei casi menzionati la gestione commissariale ha sortito, già durante il 1997, gli effetti auspicati con la riforma, consentendo il rientro *in bonis* dell'intermediario. Nel secondo caso, invece, alla fine dell'anno 1997, su proposta della Banca d'Italia, formulata sulla base di una richiesta del Commissario straordinario, la Sim è stata posta in liquidazione coatta amministrativa.

### ***Le crisi degli intermediari e il Fondo nazionale di garanzia***

Nel corso del 1997, come già ricordato in precedenza, è continuato il processo di ristrutturazione del settore dell'intermediazione mobiliare. L'uscita dal mercato è avvenuta a seguito di crisi degli intermediari (4 Sim e un agente di cambio), generalmente marginali, che avevano tenuto un comportamento irregolare. Il totale delle insolvenze, a partire dal 1992, è così salito a 29 soggetti (Tav. VI.3), in maggioranza Sim (21), mentre non si sono verificate insolvenze di banche. L'importo totale dei crediti dei risparmiatori verso gli intermediari citati, dei quali è stato depositato lo stato passivo, è raddoppiato rispetto al 1996 ed è risultato pari a quasi 700 miliardi di lire.

Il Fondo ha deliberato indennizzi per circa 74 miliardi a fronte del patrimonio disponibile pari a circa 50 miliardi. I residui 24 miliardi dovrebbero essere coperti con l'utilizzo delle risorse che sono state trasferite al Fondo con l'art. 54 comma 3 della legge 449/97: si tratta delle disponibilità del "fondo destinato a interventi per l'innovazione tecnologica e l'ammodernamento dei mercati" ex art. 58, comma 4 del D.Lgs. 415/96.

In realtà, l'incapienza del Fondo, già segnalata nelle precedenti relazioni annuali della Consob, potrebbe essere più elevata. Infatti, meno della metà dei clienti-creditori degli intermediari falliti hanno già chiesto il rimborso (che, come noto, è dalla legge limitato al 25 per cento del

credito) al Fondo nazionale di garanzia. L'esposizione massima che il Fondo potrebbe essere chiamato a sostenere sarebbe di ulteriori 59 miliardi, a cui andrebbero aggiunti altri crediti derivanti dal fallimento dei 4 intermediari per i quali non è ancora stato depositato lo stato passivo e dei quali non si conosce, quindi, l'importo. Peraltro, in questi ultimi casi, le procedure di rimborso seguiranno la nuova disciplina sui sistemi di indennizzo, entrata in vigore nel febbraio 1998.

TAV. VI.3

**LE CRISI DEGLI INTERMEDIARI MOBILIARI E IL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA**  
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 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	4	2 <sup>1</sup>	--	6
	1997	4	1	--	5
	<i>TOTALE INSOLVENZE</i>	<i>21</i>	<i>5<sup>1</sup></i>	<i>3</i>	<i>29</i>
	<i>DI CUI CON DEPOSITO DELLO STATO PASSIVO</i>	<i>18</i>	<i>4<sup>1</sup></i>	<i>3</i>	<i>25</i>
NUMERO TOTALE CLIENTI AMMESSI		6.985	2.214 <sup>1</sup>	303	9.502
IMPORTO TOTALE CREDITI AMMESSI <sup>2</sup>		325.988	341.539 <sup>1</sup>	23.492	690.586
NUMERO ISTANZE PERVENUTE AL FONDO		3.498	961 <sup>1</sup>	205	4.664
IMPORTO CREDITI ISTANZE PERVENUTE AL FONDO <sup>3</sup>		237.265	171.539 <sup>1</sup>	22.705	431.509
<i>INDENNIZZI DELIBERATI DAL FONDO SULLE ISTANZE PERVENUTE<sup>4</sup></i>		<i>59.321</i>	<i>8.740</i>	<i>5.677</i>	<i>73.738</i>
- INDENNIZZI IMPEGNATI A FRONTE DEL PATRIMONIO DISPONIBILE		42.156	1.869	5.677	49.702
- RESIDUI INDENNIZZI DA IMPEGNARE		17.165	6.871	--	24.036

Fonte: Elaborazioni Consob su dati del Fondo nazionale di garanzia. <sup>1</sup> Incluso fallimento dell'agente di cambio Guido De Asmundis in società di fatto con Antonio De Asmundis e altri. <sup>2</sup> Valori in milioni di lire. In alcuni casi, l'importo è già al netto del riparto parziale effettuato dal curatore. <sup>3</sup> Valori in milioni di lire. <sup>4</sup> 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 25 insolvenze in cui è stato depositato, richiederebbero ulteriori risorse finanziarie per circa 59 miliardi.

Infatti, il Fondo nazionale di garanzia è destinato a trasformarsi in un sistema di indennizzo di tipo privatistico, in seguito all'emanazione da parte del Ministero del tesoro, sentite la Banca



d'Italia e la Consob, del regolamento, ex art. 35 comma 2 del D.Lgs. 415/96, recante la disciplina dell'organizzazione e del funzionamento dei sistemi di indennizzo, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale del 17 gennaio 1998.

Il regolamento recepisce in anticipo i contenuti principali della direttiva europea relativa ai sistemi di indennizzo, costituiti per la tutela di crediti vantati dagli investitori nei confronti di soggetti autorizzati allo svolgimento di servizi di investimento, in liquidazione coatta amministrativa (nel caso degli agenti di cambio, fallimento o concordato preventivo). I sistemi di indennizzo, ai quali gli intermediari devono obbligatoriamente aderire per lo svolgimento dei servizi di investimento, sono soggetti di natura privatistica riconosciuti dal Ministero del tesoro: viene quindi sancita la possibilità di istituzione di tali sistemi in Italia. Il Fondo nazionale di garanzia è riconosciuto quale sistema di indennizzo, e assolverà agli impegni pregressi tramite una gestione speciale.

*La principale novità del regolamento è rappresentata dal fatto che, mentre attualmente il Fondo di garanzia rimborsa, ex lege, non più del 25 per cento del credito senza un limite massimo, in futuro il rimborso sarà effettuato dai sistemi di indennizzo in tempi regolati dal decreto e per importi corrispondenti fino all'ammontare massimo complessivo di 20.000 Ecu. I sistemi di indennizzo stabiliscono i criteri e le modalità di contribuzione degli aderenti. Le disponibilità dei sistemi sono depositate presso primarie banche e investite con vincoli stabiliti dal regolamento. Gli intermediari possono essere esclusi dal sistema di indennizzo se inadempienti nei confronti dello stesso: in tal caso le Autorità che hanno rilasciato l'autorizzazione alla prestazione dei servizi di investimento procedono alla revoca della stessa.*

### ***La vigilanza sui promotori finanziari***

Nel corso del 1997, è stato approvato il nuovo regolamento disciplinante l'attività dei promotori finanziari emanato in attuazione delle disposizioni di cui all'art. 23, comma 6, del D.Lgs. 415/96. Le nuove disposizioni regolamentari, approvate con delibera 10629 dell'8 aprile 1997, sono entrate in vigore a partire dal 30 maggio. L'attività di controllo è stata pertanto caratterizzata dall'applicazione sia della nuova normativa regolamentare, sia di quella antecedente, a seconda del periodo temporale nel quale i fatti oggetto di accertamento sono risultati posti in essere.

La vigilanza sui promotori finanziari trae prevalentemente origine dalle segnalazioni provenienti dai clienti, dagli intermediari per conto dei quali i promotori svolgono la loro attività, dalle Commissioni regionali e provinciali nonché dalle notizie stampa e dalle informazioni acquisite dalla Commissione nel corso dei costanti rapporti di collaborazione intrattenuti con l'Autorità Giudiziaria e con la Guardia di Finanza. A ciò deve aggiungersi anche l'attività di controllo svolta in connessione con l'intensificarsi delle verifiche ispettive disposte dalla Commissione nei confronti di intermediari autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento, i cui esiti, frequentemente,

coinvolgono i promotori di cui gli intermediari si avvalgono nell'ambito dell'attività di offerta fuori sede.

*Nel 1997 si è registrato un notevole incremento degli esposti e delle segnalazioni da parte dei risparmiatori, i quali, anche in virtù di una maggiore conoscenza delle funzioni istituzionali delle Autorità di controllo, sempre più frequentemente si rivolgono a esse per segnalare comportamenti scorretti e per tutelare i propri diritti.*

In esito all'attività di vigilanza, nel 1997 sono stati adottati 116 provvedimenti sanzionatori a fronte di 83 provvedimenti relativi all'anno precedente (Tav. aVI.4). In particolare, la Commissione ha adottato 8 provvedimenti di censura, ai sensi dell'art. 16, comma 2, del regolamento 5388/91, in seguito all'accertamento di violazioni ritenute di non rilevante gravità.

È stato, inoltre, adottato il provvedimento di radiazione e conseguente cancellazione dall'albo nei confronti di 39 promotori.

*La radiazione dall'albo, il più grave provvedimento sanzionatorio previsto dall'art. 45, comma 1, del decreto 415/96, viene adottato nei casi in cui nel corso dell'iter istruttorio vengano accertate - previa contestazione degli addebiti all'interessato e valutazione delle deduzioni dallo stesso eventualmente formulate - gravi violazioni della normativa di settore.*

*I casi di comportamenti illeciti riscontrati con maggiore frequenza - in relazione ai quali la Consob ha adottato il provvedimento di radiazione dall'albo - si sostanziano nell'accettazione, da parte del promotore, di somme in contanti consegnate dai clienti a fronte delle operazioni di investimento sottoscritte, ovvero di mezzi di pagamento aventi caratteristiche difformi da quelle indicate dalle relative norme regolamentari; peraltro, con il nuovo regolamento 10629/97 taluni provvedimenti di radiazione sono stati adottati in caso di accertata gestione abusiva del risparmio.*

Nel 1997 sono stati inoltre adottati 5 provvedimenti sanzionatori con i quali è stata disposta la sospensione dall'albo a tempo determinato nei confronti di altrettanti promotori.

*La sospensione, irrogata ai sensi dell'art. 16, comma 3, del regolamento 5388/91, va da un periodo minimo di un mese a un periodo massimo di quattro mesi, in relazione alla maggiore o minore gravità degli illeciti compiuti. Dagli accertamenti effettuati in sede istruttorio, è comunque sempre emerso che i comportamenti dei promotori, pur riferendosi a fattispecie tra loro differenti e contrarie ai precetti di correttezza e di legalità, hanno arrecato danni di modesta entità alla clientela.*

Sono stati infine adottati 64 provvedimenti di sospensione cautelare dell'attività nei confronti di altrettanti promotori.

*Di questi provvedimenti 26 sono stati adottati, ai sensi dell'art. 45, comma 4, del decreto 415/96, nei confronti di altrettanti soggetti i quali risultavano essere stati sottoposti a una delle misure cautelari personali di cui al libro IV, titolo I, capo II del codice di procedura penale, ovvero che avevano assunto la qualità di imputato ai sensi dell'art. 60 del medesimo codice in relazione ai reati ivi menzionati. Con i restanti 38 provvedimenti è stata invece sospesa, sempre a titolo cautelare e ai sensi dell'art. 45, comma 3, del decreto*

415/96, l'attività di altrettanti promotori per un periodo di 60 giorni in relazione alla sussistenza, rilevata in sede istruttoria, di elementi tali da far presumere l'esistenza di gravi violazioni di legge, di regolamento ovvero di disposizioni impartite dalla Consob. Tali provvedimenti sono stati adottati nei casi in cui gli accertamenti effettuati in sede istruttoria hanno evidenziato un'operatività del promotore, continua e ripetitiva, gravemente contraria agli interessi dei clienti.

Per quanto riguarda le iscrizioni all'albo nel 1997, si è registrata una flessione di circa il 9,7 per cento, a conferma della tendenza già emersa l'anno precedente. Infatti, nel 1997 risultano iscritti all'albo 2.922 nuovi soggetti, a fronte dei 3.236 provvedimenti di iscrizione adottati l'anno precedente (Tav. aVI.5). La diminuzione del numero di nuovi iscritti dovrebbe subire un'inversione di tendenza nei prossimi anni in conseguenza dell'introduzione dell'iscrizione "di diritto" all'albo dei promotori, per coloro che risultino in possesso di specifici requisiti di professionalità, prevista dal D.M. 322/97.

*La distribuzione territoriale delle nuove iscrizioni mostra una costante diminuzione dei promotori nelle regioni del nord Italia. Nelle altre regioni, invece, i dati del 1997 mostrano rispetto al 1996, un lieve aumento, pari allo 0,8 per cento nelle regioni del centro e all'8 per cento nelle regioni del sud. Queste variazioni non modificano tuttavia il livello della presenza dei promotori in sede locale: le regioni con il maggior numero di iscritti sono, nell'ordine, la Lombardia, il Lazio, l'Emilia Romagna, il Veneto e il Piemonte con un numero di iscritti, rispettivamente, pari a circa il 19 per cento, il 13 per cento, il 10 per cento e l'8,8 per cento (sia per il Veneto che per il Piemonte) del totale.*

*I provvedimenti di cancellazione dall'albo adottati nel corso del 1997 sono stati complessivamente 1.961, (con un aumento di circa il 36 per cento), di cui più della metà su proposta delle Commissioni regionali e provinciali e il 46 per cento su istanza degli interessati (Tav. aVI.6).*

### ***L'attività regolamentare***

Nel corso dell'anno, la Commissione ha proseguito nell'opera di attuazione delle disposizioni del decreto legislativo 415/96.

Dopo una fase di consultazione con le associazioni di categoria degli intermediari, la Commissione con delibera 10943 del 30 settembre 1997 ha adottato un nuovo regolamento sulla prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori. Detto regolamento attua le disposizioni dell'art. 18, comma 1, dell'art. 22, commi 2 e 5, e dell'art. 25, commi 2 e 3, del D.Lgs. 415/96.

Il nuovo regolamento è più snello rispetto al previgente regolamento 8850/94 e alle altre disposizioni connesse e disciplina gli aspetti qualificanti dell'attività di intermediazione mobiliare, lasciando molti profili pratici all'autodeterminazione dei soggetti vigilati. Il mutamento di impostazione della disciplina deriva dalla convinzione che sia possibile venire incontro alle esigenze di liberalizzazione del settore senza alcun sacrificio per la tutela del pubblico risparmio.

Sarà ora compito degli intermediari procedere all'emanazione, individualmente o per il tramite delle associazioni di categoria, di proprie regole interne di condotta alle quali fare riferimento nel concreto esercizio dell'attività, nel rispetto della tutela del pubblico risparmio e dell'integrità dei mercati.

*Tra le nuove norme previste è di rilievo l'obbligo di consegna del "documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari" (risk disclosure statement) allegato al regolamento e analogo, nei contenuti, a quelli adottati in altri mercati. Tale documento illustra le caratteristiche dei più diffusi strumenti finanziari, i relativi rischi e le implicazioni delle scelte di investimento. Altra importante disposizione è quella riguardante le operazioni "non adeguate"; essa assume, infatti, un'importanza critica quando l'attività di intermediazione si rivolge a investitori inesperti. Infine, la prestazione dei servizi di investimento nei confronti della cosiddetta clientela "qualificata" è stata ampiamente deregolamentata.*

La nuova impostazione ha avuto riflessi significativi soprattutto sulle norme per la prestazione dei singoli servizi.

Per il servizio di negoziazione vengono stabiliti i principi della priorità di esecuzione degli ordini e della ricerca per il cliente delle migliori condizioni di prezzo; sono state inoltre delineate le caratteristiche che differenziano l'attività in conto proprio da quella per conto terzi. Per l'attività di ricezione-trasmissione di ordini è previsto l'obbligo di trasmettere le disposizioni ricevute dagli investitori agli intermediari negoziatori, tempestivamente e secondo l'ordine di ricezione. È inoltre prevista e disciplinata la possibilità per i raccoglitori di ordini di partecipare anche a operazioni di collocamento di strumenti finanziari. La disciplina del servizio di collocamento e dell'offerta fuori sede è stata ricondotta, così come fatto dalla legge, a una visione unitaria. Per l'offerta fuori sede, in particolare, è stata prevista un'ampia possibilità di utilizzo dei promotori finanziari da parte degli intermediari anche con riferimento alla cosiddetta attività post-vendita. La disciplina della gestione di portafogli si concentra su un aspetto essenziale: la trasparenza del rapporto dal punto di vista informativo. Per consentire ai risparmiatori una più immediata percezione dei risultati dell'attività di gestione, è stata prevista l'indicazione, nei rendiconti di gestione, di un parametro di riferimento (*benchmark*) a cui riportare il rendimento effettivo della gestione stessa. Anche questa previsione è in linea con la prassi da lungo tempo prevalente nei mercati più evoluti.

La tradizionale distinzione tra conflitti di interessi derivanti da rapporti di gruppo e da altri rapporti di affari, insita nella precedente regolamentazione, è stata superata: in base alle nuove disposizioni, il gestore potrà acquisire direttamente, in sede di sottoscrizione del contratto con il cliente, un'autorizzazione *una tantum* a compiere, nei limiti stabiliti dal regolamento, operazioni in conflitto di interessi, qualunque sia la natura del conflitto (da appartenenza a un gruppo, da polifunzionalità, da rapporti di affari), all'unica condizione che l'esistenza e la natura del conflitto siano rappresentate con chiarezza.

*La possibilità di delegare a terzi l'esecuzione dell'incarico di gestione è stata prevista nell'ottica di una più efficiente gestione dei patrimoni dei singoli investitori. La delega dovrà comunque essere autorizzata dal cliente e avere a oggetto settori o mercati di investimento specifici.*

Le caratteristiche essenziali dell'organizzazione e delle procedure interne sono state delineate attraverso la sola definizione del risultato che esse debbono assicurare; sono invece state lasciate alla libera determinazione dei singoli operatori l'individuazione delle soluzioni operative più appropriate.

*È stato introdotto l'obbligo di redigere un codice di comportamento interno al fine di regolare i comportamenti dei dipendenti per ciò che attiene agli aspetti fondamentali che possono influenzarne l'attività (riservatezza, operatività in proprio, acquisizione di procure da parte di terzi) e per assicurare la correttezza dell'intermediario nel suo complesso.*

In considerazione dell'elevato valore per la tutela del pubblico risparmio, gli obblighi di attestazione, rendicontazione e registrazione riguardano il complesso dei servizi disciplinati dal regolamento. In tale ambito, rispetto alla precedente disciplina, è stato previsto l'obbligo di registrare su nastro magnetico (o altro supporto equivalente) gli ordini telefonici; si è inoltre consentito di assolvere anche per telefono agli obblighi informativi previsti dal regolamento (ad esempio, comunicazione della circostanza e acquisizione delle relative autorizzazioni a compiere operazioni in conflitto di interessi), purché ciò avvenga in modo chiaro e comprensibile.

*Gli obblighi di registrazione delle operazioni sono stati ampiamente riformati. La nuova disciplina non prevede più l'obbligo di adeguarsi a specifiche forme tecniche di registrazione: di conseguenza il cosiddetto "Sistema dati di vigilanza per la correttezza" è stato abolito. La nuova disciplina indica esclusivamente le funzionalità, i contenuti essenziali e le caratteristiche fondamentali che le registrazioni debbono soddisfare, lasciando libero ciascun intermediario di scegliere le soluzioni più convenienti in relazione alle proprie dimensioni, strategie e caratteristiche operative.*

Come già evidenziato, con delibera 10629 dell'8 aprile 1997, la Commissione ha adottato, dopo aver consultato le associazioni di categoria interessate, il regolamento di esecuzione delle disposizioni di cui all'art. 23, comma 6, del D.Lgs. 415/96, relativo all'attività dei promotori finanziari. Il nuovo regolamento, che consta di 28 articoli e di un allegato, sostituisce il regolamento 5388/91, adottato in attuazione della legge 1/91.

Le nuove disposizioni si caratterizzano per alcune significative innovazioni rispetto alla disciplina previgente: le motivazioni delle modifiche apportate sono da ricercare non solo nella differente disciplina di alcuni aspetti della materia contenuta nel decreto "Eurosime", ma anche nelle esigenze emerse in sede applicativa.

Tra le variazioni più rilevanti vanno segnalate quelle riguardanti la disciplina delle cancellazioni dall'albo, nella quale non compaiono più né la cancellazione per inattività, né quella motivata dal mancato pagamento del "diritto annuo", già previste dal regolamento 5388/91. Per ciò

che attiene alla reinscrizione dei soggetti cancellati a domanda, si è previsto che gli stessi possano riaccedere all'albo in qualsiasi momento.

Il nuovo regolamento disciplina inoltre esplicitamente i casi di incompatibilità con l'esercizio dell'attività di promotore finanziario, intervenendo su una materia in precedenza "regolata" solo in via interpretativa e affiancando a una serie di ipotesi specificamente individuate una norma di chiusura che consente l'adeguamento della disciplina all'evoluzione dell'operatività nel comparto mobiliare.

*Per quanto concerne le regole di comportamento, anche sulla base dell'esperienza acquisita nel tempo, sono stati previsti i seguenti divieti per il promotore: predisporre rendicontazioni o altro genere di documentazione da esibire e consegnare all'investitore; accettare procure o incarichi a disporre di somme di denaro di pertinenza dell'investitore; essere cointestatario con soggetti diversi dal coniuge o dai parenti o affini entro il quarto grado di contratti aventi a oggetto valori o titoli, finalizzati alla prestazione di servizi di investimento; ricevere dall'investitore qualsiasi forma di compenso o di finanziamento. Altra significativa innovazione rispetto alla disciplina previgente riguarda l'obbligo di conservare, presso un luogo preindividuato e comunicato alle Commissioni regionali e provinciali e, tramite queste, alla Consob, la documentazione relativa all'attività svolta.*

Infine, in attuazione del disposto dell'art. 23, comma 6, lett. g), del D.Lgs. 415/96, il regolamento provvede a stabilire per ciascuna tipologia di sanzione amministrativa applicabile (radiazione, sospensione, sanzione pecuniaria) le fattispecie di violazione rilevanti.

La disciplina dei promotori finanziari è stata innovata anche dal decreto del Ministro del tesoro n. 322 del 30 giugno 1997, recante "Norme sulle condizioni di ammissibilità all'albo unico nazionale dei promotori finanziari". Sono stati determinati i requisiti di onorabilità e di professionalità necessari per l'iscrizione a detto albo. Tale decreto è stato emanato ai sensi dell'art. 23, comma 5, del D.Lgs. 415/96, il quale prevede che i requisiti di professionalità debbano essere accertati sulla base di "rigorosi criteri valutativi che tengano conto della pregressa esperienza professionale, validamente documentata, ovvero sulla base di prove valutative indette dalla Consob". A tale riguardo, l'art. 2 del D.M. 322/97 dispone tra l'altro che, ai fini dell'iscrizione all'albo, occorre superare una apposita prova valutativa indetta dalla Consob ed esonera, contestualmente, dal sostenimento di detta prova i soggetti che risultino essere in possesso dei requisiti di professionalità accertati dalla Consob sulla base di specifici criteri valutativi.

Accanto all'introduzione della possibilità, per i soggetti in possesso di requisiti prefissati, di accedere all'albo mediante l'iscrizione "di diritto", il decreto in commento, inoltre, non contenendo specifiche previsioni o riferimenti in materia di praticantato, ha di fatto eliminato la figura del praticante promotore.

### ***L'attività interpretativa***

Nel corso del 1997 la Commissione ha affrontato numerose questioni interpretative e applicative del D.Lgs. 415/96, anche a seguito di quesiti specifici formulati dagli operatori.

Con riguardo, anzitutto, alla disciplina applicabile a un intermediario che presti servizi di pura intermediazione in strumenti finanziari derivati, la Commissione ha chiarito che tale attività continua a rappresentare, anche alla luce del D.Lgs. 415/96, un'attività riservata, il cui svolgimento è consentito ai soli soggetti abilitati di cui all'art. 2, comma 1, del medesimo decreto, tra i quali figurano le Sim. Queste ultime, ai sensi del combinato disposto degli artt. 1, comma 4, lett. g), e 6, comma 5, del citato decreto, possono prestare servizi di intermediazione in cambi, in quanto servizio accessorio, solo quando lo stesso sia collegato all'esercizio di servizi di investimento.

Per ciò che attiene al servizio di negoziazione, la Consob ha chiarito che un'impresa di investimento non è tenuta al rispetto degli obblighi di concentrazione allorquando gli investitori per conto dei quali essa opera risultino non residenti in Italia o non abbiano sede in Italia. Nel caso, invece, i detti investitori abbiano sede o siano residenti in Italia, l'impresa di investimento deve eseguire o far eseguire le negoziazioni esclusivamente nei mercati regolamentati. Resta ferma la possibilità generale di derogare agli obblighi di concentrazione nell'ipotesi in cui l'investitore abbia preventivamente rilasciato apposita autorizzazione e l'esecuzione dell'operazione fuori mercato consenta la realizzazione di condizioni migliori (*best execution*).

Nel corso dell'anno la Commissione ha, inoltre, avuto modo di fornire chiarimenti circa l'applicazione della normativa in materia di sollecitazione del pubblico risparmio e di servizi di investimento, con riferimento a un'operazione consistente nella sottoscrizione per intero di un'emissione di titoli obbligazionari da parte di una banca e nella successiva offerta di tali titoli alla propria clientela. A tale riguardo, è stato, in primo luogo, chiarito che, ove non sussista alcun accordo con l'emittente per il classamento presso il pubblico dei titoli, la sottoscrizione degli stessi non configura attività di collocamento; ne deriva, come conseguenza, che la particolare natura dei rapporti tra emittente e intermediario esclude in origine l'applicabilità delle disposizioni in materia di sollecitazione del pubblico risparmio e prospetto informativo.

*Quanto alla successiva offerta dei titoli da parte dell'intermediario alla propria clientela, la Commissione ha ritenuto di poter escludere l'applicabilità delle disposizioni di cui all'art. 18 della legge 216/74, ove tale offerta si realizzi attraverso lo svolgimento, nei giorni successivi a quello di sottoscrizione, di una normale attività di negoziazione in contropartita diretta con la clientela stessa, in esecuzione di ordini di acquisto ricevuti dalla stessa (sebbene conferiti a seguito di una "proposta" in tal senso da parte dell'intermediario), a condizioni che risulterebbero quindi sempre diverse a seconda dell'acquirente e del momento dell'operazione. La Commissione ha peraltro ritenuto che in fattispecie quali quella in esame sia, di norma, agevolmente configurabile un conflitto di interessi con il cliente, vista l'esigenza per l'intermediario di eliminare dal proprio portafoglio titoli presenti in sovrabbondanza a seguito dell'integrale sottoscrizione dell'emissione. Tale conflitto potrebbe, infatti, ritenersi insussistente nei soli casi in cui le condizioni della*

*singola transazione fossero, rispetto ad altre operazioni con analoghe caratteristiche prospettabili in alternativa, così favorevoli per il cliente da escludere per esso ogni concreto pregiudizio, anche in termini comparativi riferiti al mancato conseguimento di una più favorevole opportunità di investimento.*

Ancora in tema di qualificazione degli strumenti finanziari e di prestazione dei servizi di investimento, è stato chiarito che tra gli strumenti di cui all'art. 1, comma 1, lett. i), del D.Lgs. 415/96 rientrano anche i contratti di opzione *put* su quote di fondi comuni di investimento mobiliari e che l'attività di negoziazione delle dette opzioni è riservata in esclusiva ai soli soggetti abilitati in base al decreto stesso.

Con riferimento al servizio di gestione di portafogli, è stato chiarito che la prestazione di un'attività di consulenza a favore di intermediari gestori, avente a oggetto la selezione dei titoli e il *timing* di ipotetici portafogli, non dà luogo a un'ipotesi di delega della gestione da parte dei soggetti che sono destinatari dei consigli. Sempre in materia di prestazione del servizio di gestione, la Commissione ha confermato che le società fiduciarie iscritte nella sezione speciale dell'albo di cui all'art. 9 del D.Lgs. 415/96 possono svolgere il servizio di cui trattasi sia mediante intestazione fiduciaria sia, come di regola per le Sim e le banche, senza tale intestazione.

Con riguardo agli agenti di cambio, si è chiarito in primo luogo che a tali soggetti è consentito prestare il servizio di gestione di portafogli. Ciò si desume dalla lettura dell'art. 61 del D.Lgs. 415/96, il quale - dopo aver stabilito, in linea generale, che gli agenti di cambio in carica alla data di entrata in vigore del decreto e iscritti nel ruolo di cui all'art. 19 della legge 1/91 restano autorizzati allo svolgimento dell'attività di negoziazione per conto terzi e alle altre attività a essi consentite dalle disposizioni vigenti alla medesima data - richiama espressamente, tra le disposizioni alla cui osservanza sono tenuti gli agenti di cambio, l'art. 20 del decreto stesso, recante le regole applicabili all'attività in questione.

La Commissione ha, inoltre, espresso l'avviso che il collocamento di strumenti finanziari rientri tra le attività, già consentite agli intermediari in esame dall'art. 19 della legge 1/91, che gli stessi possono continuare a svolgere.

Infine, la Commissione ha ritenuto che gli agenti di cambio siano legittimati a offrire fuori sede i propri servizi (per l'esclusivo tramite di promotori), ma non possano procedere all'offerta fuori sede di strumenti finanziari, servizi prestati da altri intermediari e prodotti diversi dagli strumenti finanziari e dai servizi di investimento.

Numerosi sono stati anche i chiarimenti interpretativi forniti dalla Commissione in materia di promotori di servizi finanziari.

Si segnala in primo luogo il chiarimento relativo all'art. 21, lett. a), del nuovo regolamento 10629/97, concernente l'incompatibilità dell'attività di promotore con l'esercizio dell'attività di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari, a meno che quest'ultima sia svolta "per conto del soggetto abilitato all'offerta fuori sede per conto del quale (il promotore) opera o di



altro soggetto appartenente al medesimo gruppo". In proposito, si è chiarito che la disposizione permette al promotore di prestare la predetta attività di consulenza anche in qualità di incaricato di soggetti diversi da quello abilitato all'offerta fuori sede per cui opera, purché facenti parte del suo stesso gruppo.

Con riguardo all'obbligo di acquisire la dichiarazione informativa sottoscritta dall'investitore di cui all'art. 23, comma 1, lett. c), dello stesso regolamento 10629/97, si è chiarito che esso sussiste in tutti i casi di contatto con la clientela finalizzato alla conclusione di un contratto.

*Mentre, infatti, l'esibizione del tesserino e la consegna di copia della dichiarazione redatta dal soggetto "mandante" sono preordinati allo svolgimento della fase propriamente promozionale e devono avere luogo al momento del primo contatto personale tra il promotore e il potenziale cliente, indipendentemente dagli sviluppi ai quali questo conduca, l'acquisizione della dichiarazione informativa si ricollega, in effetti, al primo contatto "concludente", vale a dire all'incontro in occasione del quale l'attività di promozione sfoci per la prima volta nel collocamento del servizio, dello strumento finanziario o del prodotto oggetto di offerta.*

È stato infine chiarito che, in caso di risoluzione del contratto in essere tra il promotore e il soggetto che di questo si avvale, la documentazione di cui all'art. 24 del regolamento in parola deve continuare a essere conservata dal primo.

*Infatti, le norme che impongono ai promotori di conservare la documentazione rilevante per un quinquennio - indipendentemente dalla sorte frattanto subita dal rapporto con il soggetto incaricante - si collocano in stretta correlazione con l'art. 23, comma 7, secondo periodo, del D.Lgs. 415/96, essendo strumentali al più efficace esercizio dei nuovi poteri riconosciuti alla Consob nella vigilanza sul comportamento tenuto, nel tempo, dai promotori finanziari, e segnatamente del potere di effettuare ispezioni nei loro diretti confronti e di richiedere l'esibizione di documenti.*

## VII. IL CONTROLLO GIURISDIZIONALE

Il 1997 si è caratterizzato per la tendenza, già emersa nell'anno precedente, alla diminuzione del contenzioso amministrativo e civile. Numerose segnalazioni sono state inoltrate all'Autorità Giudiziaria, con la quale è stata intrattenuta un'intensa collaborazione sia in sede civile, sia in sede penale.

### *La verifica in sede giurisdizionale dei provvedimenti in materia di vigilanza*

Nel corso del 1997 sono stati presentati 25 ricorsi al tribunale amministrativo - contro i 33 dell'anno precedente - per l'annullamento di provvedimenti adottati, in esito all'attività di vigilanza della Consob, direttamente da quest'ultima o da altre Autorità, su proposta della stessa Commissione (Tav. aVII.1).

In particolare, per quanto concerne i giudizi amministrativi instaurati da intermediari, si registra una diminuzione del contenzioso rispetto all'anno precedente. A questo ha certamente concorso la diversa disciplina introdotta dal D.Lgs. 415/96 in tema di procedimento sanzionatorio, e in particolare il fatto che, ai sensi dell'art. 43 di detto decreto, i provvedimenti sanzionatori non sono più impugnabili dinanzi al giudice amministrativo, ma possono invece essere oggetto di reclamo dinanzi all'Autorità Giudiziaria ordinaria.

*Infatti, le uniche ipotesi di impugnativa proposte da imprese di investimento davanti al tribunale amministrativo regionale hanno avuto a oggetto un provvedimento cautelare ex art. 31, D.Lgs. 415/96 e, in due casi, il provvedimento di amministrazione straordinaria adottato dal Ministero del tesoro su proposta della Consob ex art. 32 del citato decreto (ciò a fronte dei 6 ricorsi amministrativi del 1996).*

A tal proposito è anche da segnalare come lo stesso D.Lgs. 415/96, nell'innovare la disciplina delle sanzioni a partire dalla data della sua entrata in vigore, abbia determinato problemi di diritto transitorio di non sempre agevole soluzione, dovendosi stabilire a quale procedura sono soggetti gli illeciti già commessi e i procedimenti già avviati, ma non ancora conclusi a quella data. Tale questione ha provocato la sospensione - tuttora non risolta, in attesa di un parere richiesto all'Avvocatura dello Stato da parte del Ministero del tesoro - circa le sanzioni applicabili alle società i cui comportamenti siano risultati contrari ai precetti contenuti nell'abrogata legge 1/91.

*Sotto quest'ultimo profilo merita attenzione, in quanto sintomatico delle incertezze interpretative legate alla risoluzione delle problematiche di diritto transitorio, il caso di un intermediario che ha impugnato, sia davanti al Pretore (ai sensi della legge 689/81), sia davanti alla Corte d'Appello di Roma (ai sensi del D.Lgs. 415/96), la medesima ordinanza-ingiunzione irrogata dalla Consob, ai sensi dell'art. 5, comma 2, legge 1/91, dopo l'entrata in vigore del citato D.Lgs. 415/96.*

Il mutamento del regime applicabile ai promotori finanziari (art. 45, D.Lgs. 415/96) non sembra, viceversa, aver influenzato sensibilmente il dato concernente i giudizi amministrativi promossi da questi ultimi. Nel corso del 1997 sono stati presentati 11 ricorsi a tribunali amministrativi e un ricorso straordinario al Capo dello Stato da parte di altrettanti promotori finanziari, contro i 19 ricorsi amministrativi dell'anno precedente (Tav. aVII.1).

Per quanto concerne gli esiti dell'attività di vigilanza sulle società di revisione, viene confermato il dato dell'anno precedente (Tav. aVII.1). Più in particolare, hanno formato oggetto di impugnativa davanti al Tar del Lazio due provvedimenti con cui la Consob ha intimato ad altrettante società di revisione, ai sensi dell'art. 11, comma 2, lett. a), D.P.R. 136/75, di non avvalersi dell'attività di revisione e certificazione di un proprio socio nei confronti del cui operato erano state riscontrate talune irregolarità.

Con riguardo ai ricorsi al pretore ai sensi della legge 689/81, afferenti sanzioni amministrative pecuniarie irrogate dalla Consob o dal Ministro del tesoro su proposta della Consob, i dati confermano il rilevante calo, rispetto al 1995, già riscontrato nell'anno precedente (Tav. aVII.2).

Sotto un diverso profilo, che attiene alla fase procedimentale interna all'attività della Commissione, è opportuno segnalare la sentenza del Pretore di Torino, in data 8 marzo 1997, che ha confermato che le contestazioni al soggetto vigilato debbono essere fatte dalla Consob entro il termine di 90 giorni dall'accertamento. La sentenza ha, inoltre, precisato che, per "accertamento", ai fini della decorrenza di detto termine, deve intendersi il momento in cui l'irregolarità commessa dal vigilato viene portata a conoscenza della Commissione ed è da questa valutata come violazione di una norma rilevante ai fini della contestazione.

*In proposito il Pretore, riconoscendo preliminarmente alla Consob, per effetto del quadro normativo delineato dalla legge 1/91, sia "il controllo sull'osservanza delle disposizioni per la cui violazione è prevista la sanzione amministrativa [...], sia il potere-dovere di contestazione di tali violazioni", e rilevato che ai funzionari Consob è vietato per legge compiere qualsiasi atto diverso dal riferire alla Commissione l'esito delle irregolarità e violazioni constatate (art. 2, ultimo comma, legge 216/74), ha stabilito che "il potere di accertamento, così come quello di contestazione delle violazioni, appartiene esclusivamente alla Commissione". Da qui l'ulteriore affermazione secondo la quale: "il termine da cui far decorrere i 90 giorni deve [...] ritenersi coincidente, a voler tutto concedere alla difesa di parte ricorrente, con quello in cui la relazione ispettiva è pervenuta alla Commissione, organo preposto alla vigilanza". La contestazione effettuata dalla Consob alla Sim è stata pertanto ritenuta tempestiva. A sostegno della propria conclusione, il giudice di primo grado ha fatto riferimento a talune recenti sentenze della Suprema Corte in cui sono stati enunciati i seguenti principi: in primo luogo, la circostanza per la quale "l'accertamento va inteso come comprensivo anche del tempo per la valutazione dei dati acquisiti [...] e, quindi, della fase finale deliberativa correlata alla complessità della fattispecie" (Cass. 6408/96), nonché il principio per cui "l'accertamento presuppone il completamento, da parte dell'Autorità amministrativa competente, delle indagini tese a riscontrare le*

sussistenza di tutti gli elementi (oggettivi e soggettivi) dell'infrazione medesima" (Cass. 3093/95 e Cass. 12610/93).

La sentenza del Pretore di Torino contiene un ulteriore elemento di rilievo in merito alla portata delle disposizioni in tema di conflitto d'interessi fra intermediario e cliente. In proposito, il giudice ha affermato che è sufficiente a integrare la violazione delle suddette disposizioni anche una sola operazione effettuata in conflitto di interessi tra cliente e intermediario.

*Si è inoltre precisato che non assume rilievo la circostanza che il cliente sia stato di fatto informato dell'operazione in conflitto, in quanto sono comunque necessari l'invio preventivo di una comunicazione scritta al cliente sulla natura dell'operazione e la relativa dichiarazione scritta di consenso da parte di quest'ultimo. La sentenza stabilisce inoltre l'irrilevanza dell'eventuale vantaggio economico che lo svolgimento di un'operazione in conflitto d'interessi possa aver comportato per il cliente.*

Sempre nell'ambito dei giudizi *ex lege* 689/81, un'altra sentenza degna di nota è stata emessa, in data 22 ottobre 1997, dalla Pretura di Bologna, con riferimento a una sanzione amministrativa pecuniaria irrogata a una Sim per essersi avvalsa di un praticante promotore finanziario nell'offerta dei propri servizi fuori sede. Tale pronuncia afferma che "la (sostanziale) equiparazione del "praticante" al suo *tutor* quanto ai compensi implica una equiparazione della stessa attività svolta [...] così da escludere che il primo si sia limitato a coadiuvare, con un'attività di semplice praticantato, il lavoro del secondo".

*La sentenza è stata pronunciata sulla base dell'art. 5, commi 1 e 2, della legge 1/91. Attualmente, peraltro, il suddetto apparato sanzionatorio è mutato, per effetto dell'art. 43 del D.Lgs. 415/96, sotto un duplice ordine di profili: da un lato sono variati i limiti edittali delle sanzioni, dall'altro le medesime sono irrogabili nei confronti di coloro che svolgono funzioni di amministrazione o di direzione presso le imprese di investimento, diversamente da quanto stabilito dalla legge 1/91 che prevedeva l'irrogazione della sanzione nei confronti della società di intermediazioni mobiliare.*

*Il Pretore di Bologna ha inoltre enunciato un principio di rilievo che attiene alla motivazione dei provvedimenti sanzionatori in merito alla quantificazione della sanzione irrogata. A tale riguardo il Pretore ha stabilito che "l'espresso richiamo alle risultanze della verifica ispettiva, che ha accertato la sussistenza di diverse e gravi violazioni a carico della Sim [...], consente di ritenere assolto l'onere di motivazione sul punto".*

### ***La verifica in sede giurisdizionale dei comportamenti della Consob***

Nel 1997 sono state intraprese, a vario titolo, 7 azioni per il risarcimento dei danni contro la Consob (Tav. aVII.3).

Le suddette pretese risarcitorie si fondano in 4 casi, su asserite omissioni della Consob nell'espletamento dei poteri di vigilanza a essa demandati; in 2 casi, sulla presunta offesa alla reputazione arrecata dalla Consob a soggetti segnalati alla magistratura nell'ambito della relazione

motivata ex art. 8, legge 157/91; in un caso, sull'esito negativo dell'*iter* procedimentale che ha portato all'adozione del provvedimento di archiviazione dell'istanza presentata da un intermediario per l'estensione dell'autorizzazione all'esercizio di altre attività di intermediazione mobiliare *ex lege* 1/91.

Le aumentate richieste di risarcimento danni nei confronti delle amministrazioni alle quali la legge attribuisce poteri di vigilanza su determinati settori di attività economiche assumono come fatto lesivo la circostanza che l'Autorità, omettendo di compiere le prescritte attività di controllo o esercitando in modo negligente i poteri a essa attribuiti, abbia concorso alla produzione di un danno ingiusto.

La giurisprudenza si è mostrata finora poco propensa a sostenere simili iniziative. L'orientamento tradizionale è infatti nel senso che le norme da cui deriva per la pubblica amministrazione l'obbligo di adempiere correttamente i propri compiti sono dettate in funzione di un interesse generale, e che da esse non può dunque derivare alcun diritto soggettivo in capo ai singoli, ma solo un interesse legittimo al rispetto di tali norme. Donde la conseguenza che al privato non competerebbe alcuna azione di risarcimento dei danni per l'eventuale cattivo esercizio di poteri pubblici di vigilanza, non potendo essere risarcito un danno che non si ricolleggi alla lesione di un diritto soggettivo.

*Analizzando il sistema di tutela delle ragioni dei privati nel suo complesso, emerge in modo chiaro che, a seconda che venga in rilievo la lesione di un interesse legittimo ovvero di un diritto soggettivo, è prevista l'attribuzione della cognizione della controversia, rispettivamente, al giudice amministrativo o al giudice ordinario. Il primo è il solo che può essere adito per accertare se l'attività amministrativa si sia svolta in conformità alle norme che ne disciplinano l'esercizio: dunque, la tutela che è possibile ottenere in presenza di un atto illegittimo è esclusivamente quella di carattere demolitorio, consistente nell'annullamento dell'atto impugnato. L'intervento del giudice ordinario, invece, l'unico competente a emettere una sentenza di condanna al risarcimento, postula l'esistenza di una lesione di una situazione soggettiva completamente diversa dall'interesse legittimo: solo quando si verifichi, infatti, la lesione di un diritto soggettivo può invocarsi una tutela di carattere risarcitorio.*

È difficile valutare, allo stato, se e quali probabilità vi siano di un mutamento di tale orientamento giurisprudenziale in presenza delle molteplici iniziative intraprese dai risparmiatori, cui sopra s'è fatto cenno. Peraltro, ove la giurisprudenza si mostrasse incline a mutare orientamento, ne deriverebbero rilevanti conseguenze.

In particolare, è da ritenere non eccessivamente pessimistica la previsione secondo cui le Autorità impegnate in attività di vigilanza, per non incorrere in ipotesi di responsabilità civile, tenderanno a irrigidire le modalità di svolgimento delle stesse mediante un appesantimento delle procedure. Ciò potrebbe significare una moltiplicazione dei passaggi procedurali posti a garanzia della correttezza dell'intervento ovvero una riduzione delle aree di discrezionalità attraverso la determinazione di minuziose regole alle quali gli interessati dovranno necessariamente

conformare la propria operatività senza spazi di autonomia. Non trascurabile, infine, è il profilo riguardante l'entità delle pretese risarcitorie che comporterebbe la necessità di dotare le Autorità interessate di adeguate risorse finanziarie per soddisfare le richieste avanzate.

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

Nel corso del 1997 sono state segnalate all'Autorità Giudiziaria, ai sensi dell'art. 331 c.p.p., 208 ipotesi di reato (Tav. VII.1).

TAV. VII.1

**IPOTESI DI REATO SEGNALATE ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA<sup>1</sup>**

INFRAZIONI A:	NUMERO		
	1995	1996	1997
LEGGE 216/74	69	148	92
D.P.R. 136/75	3	1	--
LEGGE 77/83	7	3	3
LEGGE 1/91, D.LGS. 415/96 <sup>2</sup>	46	42	48
LEGGE 15/80	6	11	3
D.LGS. 84/92	--	1	--
D.LGS. 86/92	3	6	--
D.LGS. 385/93	--	2	4
CODICE CIVILE	12	4	2
CODICE PENALE	79	68	56
LEGGE FALLIMENTARE	4	2	--
<i>TOTALE</i>	229	288	208

<sup>1</sup> Le presunte violazioni della legge 157/91, per le quali si rimanda alla Tav. IV.4, non sono oggetto della presente tavola in quanto non comparabili con le altre segnalazioni di ipotesi di reato inviate all'Autorità Giudiziaria. Diversamente da queste ultime, infatti, le modalità di accertamento ex art. 8 della legge 157/91 consentono di riferire le presunte violazioni a soggetti precisamente individuati. <sup>2</sup> Legge 1/91 per le ipotesi di reato segnalate prima del 1° settembre 1996.

Con particolare riferimento ai reati societari, sono state oggetto di segnalazione 2 ipotesi di false comunicazioni sociali, mentre non sono state riscontrate, diversamente dall'anno precedente,

ipotesi di conflitto di interesse, di bancarotta fraudolenta e di falsità nella certificazione del bilancio (Tav. VII.2).

TAV. VII.2

**IPOTESI DI REATI SOCIETARI<sup>1</sup>**

	1996	1997
FALSE COMUNICAZIONE SOCIALI	2	2
CONFLITTI D'INTERESSE	2	--
BANCAROTTA FRAUDOLENTA	1	--
FALSITÀ NELLA CERTIFICAZIONE DI BILANCIO	1	--

<sup>1</sup> Concernenti le società per azioni (incluse le aziende di credito e le Sim) e le società di revisione.

L'entrata in vigore del Testo unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari comporterà nei prossimi anni una drastica riduzione del numero delle segnalazioni inoltrate alla magistratura. Le disposizioni ivi contenute recano infatti, conformemente alle previsioni della legge delega 52/96 e come auspicato più volte dalla Commissione, la depenalizzazione di alcune fattispecie che maggiormente influenzano, sul piano quantitativo, le segnalazioni all'Autorità Giudiziaria.

Tra le più ricorrenti ipotesi di reato che verranno depenalizzate, si ricordano gli artt. 4, 5 *quinquies*, 17, 18 *quinquies* della legge 216/74 in relazione ai quali nel 1997 sono state effettuate 92 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria.

*Numerose sono le ragioni che militano in favore dell'intervenuta depenalizzazione. In primo luogo, le violazioni in questione non sembrano talmente gravi da giustificare l'intervento del giudice penale. In secondo luogo, un sistema che privilegia la sanzione pecuniaria, più rapida ed efficace di quella penale, consente di perseguire e di dissuadere in modo assai più incisivo i soggetti potenzialmente responsabili dei comportamenti sanzionati.*

## VIII. LA COOPERAZIONE INTERNAZIONALE

Nel corso del 1997 la Consob ha fornito, come già negli anni precedenti, il proprio apporto alle istituzioni dell'Unione Europea, mentre, in ambito nazionale, ha contribuito al recepimento nel diritto interno della normativa europea. 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 per il 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, nonché a quelli delle Autorità di vigilanza sui mercati di prodotti derivati.

Il presidente della Consob è stato eletto presidente del Comitato regionale europeo della Iosco e del Forum of European Securities Commissions (Fesco), istituito l'8 dicembre 1997.

### *L'Unione Europea*

L'attività del legislatore europeo nel corso del 1997 è stata essenzialmente diretta a completare l'armonizzazione delle discipline in materia di intermediazione mobiliare secondo gli indirizzi delineati nel Libro bianco della Commissione europea del 1985.

La comunicazione della Commissione europea al Consiglio del 4 giugno 1997, recante il piano d'azione per il Mercato unico, indica quattro obiettivi strategici: rendere più efficaci le norme, eliminare le principali distorsioni del mercato, eliminare gli ostacoli settoriali all'integrazione dei mercati, creare un mercato unico al servizio di tutti i cittadini. Sono inoltre indicati gli adempimenti necessari al loro raggiungimento, dai quali si evince che la realizzazione di un mercato finanziario europeo dovrà essere perseguita tenendo conto della tutela degli utenti dei servizi di intermediazione.

Nell'intento di raggiungere gli obiettivi prefissati entro il dicembre 1999, le istituzioni dell'Unione hanno lavorato per condurre a buon fine l'*iter* di provvedimenti già da tempo in discussione; inoltre, la Commissione ha predisposto norme per la disciplina di nuovi settori, quali quello dell'offerta a distanza di servizi finanziari.

*Si tratta di indicazioni particolarmente rilevanti per il comparto mobiliare, in quanto il mercato interno dei servizi di investimento dovrebbe essere già pienamente operante dal 1 gennaio 1996. Tuttavia, il mancato recepimento delle direttive di settore da parte di taluni paesi, difficoltà interpretative della normativa, nonché ritardi da parte delle istituzioni europee nell'adottare i provvedimenti che integrano il quadro normativo vigente hanno reso per taluni aspetti incerta e talvolta problematica l'applicazione dei principi generali del Libro bianco.*



Sono tuttora in corso i lavori del comitato di conciliazione istituito tra il Parlamento europeo e il Consiglio per l'adozione della direttiva sul Comitato valori mobiliari. Ciò consentirà di disporre, così come per gli altri comparti del mercato finanziario (banche e assicurazioni), di uno strumento flessibile per l'aggiornamento degli allegati tecnici delle direttive base di settore, quali la direttiva 93/6/CEE sui requisiti patrimoniali degli intermediari e la 93/22/CEE sulla prestazione dei servizi di investimento. La necessità di una conciliazione tra posizioni del Parlamento europeo e del Consiglio è legata alla definizione del ruolo da assegnare rispettivamente a Comitato e Commissione europea nell'attività di attuazione e aggiornamento delle direttive.

*In particolare, la Commissione e il Parlamento europeo propendono per una procedura che consenta alla Commissione di adottare immediatamente le misure decise in caso di contrario avviso del Comitato, salva la possibilità, per il Consiglio di decidere diversamente a maggioranza qualificata. La proposta del Consiglio prevede, invece, una procedura che consenta alla Commissione di dare esecutività alle modifiche solo nel caso in cui il Consiglio non si pronunci o non si dichiari contrario decidendo a maggioranza semplice. Fonte di contenzioso è anche l'ambito delle materie nelle quali il Comitato deve essere consultato.*

Nel 1997 è stata adottata la direttiva 97/9/CEE sui sistemi di indennizzo degli investitori, che si prefigge l'obiettivo di consentire l'operatività del sistema del paese di origine dell'intermediario anche per le attività prestate nello Stato ospitante. Le misure interne di recepimento dovranno essere adottate anteriormente al 26 dicembre 1998.

Altre iniziative hanno riguardato l'aggiornamento della regolamentazione e dei controlli degli intermediari operanti sul mercato mobiliare (banche e imprese di investimento) in materia di stabilità. Rientrano in quest'ambito le posizioni comuni adottate sulla proposta di direttiva che modifica la direttiva sui requisiti patrimoniali degli intermediari (direttiva 93/22/CEE) comunemente nota come Cad II, e sulla proposta di direttiva concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli.

La proposta Cad II si prefigge di armonizzare i requisiti patrimoniali relativi alle merci e ai prodotti derivati su merci, nonché l'impiego di modelli interni per il calcolo dei rischi di mercato, mediante norme che si applicheranno sia alle imprese di investimento che alle banche. La proposta fornisce un segnale importante sul *modus operandi* del legislatore europeo, sulle necessarie interrelazioni tra la regolamentazione a livello di Unione Europea e quella vigente nel più ampio contesto internazionale.

*La direttiva base Cad prevedeva che la Commissione presentasse una nuova proposta per tener conto dell'evoluzione del dibattito svolto nell'ambito del Comitato di Basilea, indicando quindi essa stessa che si tratta di una normativa in fieri, che opera per approssimazioni successive, cercando di realizzare il mercato interno attraverso una politica che lasci ampio spazio anche alla forza di armonizzazione della concorrenza.*

*La proposta, come detto, intende armonizzare la disciplina dei requisiti patrimoniali relativi ad attività le quali non sono allo stato ricomprese nell'ambito della direttiva sui servizi di investimento. Stabilendo i requisiti patrimoniali, si riconosce che gli intermediari di strumenti finanziari possono svolgere anche attività di intermediazione sulle cosiddette "merci pure". Sulla base della normativa attualmente vigente in Italia, ad esempio, è vietato alle Sim di svolgere attività di intermediazione su tali prodotti. È invece consentita l'intermediazione su prodotti derivati su merci, essendo questi ricompresi nella definizione di strumenti finanziari, e l'istituzione di mercati regolamentati aventi a oggetto tali prodotti.*

*È pertanto prevedibile che la Commissione europea sarà chiamata a presentare iniziative armonizzatrici anche in questi settori, in particolare modificando l'allegato alla direttiva sui servizi di investimento.*

Anche la proposta di direttiva sul carattere definitivo dei regolamenti può essere ricondotta alle misure necessarie per accrescere la stabilità del mercato finanziario all'interno dell'Unione. L'obiettivo precipuo della proposta, infatti, è quello di sottrarre alle procedure concorsuali gli ordini immessi nei sistemi di pagamento e/o regolamento e le garanzie collaterali prestate da soggetti partecipanti ai sistemi medesimi.

Con riferimento all'attività interpretativa della normativa esistente, l'iniziativa più rilevante è rappresentata dalla comunicazione sulla libera prestazione di servizi nell'ambito della seconda direttiva banche. Questa, infatti, pur non essendo direttamente rivolta al settore dell'intermediazione mobiliare, contiene indicazioni di principio di carattere generale.

*La comunicazione restringe la nozione di attività transfrontaliera ai soli casi in cui la "prestazione caratteristica" è posta in essere nel territorio dello Stato membro del cliente. Ciò comprime il potere dello Stato ospitante di richiedere il rispetto della propria normativa interna dettata per motivi di interesse generale. Un'estensione automatica del criterio della prestazione caratteristica al settore dei servizi di investimento renderebbe di fatto inapplicabile il disposto dell'art. 11 che sancisce il principio della competenza dello stato membro ospitante in materia di regole di condotta. Sulla base degli esempi della Commissione europea illustrativi del criterio della prestazione caratteristica, l'attività di gestione sarebbe sempre svolta nel paese di origine dell'intermediario; soltanto l'attività sollecitatoria di ricerca della clientela potrebbe considerarsi in libera prestazione di servizi. In altre parole, sembrerebbe essere stata armonizzata un'attività che non potrebbe, invece, ricadere sotto il regime della libera prestazione.*

L'iniziativa allo studio della Commissione europea di presentare una proposta di direttiva sulle vendite a distanza di prodotti finanziari costituisce una sorta di completamento della normativa vigente sul mercato finanziario e, al contempo, una misura diretta alla tutela dei consumatori. Essa disciplina in dettaglio le informazioni da fornire al cliente in situazioni ove il bisogno di tutela del risparmiatore sembra maggiore: se sollecitato nella propria abitazione o nei locali dove esercita la propria attività lavorativa. In tali situazioni, infatti, la soglia di attenzione dell'investitore potrebbe essere insufficiente rispetto alla complessità della proposta e il materiale presentato tale da influenzare l'adesione all'investimento.

Il ruolo assunto nel 1997 dalla Consob nel quadro della regolamentazione del mercato europeo dei valori mobiliari si è rafforzato attraverso la già citata investitura del suo presidente al vertice del Fesco e del Comitato regionale europeo Iosco.

Il Fesco è stato istituito l'8 dicembre 1997 dai presidenti delle Commissioni di valori mobiliari dello spazio economico europeo, in sostituzione del precedente gruppo informale dei presidenti delle commissioni di valori dell'Unione. L'obiettivo è quello di raggiungere una più ampia integrazione del mercato europeo dei servizi finanziari, specie nel quadro dell'imminente introduzione della moneta unica. Il Fesco si prefigge di introdurre *standard* regolamentari concordati e incrementare la cooperazione per la repressione dei comportamenti illeciti e per l'esercizio delle attività di vigilanza.

Il Comitato regionale europeo Iosco, sotto la presidenza del presidente della Consob, ha avviato un lavoro di comparazione delle norme esistenti nei settori dei requisiti patrimoniali degli intermediari nonché sulla nozione e requisiti dei mercati regolamentati, al fine di uniformare le norme atte ad assicurare stabilità, tutela degli investitori e equo trattamento tra gli operatori.

Tra le iniziative portate avanti nell'ambito dell'Unione Europea alle quali la Consob ha direttamente partecipato, meritano particolare menzione la pubblicazione da parte della Commissione europea di un documento di indirizzo sui problemi contabili della transizione all'Euro, l'apertura di un dibattito circa possibili modifiche alla IV direttiva in merito ai criteri di valutazione degli strumenti finanziari, nonché il proseguimento dei lavori sulla compatibilità dei principi dello Iasc con le direttive contabili dell'Unione.

Per quanto riguarda la transizione all'Euro, fin dal 1996 la Commissione europea ha istituito un apposito gruppo di lavoro al quale ha assegnato il compito di considerare i principali effetti che il passaggio alla moneta unica europea comporta sulla normativa contabile, allo scopo di offrire alcune linee guida alle regole che, al riguardo, dovranno essere emanate a livello nazionale.

*Nella primavera del 1997, al termine dei lavori di questo gruppo, la Commissione europea ha reso pubblico un documento intitolato «Aspetti contabili dell'introduzione dell'Euro», di cui si riassumono di seguito le principali conclusioni.*

*In primo luogo, l'Euro potrà essere volontariamente adottato quale moneta di conto a partire dal primo gennaio 1999, mentre dal primo gennaio 2002 l'utilizzo dell'Euro sarà obbligatorio. In secondo luogo, a partire dal bilancio dell'esercizio chiuso o in corso al 31 dicembre 1998, le poste monetarie denominate in monete aderenti alla moneta unica europea devono essere rilevate negli stati patrimoniali sulla base dei tassi di cambio irrevocabili fissati nella griglia Euro. A prescindere dalla moneta adottata per la rappresentazione dei conti annuali o consolidati, inoltre, in linea con le indicazioni delle direttive contabili, le differenze di cambio derivanti dalla fissazione delle parità irrevocabili Euro dovrebbero essere riportate nel conto economico dell'esercizio chiuso o in corso al 31 dicembre 1998, anche se, tenuto conto della*

*particolarità della circostanza del passaggio all'Euro, potrebbe essere consentita una ripartizione di tali differenze in un periodo di tempo più lungo. Non sono infine previste regole speciali per la contabilizzazione dei costi amministrativi generati dalla transizione (ad esempio adattamento dei software, la formazione del personale) e pertanto questi potranno essere capitalizzati o anticipati solo se ciò è consentito dalle normali regole di bilancio.*

La seconda questione trattata in sede europea che merita di essere evidenziata è quella relativa alle possibili modifiche delle regole dettate dalle direttive circa gli strumenti finanziari.

Le proposte in materia sono strettamente legate alle esigenze di *reporting* dei cosiddetti operatori globali. Si tratta cioè di verificare quali aggiornamenti debbano avere le regole europee al fine di consentire ai grandi emittenti dell'Unione l'accesso ai mercati finanziari americani, redigendo il bilancio sulla base degli Ias senza dover produrre riconciliazioni dei conti. È infatti evidente che, nel caso in cui i principi internazionali non fossero coerenti con le direttive, nessuna impresa europea potrebbe legittimamente applicare gli Ias.

In materia di strumenti finanziari la posizione Ias non è ancora definita. Comunque, è probabile che verrà richiesto che almeno alcuni strumenti finanziari siano rilevati e successivamente misurati a *fair value* (valore normale), cosa non ammissibile secondo l'attuale IV direttiva.

Nei lavori di revisione della direttiva sarà quindi necessario valutare se e come seguire gli indirizzi Ias. A titolo esemplificativo delle questioni ancora da risolvere meritano di essere menzionate quella della definizione di quali siano gli strumenti finanziari che possano (o debbano) essere valutati a *fair value* (ad esempio tutti gli strumenti finanziari, solo i derivati e così via) e di quali siano le categorie di imprese abilitate (o obbligate) a seguire il nuovo principio (ad esempio tutte le imprese, solo le quotate, solo gli operatori globali e così via).

A livello europeo, nel 1997 sono inoltre proseguiti i lavori di esame comparativo tra i principi contabili internazionali e le direttive dell'Unione che, da più di due anni, sono in corso presso il Technical Accounting Sub-Committee (Tasc) costituito dalla Commissione europea nell'ambito del comitato di contatto sulle direttive contabili.

*Nel 1997 il Tasc ha, infatti, esaminato le versioni preliminari dei Principi contabili emanati dallo Iasc, esprimendo approfondite valutazioni concernenti non solo la compatibilità normativa delle proposte Iasc con le regole europee, ma anche la qualità tecnica dei documenti contabili internazionali. Tra tali valutazioni vanno segnalate le conclusioni raggiunte circa il nuovo Ias 12 (Income Taxes), che, pur essendo fortemente innovativo rispetto alla prassi continentale in materia di contabilizzazione delle imposte, è stato giudicato sostanzialmente compatibile con il quadro della normativa europea.*

### ***Le iniziative in ambito internazionale***

La realizzazione del mercato unico europeo, tuttora in corso, si inserisce, e talvolta contrasta, con la tendenza a facilitare l'accesso ai mercati mondiali agli operatori in base al principio del trattamento nazionale e della clausola della nazione più favorita.

In questo quadro l'Unione Europea si presenta come una realtà unitaria. I negoziati in ambito Gats (General Agreement on Trade in Services) sono condotti direttamente dalla Commissione europea. Nel negoziato Mai (Multilateral Agreement on Investments), la Commissione, sebbene con un mandato meno definito di quello relativo al Gats, svolge un ruolo rilevante.

*L'effettivo impatto per il mercato finanziario potrà essere valutato soltanto nei prossimi anni; è prevedibile, tuttavia, che la conclusione del negoziato Gats aggiuntivo in materia di servizi finanziari (allegato al V Protocollo all'Accordo generale sul commercio di servizi) determinerà un incremento della concorrenza a livello mondiale e conseguentemente più ampie possibilità di investimento per i consumatori. L'accordo, aperto all'accettazione dei membri del Wto fino al 29 gennaio 1999, si basa sulle liste di impegni specifici presentate dai membri. Gli aderenti all'accordo saranno obbligati ad assicurare l'applicabilità dei predetti principi del trattamento nazionale e della clausola della nazione più favorita in relazione agli impegni assunti. L'apertura dei mercati nazionali non è pertanto indiscriminata, ma vi saranno settori nei quali taluni paesi, in particolare quelli emergenti, manterranno rilevanti restrizioni, ivi comprese quelle di carattere valutario.*

*Stime condotte hanno consentito di valutare il mercato potenzialmente interessato dall'accordo in 18.000 miliardi di dollari per il settore dei mercati mobiliari. L'accordo costituisce soltanto una prima tappa di un più lungo processo. Una maggiore liberalizzazione dei mercati dei servizi finanziari potrà essere concretamente perseguita soltanto migliorando la cooperazione tra le Autorità di vigilanza di settore. Il Trattato Mai, tuttora in corso di negoziazione presso l'Ocse, era stato originariamente concepito per assicurare una liberalizzazione e un'adeguata protezione degli investimenti nei mercati dei paesi membri. Di recente, esso ha assunto una portata liberalizzatrice anche per quanto riguarda l'offerta sui mercati finanziari. In quest'ambito, si è posto il problema di dotare gli aderenti di adeguate misure di protezione al fine di assicurare stabilità dei mercati mobiliari. Ciò è tanto più necessario in assenza di armonizzazione delle regolamentazioni e di strumenti idonei ad assicurare un'adeguata ed effettiva cooperazione tra Autorità di vigilanza e a fronte di un meccanismo dirimente delle controversie che non riserva ai soli contraenti (gli Stati) la possibilità di accedervi, ma che la apre agli investitori.*

La liberalizzazione dell'accesso ai mercati postula un accordo tra le Autorità di vigilanza in relazioni ai principi che debbono essere applicati per assicurare stabilità, trasparenza e sicurezza dei mercati.

Le principali organizzazioni delle Autorità di vigilanza stanno assumendo un nuovo ruolo: quello di individuare *standard* minimi che, seppure sulla base di un'adesione volontaria, stabiliscano i criteri cui le Autorità di regolazione devono attenersi per l'accesso degli intermediari al mercato, i requisiti patrimoniali e le modalità di esercizio delle attività, e così via.

In quest'ottica, il Comitato di Basilea ha approvato un documento contenente i principi fondamentali applicabili alla vigilanza sugli enti creditizi. Un documento omogeneo sull'attività di intermediazione mobiliare è in avanzata fase di elaborazione da parte della Iosco.

*La proposta di fondo è quella di indicare agli aderenti all'organizzazione quali siano i contenuti minimi che devono essere assicurati perché possa considerarsi operante un adeguato livello di protezione degli investitori, l'efficienza, la trasparenza e la correttezza dei mercati e la stabilità del comparto mobiliare. L'obiettivo dovrà essere raggiunto attraverso l'individuazione sia dei principi di carattere generale, sia delle misure che ne costituiscono attuazione concreta. Uno dei principali problemi in presenza di un processo di liberalizzazione dei mercati mobiliari e di disponibilità di strumenti telematici (ad esempio le reti Internet) risiede nella necessità che l'Autorità di vigilanza sia dotata di poteri tali da consentire un tempestivo intervento a tutela degli investitori e del mercato nei confronti di chiunque appaia operare in violazione di norme. Nel corso della Conferenza annuale di Taipei, in esito al lavoro sulla capacità di prestare la cooperazione, è stata adottata una risoluzione nella quale sono indicati i principi minimi per quanto attiene al contenuto e al mantenimento delle informazioni sulle transazioni e ai poteri delle Autorità di vigilanza di intervenire per assicurare il rispetto delle norme sul mercato mobiliare e di effettuare indagini e prestare la necessaria assistenza a livello internazionale. Il lavoro svolto ha posto in evidenza discrepanze nei poteri delle Autorità di vigilanza per assicurare i controlli e, soprattutto, nell'assistenza ad Autorità estere.*

La rilevanza della cooperazione a livello infracompartmentale tra Autorità di vigilanza dei mercati mobiliari, creditizio e assicurativo ha costituito uno degli obiettivi perseguiti dal Joint Forum on Financial Conglomerates, che nel corso dell'anno ha lavorato alla predisposizione di un documento sulla struttura interna delle conglomerate e sullo scambio di informazioni.

I ministri finanziari del G7, inoltre, hanno istituito nel corso dell'anno un gruppo di lavoro di esperti per discutere e individuare possibili soluzioni per la rimozione degli ostacoli tuttora esistenti per quanto attiene alla collaborazione internazionale per la repressione di comportamenti illeciti sui mercati mobiliari. Anche questo gruppo di lavoro ha rilevato che il problema risiede nella necessità di attribuire alle Autorità di vigilanza di settore adeguati poteri di controllo e di indagine.

La cooperazione su base bilaterale ha riguardato principalmente indagini per sospette operazioni di *insider trading*, richieste relative ai requisiti di onorabilità e professionalità di intermediari e persone fisiche, casi di abusiva intermediazione mobiliare (Tav. VIII.1). Vi sono state anche fattispecie di false comunicazioni sociali, di uso dei fondi dei clienti senza preventivo consenso e di *soft commissions*. Nel corso dell'anno si sono svolte ispezioni da parte di Autorità di vigilanza estere su filiali di banche estere in Italia.

Le indagini relative a ipotesi di *insider trading*, avviate dalla Consob, hanno rivelato il frequente ricorso a uno schema di triangolazione delle operazioni sul mercato italiano apparentemente imputabili a soggetti stabiliti in stati dell'Unione Europea che, in realtà, operano per conto di beneficiari finali stabiliti in paesi terzi.

La cooperazione internazionale ha posto in evidenza la ricorrenza di uno schema tipico quale quello di costituire una società in un paese europeo per offrire servizi prevalentemente a residenti di altri paesi nell'assunto che la vigilanza delle Autorità del paese di stabilimento sia meno efficace nei casi in cui non sono coinvolti propri cittadini.

TAV. VIII.1

**LA COOPERAZIONE INTERNAZIONALE**  
RICHIESTE DI COLLABORAZIONE PER AREA GEOGRAFICA  
1997

OGGETTO	PAESE	DALLA CONSOB AD AUTORITÀ ESTERE	DA AUTORITÀ ESTERE ALLA CONSOB
<i>INSIDER TRADING</i> <sup>1</sup>	UE	7	3
	USA	3	2
	ALTRI	1	--
MANIPOLAZIONE DEI PREZZI DI VALORI MOBILIARI	UE	3	--
	USA	1	--
	ALTRI	--	1
SOLLECITAZIONE E ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE ABUSIVE	UE	6	3
	USA	2	1
	ALTRI	--	--
TRASPARENZA E INFORMATIVA SOCIETARIA	UE	1	--
	USA	1	2
	ALTRI	--	--
PARTECIPAZIONI RILEVANTI AL CAPITALE DI SOCIETÀ QUOTATE E DI INTERMEDIARI AUTORIZZATI	UE	2	12
	USA	--	--
	ALTRI	1	--
REQUISITI DI ONORABILITÀ E PROFESSIONALITÀ	UE	3	13
	USA	--	1
	ALTRI	--	1
<i>TOTALE</i>		<i>31</i>	<i>39</i>

<sup>1</sup> La quantificazione è stata effettuata per numero di richieste, e non per numero di soggetti interessati dalle richieste inviate ad Autorità estere; spesso, infatti, le richieste rivolte a una singola Autorità riguardano più soggetti.

Nel corso dell'anno, inoltre, sono stati stipulati accordi di cooperazione con la Securities and Futures Commission di Hong Kong, con l'Autorità di vigilanza tedesca (BAWe) e con la Securities and Futures Commission di Taipei. I *memoranda* e gli accordi per il mantenimento della riservatezza delle informazioni sottoscritti dalla Consob sono ad oggi 15.

La cooperazione internazionale, peraltro, evidenzia le discrasie tra i poteri delle diverse Autorità di vigilanza (Tav. VIII.2).

TAV. VIII.2

**CONFRONTO TRA I POTERI IN MATERIA DI INDAGINE E DI ENFORCEMENT  
DELLE PRINCIPALI AUTORITÀ DI VIGILANZA**

	CONSOB (ITALIA)	SEC (USA)	FSA/DTI (UK)	COB (FRANCIA)	BAWE <sup>1</sup> (GERMANIA)	CNMV <sup>2</sup> (SPAGNA)
POTERI DI INTERVENTO NEI CONFRONTI DI CHIUNQUE	NO SI <sup>3</sup>	SI	SI <sup>4</sup>	SI	NO SI <sup>5</sup>	SI
POTERI ISPETTIVI NEI CONFRONTI DEI SOGGETTI VIGILATI	SI	SI	SI	SI	SI	SI
«FREEZING OF THE ASSETS»	NO	SI	SI <sup>6</sup>	SI <sup>7</sup>	NO	NO
POSSIBILITÀ DI UTILIZZARE I POTERI CONCESSI PER LA COOPERAZIONE	SI	SI	SI	SI	SI	SI
POTERI DI SEQUESTRO DI DOCUMENTI	NO	SI	SI	SI	NO	NO

<sup>1</sup> Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel. <sup>2</sup> Comisión Nacional del Mercado de Valores. <sup>3</sup> Solo per le indagini su *insider trading* e manipolazione. <sup>4</sup> Per quanto riguarda le indagini su presunte violazioni delle norme relative all'«*insider dealing*», il potere è nei confronti di ogni persona che appaia in possesso di informazioni (s. 177 Financial Services Act); per quanto concerne gli accertamenti relativi allo svolgimento di «*investment business*» (servizi d'investimento e altre attività finanziarie) il potere è nei confronti della persona indagata e delle persone connesse e, limitatamente alla richiesta di produzione o consegna di documenti, nei confronti di chiunque (s. 105 Financial Services Act). <sup>5</sup> Solo per la vigilanza sulla regolarità delle transazioni (manipolazione), l'*insider trading*, e per le partecipazioni rilevanti in società quotate. <sup>6</sup> Per svolgimento abusivo di «*investment business*» (s. 6 Financial Services Act) e per violazione delle regole di correttezza (ss. 61 e 72 Financial Services Act). <sup>7</sup> Potere di richiedere all'Autorità Giudiziaria di adottare in via d'urgenza provvedimenti di congelamento di attivi nei confronti di chiunque, in caso di frodi sul mercato mobiliare. <sup>8</sup> I riferimenti sono a sistema vigente. La creazione della Fsa (Financial Services Authority) non ha ancora portato a una modifica sostanziale della disciplina previgente né alla soppressione delle Sro's.

Dalla comparazione emerge come non solo le Autorità statunitensi, che tradizionalmente sono considerate come dotate di rilevanti poteri di intervento, ma anche le corrispondenti Autorità europee (in particolare la Cob, appartenente a un ordinamento giuridico amministrativo simile a quello italiano) risultino in possesso di strumenti e possibilità di investigazione e azione maggiori di quelli della Consob.

Il Testo unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari ha esteso le possibilità di richiesta di informazioni e di acquisizione di documenti nei confronti di chiunque appaia informato



sui fatti soltanto per l'accertamento di eventuali violazioni della normativa regolante l'*insider* e l'agiotaggio. Restano, in ogni caso, precluse alla Consob le possibilità di disporre ispezioni nei confronti di detti soggetti e altre misure, quali quelle di chiedere il *freezing of the assets* (congelamento degli attivi). La Cob, al contrario, seppure previa autorizzazione dell'Autorità Giudiziaria, può procedere a vere e proprie perquisizioni e sequestri.

L'attribuzione di poteri alle Autorità di vigilanza sul mercato mobiliare è fortemente connessa alle scelte concernenti l'*enforcement* delle regole esistenti: qualora l'attività di verifica sul rispetto di esse sia affidata essenzialmente a tali Autorità, piuttosto che all'Autorità Giudiziaria o ad altri soggetti, alle medesime devono essere riconosciuti i poteri di indagine necessari. In molti casi, nelle normative estere, tale connessione conduce all'attribuzione di poteri alle Autorità con norme di carattere generale, qualificandoli come poteri finalizzati, ad esempio, all'adempimento della propria missione (Francia) o ad assicurare il rispetto delle leggi sul mercato mobiliare o della normativa dettata dall'Autorità (USA, Germania, Spagna), talvolta integrati per materie specifiche quali l'*insider trading*.

L'attività di cooperazione svolta in sede Iosco ha inoltre condotto a consentire che i poteri delle Autorità possano essere esercitati anche su richiesta delle corrispondenti Autorità estere.

### **La Iosco**

Nel 1997 sono stati registrati significativi progressi nei progetti Iosco di armonizzazione, in ambito internazionale, delle regole relative alla contabilità, alla revisione e ai prospetti informativi.

Per quanto riguarda le regole contabili, sta per concludersi la prima fase della collaborazione che la Iosco ha instaurato con l'International Accounting Standards Committee (Iasc) al fine di individuare un linguaggio contabile comune per i mercati finanziari mondiali. Nel 1995 la Iosco annunciò pubblicamente che la raccomandazione delle regole internazionali era subordinata alla definizione di un pacchetto di *standard* sufficientemente completo per la regolamentazione del bilancio degli emittenti multinazionali (cosiddetti *core standards*).

*Ciò comporta, sulla base del corrente piano di lavoro dello Iasc, l'ultimazione di 31 standard, 24 dei quali già approvati entro il 1997. In particolare, nel corso dell'anno lo Iasc ha approvato i cinque nuovi standard relativi a: i principi generali e le regole per la presentazione del bilancio (Ias 1); le imposte sul reddito (Ias 12); la segment information (Ias 14); il leasing (Ias 17); le informazioni sugli utili per azioni (Ias 33).*

*Secondo il piano di lavoro dello Iasc, l'intero pacchetto di standard sarà completato entro l'autunno 1998, data a partire dalla quale la Iosco dovrà considerare la possibilità di una raccomandazione su tali principi.*

Tra le questioni di maggiore rilievo ancora aperte, si segnala quella relativa alle regole per la contabilizzazione degli strumenti finanziari (derivati e non). Nel mese di marzo 1997 lo Iasc ha, al riguardo, pubblicato un *Discussion Paper* con il quale ha proposto che tutti gli strumenti finanziari vengano rilevati nel bilancio al loro valore corrente (cosiddetto *full fair-valuing approach*). La proposta, largamente innovativa rispetto alle prassi correntemente adottate in Europa e negli altri mercati finanziari, ha suscitato perplessità tali da consigliare lo Iasc di rinviare l'emanazione di uno *standard* ispirato a tale metodo. In luogo di ciò, il *Board* dello Iasc ha deciso di pubblicare, entro l'autunno 1998, un principio contabile sostanzialmente allineato alla prassi nord-americana, nel quale il *fair value* viene richiesto solo per gli strumenti finanziari non immobilizzati.

Per quanto riguarda i principi di revisione, il 1997 è stato caratterizzato dalla ripresa del dialogo tra la Iosco e l'International Federation of Accountants (Ifac).

*L'obiettivo dei lavori è quello di una raccomandazione Iosco dei principi di revisione emanati dall'International Auditing Practices Committee (Iapc) dell'Ifac, cosicché gli emittenti possano utilizzare la stessa relazione di certificazione sui mercati finanziari internazionali, senza obblighi di attestazioni o altri oneri aggiuntivi.*

*Il gruppo di lavoro n. 1 ha preso in considerazione dieci dei ventotto standard potenzialmente utili per la raccomandazione Iosco, identificando relativamente a essi una serie di problemi che, secondo le Autorità di vigilanza, sono meritevoli di essere riesaminati. Rispetto a ciò, lo Iapc ha espresso piena disponibilità a effettuare specifiche verifiche, che prevedibilmente avranno termine entro il prossimo anno. Nel 1997 il gruppo di lavoro n.1 ha anche continuato il progetto relativo all'armonizzazione degli schemi di prospetto informativo.*

*Obiettivo ultimo dei lavori è quello di fornire, anche a livello multilaterale, quell'uniformità di regole che in Europa, grazie alle direttive 80/390/CEE e 89/298/CEE, permettono che la raccolta di fondi e la quotazione sui mercati di più Stati sia fondamentalmente subordinata alla preparazione di un unico documento (integrato con brevi appendici nazionali). Ciò sia per garantire una maggiore efficienza alla raccolta di capitali, riducendo i costi amministrativi di predisposizione dei documenti, sia per meglio tutelare gli investitori attraverso una garanzia completa di equivalenza dell'informazione tra i diversi mercati.*

*L'ultimazione del progetto Iosco è attualmente prevista per il 1998, anche se la notevole contiguità con i lavori sull'armonizzazione contabile (le informazioni contabili sono parte del prospetto informativo) potrebbe indurre a unificare le due scadenze e a rinviare al prossimo anno anche l'eventuale raccomandazione sui prospetti.*

*Al fine della concreta applicabilità agli emittenti, la raccomandazione Iosco necessiterà comunque dell'intervento a livello nazionale delle singole Autorità di regolazione, le quali dovranno recepire nel proprio ordinamento le nuove regole armonizzate. Sarà pertanto necessario verificare la compatibilità delle regole proposte dalla Iosco con quelle dettate dalle direttive dell'Unione relative ai prospetti di offerta e quotazione.*

## IX. L'AMMINISTRAZIONE DELLA CONSOB

### La gestione finanziaria

Le entrate complessive per l'esercizio 1997 ammontano a 109,9 miliardi di lire (Tav. IX.1), di cui 39,1 relativi a entrate contributive (pari al 35,6 per cento del totale). La quota maggiore delle entrate contributive del 1997 deriva dagli emittenti (pari al 30 per cento circa del totale delle entrate contributive; si veda la Tav. aIX.1); seguono le entrate derivanti dai promotori finanziari (pari al 23 per cento circa) e dalle banche (pari all'11 per cento circa). Le entrate contributive previste per l'anno 1998 ammontano al 32 per cento del totale delle entrate e derivano per il 26 per cento circa dagli emittenti, per il 25 per cento circa dai promotori finanziari e per il 14 per cento circa dalle banche.

TAV. IX.1

#### SCHEMA RIASSUNTIVO ENTRATE E SPESE (MILIARDI DI LIRE)

VOCI	1996 <sup>1</sup>	1997 <sup>2</sup>
<i>ENTRATE</i>		
AVANZO DI AMMINISTRAZIONE DISPONIBILE <sup>3</sup>	6,9	8,5
FONDO A CARICO DELLO STATO	49,4	60,0
ENTRATE PROPRIE:		
- ENTRATE DA CORRISPETTIVI ISTRUTTORI	4,2	2,5
- ENTRATE DA CORRISPETTIVI PER PARTECIPAZIONE A ESAMI	1,1	0,4
- ENTRATE DA CONTRIBUTI DI VIGILANZA	34,8	36,2
- ENTRATE DIVERSE <sup>4</sup>	2,4	2,3
<i>TOTALE ENTRATE</i>	98,8	109,9
<i>SPESE</i>		
SPESE CORRENTI:		
- SPESE PER I COMPONENTI LA COMMISSIONE	2,0	2,8
- SPESE PER IL PERSONALE	60,8	68,5
- SPESE PER ACQUISIZIONE DI BENI E SERVIZI	21,3	27,5
- ONERI PER RIPRISTINO E AMPLIAMENTO IMMOBILIZZAZIONI <sup>5</sup>	--	2,5
- SPESE NON CLASSIFICABILI	3,5	5,2
<i>TOTALE SPESE CORRENTI</i>	87,6	106,4
SPESE IN CONTO CAPITALE	5,5	3,5
<i>TOTALE SPESE</i>	93,1	109,9

<sup>1</sup> Dati consuntivi. <sup>2</sup> Dati pre-consuntivi. <sup>3</sup> L'avanzo del 1996 è dato dalla differenza tra totale entrate e totale spese e dalle differenze derivanti dalla gestione residui, non indicate nella tavola e pari a 2,8 mld. L'avanzo 1996 è riportato tra le entrate 1997. <sup>4</sup> Interessi attivi sulla presunta giacenza media di cassa relativa ai conti correnti fruttiferi di cui al comma 5, dell'art. 40 della legge 23 dicembre 1994, n. 724, e interessi moratori dovuti per ritardato pagamento delle entrate contributive. <sup>5</sup> Tale categoria è stata introdotta per iscrivere le componenti di costo dei beni strumentali mobili e immobili dell'Istituto di competenza economica dell'esercizio.

L'aumento delle spese correnti rispetto all'esercizio 1996 è dovuto in larga misura all'incremento delle spese per il personale, passate da 61 a 68,5 miliardi di lire. Tale aumento è legato agli adeguamenti retributivi, e al conseguente aumento dei relativi oneri, ivi inclusa la liquidazione di una parte degli arretrati relativa all'esercizio 1996, derivanti dal rinnovo del contratto di lavoro. Dai provvisori di consuntivo risultano spese per il personale pari a 64 miliardi.

Nei primi mesi del 1997 è entrato in vigore il nuovo regolamento per l'amministrazione e la contabilità, il cui testo è stato approvato dalla Commissione l'11 dicembre 1996 e reso esecutivo con D.P.C.M. del 21 gennaio 1997. Il regolamento si adegua ai principi contabili contenuti del D.P.R. 696/79, e alla più recente legislazione in materia di ordinamento contabile degli enti pubblici locali di cui alla legge 142/90, al D.Lgs. 29/93 e al D.Lgs. 77/95, indirizzati a disciplinare la contabilità degli enti pubblici in chiave maggiormente aziendalistica.

Il nuovo regolamento contabile istituisce, infatti, un sistema di rilevazioni finanziarie, patrimoniali ed economiche finalizzate a ottenere informazioni analitiche in grado di contribuire alla razionalizzazione dei processi di programmazione e controllo di gestione. È quindi tra gli obiettivi della Consob per il 1998 la realizzazione di un sistema di contabilità analitica articolato per centri di costo e funzioni-obiettivo.

*In particolare, con il nuovo ordinamento contabile sono stati introdotti documenti quali il preventivo e il consuntivo economico, e sono state previste, accanto alle tradizionali scritture contabili di tipo finanziario, anche scritture contabili economico-patrimoniali, al fine di consentire una più compiuta conoscenza e valutazione delle scelte gestionali, nonché dei risultati raggiunti. La struttura dei conti finanziari, economici e patrimoniali è stata configurata tenendo conto dei recenti principi contabili contenuti nel D.Lgs. 77/95.*

*Il regolamento contabile ha, altresì, recepito le innovazioni connesse al nuovo sistema di finanziamento della Consob di cui all'art. 40 della legge 23 dicembre 1994, n. 724. Sono state, infatti, modificate le disposizioni in materia di entrata al fine di consentire una rilevazione contabile delle entrate contributive impostata sull'identificazione puntuale e certa del credito.*

*In coerenza con le modifiche intervenute nel processo di accertamento delle entrate e al fine di tenere in considerazione i nuovi assetti organizzativi dell'Istituto, è stato anche ridisciplinato il processo di liquidazione e ordinazione della spesa. In particolare, il procedimento di impegno di spesa e di accertamento definito nel nuovo regolamento contabile avvicina i concetti di residuo passivo e attivo della contabilità pubblica ai concetti di debito e credito dello stato patrimoniale della contabilità civilistica.*

Nella parte conclusiva dell'anno è stato approvato il bilancio di previsione per l'esercizio 1998, costituito dal preventivo finanziario e, per la prima volta, dal preventivo economico, introdotto tra gli schemi del bilancio di previsione con il nuovo regolamento per l'amministrazione e la contabilità.

Nello schema di preventivo economico, predisposto in forma scalare, vengono rappresentate in sei distinte voci le componenti economiche dell'esercizio quali: le entrate derivanti sia dal sistema contributivo di cui all'art. 40 della legge 724/94, sia dall'apposito fondo a carico dello Stato; i costi attesi della gestione; le voci di ammortamento e gli altri accantonamenti (personale dipendente e fondo compensazione entrate contributive); i proventi e gli oneri finanziari da interessi e spese bancarie; gli oneri tributari e infine i proventi e oneri straordinari.

Le previsioni della spesa per l'esercizio 1998, in conformità ai principi normativi di riferimento, sono contenute entro i limiti complessivi costituiti per 60 miliardi dal fondo a carico dello Stato (sebbene tale fondo sia stato successivamente ridotto in sede di approvazione della legge finanziaria 1998 a lire 50 miliardi), per 39 miliardi dalle entrate contributive di cui all'art. 40 della legge 724/94, e per 3 miliardi da altre entrate proprie dell'Istituto. Si aggiunge, infine, che l'avanzo di amministrazione presunto è di 21,9 miliardi. L'incremento percentuale delle spese correnti previste per l'anno 1998, rispetto al corrispondente dato di previsione iniziale 1997, è pari al 3,68 per cento ed è contenuto entro il tasso di crescita della spesa corrente della pubblica amministrazione indicato nel Dpef per il 1998. È previsto, infine, un considerevole aumento della previsione 1998 per le spese in conto capitale, motivato dall'esigenza di realizzare un rafforzamento della presenza dell'Istituto a Milano, da cui deriva la necessità di acquisire nuovi locali e di potenziare le strutture il sistema informatico e i collegamenti telematici tra le sedi dell'Istituto.

### ***La gestione delle risorse umane e l'organizzazione interna***

Il 1997 è stato caratterizzato dall'introduzione di una serie di innovazioni sia nell'organizzazione interna, sia nei sistemi manageriali di sviluppo e gestione delle risorse umane. L'obiettivo degli interventi organizzativi è stato quello di realizzare maggiore integrazione e coordinamento fra le diverse unità organizzative e di migliorare la qualità dell'azione amministrativa della Consob.

Nel dicembre del 1997 la Commissione ha approvato il piano delle attività per il 1998. Il piano indica i principali obiettivi da conseguire nel 1998. L'individuazione degli obiettivi risponde all'esigenza di definire l'impostazione dell'attività dell'Istituto in coerenza con i mutamenti della realtà esterna e con le esigenze di trasformazione e ammodernamento del sistema finanziario.

*Il piano individua fundamentalmente tre "macro-obiettivi" che orienteranno l'azione della Consob nel 1998. Il primo obiettivo è costituito dall'emanazione dei regolamenti di attuazione del Testo unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari e dalla revisione complessiva delle deliberazioni e comunicazioni interpretative emanate nel corso degli anni. La redazione delle norme regolamentari dovrà ispirarsi ai principi di chiarezza e di facilità interpretativa, oltre a tener conto degli standard internazionali e degli effetti economici complessivi delle scelte regolamentari.*

*Il secondo obiettivo è costituito dalla ridefinizione del ruolo e dell'approccio all'attività di regolamentazione e controllo dei mercati organizzati alla luce della loro privatizzazione. In particolare, si dovrà tenere conto della necessità che al controllo sulle società di gestione del mercato non corrispondano duplicazioni di rapporti e oneri eccessivi per gli operatori.*

*Il terzo obiettivo riguarda l'innovazione delle modalità di controllo. Tale obiettivo si sostanzia nel passaggio da un sistema di vigilanza prevalentemente sanzionatorio a un modello orientato a creare fattori di stimolo e crescita per il mercato.*

Altri interventi organizzativi di maggior impatto hanno riguardato, in primo luogo, l'introduzione di un sistema di pianificazione delle attività per singola unità operativa cui si collega una valutazione delle *performance* per obiettivi. Il sistema di valutazione delle prestazioni è stato modificato a seguito dell'introduzione di una procedura di individuazione di obiettivi predefiniti e di valutazione successiva del grado di raggiungimento di tali obiettivi. Tale sistema integra la valutazione a consuntivo della quantità e della qualità dell'attività svolta.

In secondo luogo, la modifica, in occasione del rinnovo contrattuale, della struttura salariale ha introdotto un sistema di premi incentivanti, tesi ad accrescere la componente variabile della retribuzione e parametrati al raggiungimento di risultati prefissati. In stretta connessione con tale ciclo di pianificazione si è avviata, sul piano del fabbisogno di risorse, la rilevazione dei carichi di lavoro al fine di poter pervenire al dimensionamento ottimale delle unità operative.

In coerenza con l'indirizzo generale di rendere più trasparente e rapida l'azione dell'Istituto, è stato anche avviato uno studio sui tempi di completamento dei singoli procedimenti interni che ha già dato modo di realizzare lo snellimento di alcune procedure e che porterà entro il 1998 alla definizione di tempi *standard* di perfezionamento dei singoli procedimenti amministrativi.

Tutti gli interventi di innovazione sono stati accompagnati, nel più generale quadro del piano di formazione triennale, da interventi di formazione manageriale mirati, che hanno visto coinvolti, in appositi *workshop*, i responsabili delle unità organizzative dell'Istituto.

Nell'ambito dei sistemi gestionali finalizzati al controllo dell'efficienza dell'attività interna, sono state effettuate verifiche sui tempi e sulle modalità di espletamento delle fasi istruttorie concernenti alcuni tipi di procedimenti, con particolare riguardo a determinati profili della vigilanza ispettiva e alla trattazione degli esposti presentati dai risparmiatori. Inoltre, si è effettuata un'indagine sui profili giuridico-contabili e sulle modalità di esecuzione delle convenzioni stipulate dalla Consob con le Camere di commercio ai fini della gestione dell'albo dei promotori finanziari.

Nel corso del 1997 è proseguita l'attività di ammodernamento delle architetture informatiche e di potenziamento degli strumenti e delle infrastrutture del sistema informativo dell'Istituto. Gli investimenti informatici effettuati nel corso dell'anno sono stati dettati dall'obiettivo di aumentare l'apertura telematica dell'Istituto (senza trascurarne la sicurezza), di ridurre i costi di gestione e di

esercizio del sistema informatico, di migliorare la qualità e l'affidabilità delle informazioni, e di aumentare il livello di integrazione tra gli strumenti informatici e i dati.

Le principali realizzazioni informatiche hanno riguardato l'archivio delle partecipazioni societarie, l'anagrafe unificata dei soggetti censiti dalla Consob, il sistema di contabilità generale dell'Istituto, l'acquisizione delle informazioni relative ai nuovi mercati di valori mobiliari diffuse su rete telematica Sia.

In connessione con il piano interdivisionale è stato, inoltre, definito il piano annuale per lo sviluppo dei sistemi informativi che, a partire dal 1998, indica tempi e modalità di realizzazione delle infrastrutture informatiche, così come sono state identificate nel corso del 1997.

*Il 1997 ha visto l'introduzione nell'architettura del sistema informativo di importanti componenti strutturali quali i nuovi e più potenti elaboratori centrali, la nuova rete telematica della sede di via Isonzo, il sistema di protezione dei collegamenti esterni (firewall), gli ulteriori collegamenti telematici tra le sedi di Roma e di Milano. Sebbene tali acquisizioni non abbiano completato il previsto processo di potenziamento e modernizzazione, esse hanno peraltro consentito, già nel corso del 1997, l'avvio di una serie di attività finalizzate alla più razionale ed efficiente distribuzione di risorse informatiche.*

*Sono state altresì impostate le attività di aggiornamento e manutenzione di procedure informatiche da effettuarsi nel corso del 1998. Sotto questo profilo, particolare rilevanza ha assunto la costituzione del gruppo di lavoro per la gestione della transizione dalla Lira all'Euro. Il gruppo di lavoro ha prodotto una serie di documenti per l'analisi di impatto, organizzativa, amministrativa e informatica, preliminari allo svolgimento delle attività operative. A tale fattispecie sono state anche ricondotte, seppure al di fuori dell'ambito di competenza del gruppo di lavoro per l'Euro, una serie di attività di studio e analisi delle problematiche relative all'anno 2000 e alla conversione tecnica di applicazioni informatiche.*

### ***Le relazioni con l'esterno***

Nel corso del 1997 è stato fornito riscontro, complessivamente, a più di 1.100 richieste formali di dati, notizie e informazioni sull'attività della Commissione e sull'organizzazione e il funzionamento del mercato mobiliare (Tav. aIX.4). Le richieste informali (cioè formulate telefonicamente o da soggetti che si sono recati presso le sedi della Consob) sono state pari a circa 200 al giorno (a fronte delle 150 circa del 1996).

L'oggetto delle richieste d'informazioni ha riguardato principalmente i seguenti aspetti: società non più quotate in borsa e possibilità di smobilizzo dei relativi titoli; procedure d'iscrizione all'albo dei promotori finanziari; società di intermediazione mobiliare e relative attività autorizzate. Numerose sono state anche le richieste di copie di delibere, di prospetti informativi, di testi integrati e aggiornati di regolamenti e comunicazioni di carattere generale adottati dalla Consob.

*Le richieste di informazioni sono pervenute sia dagli operatori professionali sia dai risparmiatori. Merita di essere segnalato il significativo incremento delle richieste di informazioni e documentazione da parte di operatori professionali stranieri volte a ottenere notizie sull'iter da seguire per operare sul mercato italiano (a seguito del recepimento della direttiva "Eurosim"), sulle regole di funzionamento del mercato mobiliare nazionale, sulle procedure amministrative per collocare in Italia quote di Oic "armonizzati" e non, sugli intermediari nazionali autorizzati, sugli assetti proprietari delle società quotate e sulle società di gestione di fondi comuni.*

La possibilità di consentire al pubblico un accesso più diretto e immediato al patrimonio informativo della Consob verrà rafforzata attraverso l'attivazione di un sito Consob su Internet. Attraverso il sito Internet potranno essere disponibili informazioni e documenti utili sia per gli operatori professionali del mercato che per i risparmiatori. Il sito della Consob consentirà un agevole accesso ai provvedimenti assunti dalla Commissione, ai testi delle leggi e dei regolamenti disciplinanti il mercato mobiliare, al notiziario settimanale "Consob Informa", alla relazione annuale, agli albi tenuti dalla Consob (promotori finanziari, imprese d'investimento, società di revisione) e, in generale, al patrimonio informativo pubblico detenuto dalla Consob. Il sito conterrà inoltre notizie sulle funzioni e sull'organizzazione dell'Istituto e consentirà al pubblico di comunicare più agevolmente con la Consob mediante un servizio di posta elettronica.



## X. IL TESTO UNICO IN MATERIA DI MERCATI FINANZIARI

Nei primi mesi del 1998, sulla base di lavori preparatori svolti in gran parte nel 1997, è intervenuta la rilevante novità legislativa rappresentata dal Testo unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari, promulgato il 24 febbraio 1998.

Le disposizioni contenute nel decreto entreranno in vigore con tempi differenziati, talvolta dipendenti dall'emanazione di regolamenti attuativi, tra l'1 luglio 1998 e l'1 gennaio 1999. Esse coprono un'area che quasi per intero coincide con quella su cui si esplica l'attività della Consob. Si tratta quindi di una normativa destinata a costituire il punto di riferimento costante, d'ora innanzi, per l'Istituto.

Il Testo unico contiene disposizioni in materia di intermediari, mercati regolamentati, gestione accentrata di titoli ed emittenti strumenti finanziari. La parte "intermediari" coordina le discipline previgenti sui fondi comuni (aperti, chiusi, mobiliari e immobiliari) e sull'attività di intermediazione delle Sim e delle banche e introduce una nuova figura di operatore: la società di gestione del risparmio. La parte "mercati" realizza lo stesso intervento sull'organizzazione dei mercati e sulla Monte Titoli.

La sezione "emittenti" comprende la materia societaria, per la quale il Parlamento aveva conferito al Governo un mandato non di semplice coordinamento, ma di riforma, indicando alcuni istituti sui quali l'intervento legislativo avrebbe dovuto necessariamente attuarsi con l'obiettivo della tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza: collegio sindacale, poteri delle minoranze, sindacati di voto e rapporti di gruppo. La materia trattata dal Testo unico è più ampia rispetto alla sintetica espressione *corporate governance* (governo societario) correttamente usata e può essere suddivisa in tre distinte aree: la disciplina del rapporto tra società e mercato; il governo societario delle imprese quotate e i relativi controlli; la repressione dell'uso distorto di informazioni.

### *Gli intermediari*

In materia di intermediari, il Testo unico ha operato lungo quattro direttrici generali: operare una delegificazione sostanziale del settore dell'intermediazione finanziaria e, in connessione, una semplificazione della normativa primaria; creare i presupposti per la nascita e lo sviluppo di intermediari capaci di offrire tutti i servizi di gestione patrimoniale, individuale e collettiva, analogamente a quanto già avviene nei principali sistemi finanziari; rafforzare il principio della vigilanza per finalità; razionalizzare gli interventi di gestione delle crisi degli intermediari.

La necessità di pervenire a una sostanziale delegificazione della normativa richiedeva che la nuova legge contenesse per ciascun istituto solo principi generali e rinviasse, ogni qual volta possibile, all'adozione di regolamenti applicativi da parte delle Autorità di settore. A tale fine, il Testo unico prende correttamente a riferimento il D.Lgs. 415/1996 in materia di servizi di investimento. L'applicazione di tale modello al settore delle gestioni collettive - sino ad oggi escluso dai più recenti interventi di riforma - renderà, infatti, possibile eliminare le rigidità insite nel previgente sistema normativo (in gran parte regolato direttamente da leggi), creando i presupposti per la nascita di nuovi prodotti di investimento e semplificando gli adempimenti per la loro approvazione e commercializzazione.

Per rendere effettiva l'opera di delegificazione e semplificazione normativa le Autorità di settore dovranno anch'esse, nell'emanazione della disciplina secondaria, operare un significativo cambiamento di indirizzo rispetto alle impostazioni del passato. Si dovranno contenere le spinte formalistiche di natura sub-regolamentare, limitandosi a regolare i soli aspetti qualificanti dell'attività, lasciando per lo più all'autodeterminazione dei soggetti vigilati la risoluzione degli aspetti pratici di minore complessità. Sarà opportuno inoltre introdurre meccanismi di più stretta e frequente consultazione con i rappresentanti delle associazioni di categoria, stimolando la nascita e lo sviluppo di fenomeni di autoregolamentazione. La Consob, per quanto di propria competenza, sta già seguendo questa nuova impostazione.

Tra le innovazioni introdotte rispetto alla normativa vigente, fondamentale importanza rivestono quelle in tema di gestioni patrimoniali.

*Il settore delle gestioni ha conosciuto in Italia negli ultimi anni, e in particolare nel 1997, uno sviluppo quantitativo di assoluto rilievo. Hanno contribuito a tale sviluppo il generale abbassamento dei tassi di interesse sui titoli pubblici, l'accentuazione del fenomeno della disintermediazione creditizia e, non ultimi, l'accrescimento del livello di fiducia riposto dai risparmiatori negli intermediari professionali.*

*Per contro, la normativa, essendo per lo più di rango primario, non ha potuto assecondare adeguatamente lo sviluppo e il consolidamento del fenomeno. Essa, in particolare, ha reso di difficile realizzazione fenomeni di integrazione societaria e organizzativa tra i vari gestori individuali e collettivi finalizzati ad assicurare il conseguimento di economie di scala, tanto nella progettazione e realizzazione dei vari prodotti di gestione, quanto nella loro commercializzazione. Il sistema delle riserve di attività contenuto nella legislazione vigente ha reso il settore delle gestioni patrimoniali estremamente frammentato quanto ai soggetti che vi operano: Sim e banche, nella gestione individuale; società di gestione di fondi comuni specializzate per singola tipologia di prodotto (fondi mobiliari aperti; fondi mobiliari chiusi; fondi immobiliari; Sicav), nella gestione collettiva.*

Anche alla luce delle tendenze che vanno registrandosi a livello comunitario, il Testo unico individua una nuova figura di intermediario gestore, che riassume in sé le figure attualmente esistenti, al quale sarà consentito operare in tutti i settori della gestione, individuale e collettiva, nelle sue varie forme. Il nuovo assetto del settore, oltre a rispondere adeguatamente alle esigenze

dell'industria dei servizi di investimento, potrà contribuire, attraverso la sempre maggiore canalizzazione degli investimenti presso investitori professionali, allo sviluppo del mercato mobiliare nazionale.

In tema di vigilanza, l'impostazione in base al principio della finalità dei controlli (trasparenza e correttezza dei comportamenti nella conduzione delle attività alla Consob; stabilità degli intermediari alla Banca d'Italia), introdotta con la legge 1/91 e riaffermata con il D.Lgs. 415/96, già permeava gli assetti regolamentari in materia di intermediazione mobiliare.

Tale impostazione si è resa nel tempo tanto più necessaria quanto più si sono fatti incerti i confini tra le attività e le diverse categorie di operatori con l'emergere di prodotti e servizi finanziari sostanzialmente simili, pur se offerti da intermediari di diversa matrice. La vigilanza per finalità presenta l'indubbio vantaggio di ripartire tra la Consob e la Banca d'Italia le rispettive responsabilità in base a obiettivi - trasparenza e correttezza, da un lato, e stabilità, dall'altro - che possono anche essere, in talune circostanze, tra loro in tensione. Essa, tuttavia, trovava, soprattutto nel settore della gestione del risparmio, prima del Testo unico, un'attuazione parziale, essenzialmente limitata alle gestioni individuali. La nuova legge estende, ora, l'applicazione del modello della vigilanza per finalità nei confronti di tutti gli intermediari autorizzati: Sim, banche, nuovi intermediari gestori (le società di gestione del risparmio), società finanziarie.

Quanto alla disciplina dei provvedimenti cautelari e di gestione delle crisi degli intermediari va apprezzata, oltre all'estensione della disciplina introdotta per le Sim dal D.Lgs. 415/96 anche ai gestori collettivi, l'introduzione della possibilità per le Autorità di vigilanza di adottare nei confronti di tutti gli intermediari, ivi inclusi quelli bancari, provvedimenti ingiuntivi finalizzati ad assicurare l'immediata cessazione delle irregolarità riscontrate. Tale possibilità, oltre a rendere più agile ed efficace l'intervento delle Autorità, potrebbe, in taluni casi, evitare l'adozione di provvedimenti cautelari assai più gravi e caratterizzati da effetti di perdita di immagine di norma non recuperabili.

Un maggior orientamento della vigilanza verso interventi non tipicamente sanzionatori, ma finalizzati a prevenire o interrompere comportamenti scorretti, potrebbe determinarsi con la previsione del richiamo scritto, come strumento da applicare in alternativa alla sanzione pecuniaria a fronte di violazioni di minore gravità. La sua mancata introduzione nel Testo unico, nonostante esso fosse già previsto sia nella materia degli intermediari sia nella materia dell'informativa societaria, costituisce una lacuna che può non agevolare il rapporto tra la Consob e i soggetti vigilati. L'esperienza maturata negli anni ha, infatti, mostrato come, in taluni casi, l'applicazione delle sanzioni pecuniarie, da un lato, non svolge alcuna sostanziale funzione riparatoria e, dall'altro, appare eccessivamente punitiva a fronte di violazioni di lieve entità.

## ***I mercati***

La disciplina introdotta con il D.Lgs. 415/96 ha profondamente modificato l'assetto istituzionale dei soggetti responsabili dell'organizzazione e della regolamentazione dei mercati mobiliari.

Da un sistema imperniato sull'intervento pubblicistico dell'Autorità di settore in tutte le fasi dell'organizzazione, regolazione e funzionamento dei mercati, si è infatti passati a un sistema privatistico in cui le competenze operative spettano ad apposite società-mercato, dotate di autonomia regolamentare e di gestione. All'Autorità sono attribuiti i soli compiti di controllo. Da un sistema basato sostanzialmente sulla presenza di un solo mercato - la borsa valori - si è passati a un sistema che contempla la creazione di nuovi mercati regolamentati in potenziale concorrenza tra loro. Per la borsa il nuovo assetto è divenuto pienamente operativo dal 2 gennaio scorso.

Nel complesso, in materia di mercati, il Testo unico ha apportato alla disciplina vigente lievi integrazioni, motivate da specifiche esigenze di completamento e razionalizzazione della normativa.

In materia di vigilanza sulle società di gestione dei mercati, ferma restando l'autonomia regolamentare, organizzativa e gestionale delle società-mercato, sono stati opportunamente assegnati alla Consob alcuni poteri di indirizzo generale finalizzati alla rimozione di eventuali situazioni di inefficienza dannose per gli investitori.

*Parimenti, la Consob valuta positivamente il contenuto della nuova normativa in materia di scambi organizzati di strumenti finanziari in cui le è stata riconosciuta una più incisiva capacità di intervento, finalizzata, da un lato, ad assicurare piena tutela agli investitori che si avvicinano a tale segmento del mercato mobiliare e, dall'altro, a evitare che processi di frammentazione degli scambi facciano perdere efficienza ai meccanismi, regolati e non, di formazione dei prezzi. Ciò in linea con le più recenti evoluzioni internazionali.*

Di non minore importanza risulta poi la riforma della disciplina delle insolvenze di mercato contenuta nel Testo unico. La relativa normativa, infatti, appariva datata, applicabile solo con riferimento ai mercati borsistici e, pertanto, del tutto inadeguata a fronteggiare il fenomeno dell'insolvenza che è unitario e interessa, trasversalmente, tutti i mercati nei quali l'intermediario in crisi ha operato.

Altrettanto importante e urgente - anche al fine di equiparare i mercati regolamentati nazionali ai più evoluti mercati esteri - appariva l'introduzione di una normativa che assicurasse la definitività delle negoziazioni concluse sui mercati regolamentati anche nei confronti delle procedure concorsuali alle quali fossero successivamente assoggettati gli intermediari ivi operanti. Anche su questo punto, la nuova legge fornisce risposte adeguate alle esigenze del mercato e degli operatori.

Per assicurare un effettivo completamento della riforma in senso privatistico dei mercati regolamentati, sono state infine riformate le disposizioni concernenti i sistemi di gestione accentrata di strumenti finanziari (Monte Titoli Spa e Gestione Centralizzata dei titoli di Stato), sul presupposto che tali sistemi costituiscono apparati strumentali intimamente connessi alla gestione dei mercati.

*Quanto alla Monte Titoli, è stata prevista la completa liberalizzazione dell'accesso al capitale, il collocamento sul mercato della partecipazione in essa detenuta dalla Banca d'Italia e il riconoscimento alla stessa di più ampi e numerosi ambiti di autodeterminazione. Quanto alla gestione centralizzata dei titoli di Stato, i poteri assegnati al Ministro del tesoro potranno consentirne la trasformazione in una struttura privatistica, partecipata, organizzata e gestita direttamente dagli operatori.*

### ***Le società e il mercato***

Con riguardo alle discipline dell'informazione societaria, della sollecitazione del pubblico risparmio e delle offerte pubbliche, l'assetto normativo formatosi a partire dal 1974 e vigente fino all'1 luglio 1998, pur avendo certamente svolto una funzione positiva, ha dato risultati che lo stesso Parlamento, nel conferire la delega, ha giudicato non soddisfacenti.

*In particolare, la disciplina della sollecitazione e dell'informazione societaria è risultata talvolta troppo complessa e non sempre idonea a garantire la diffusione delle notizie realmente utili, soprattutto quando l'apparente centro di gestione della singola società non coincideva con quello di effettivo comando. Ugualmente complicata, e spesso inadeguata alle reali esigenze che l'avevano ispirata, è apparsa la normativa sulle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie.*

In materia di sollecitazione all'investimento, offerte pubbliche di acquisto e scambio e informazione societaria, le novità introdotte dal Testo unico semplificano la disciplina e consentono di concentrare gli obblighi sugli eventi societari di maggiore rilievo.

Un ruolo rilevante in questo senso è svolto dalla delegificazione. Il ricorso alla normativa secondaria consente maggiore flessibilità e attenzione continua alle esigenze del mercato e della competizione internazionale. La Consob è conseguentemente chiamata a realizzare in tempi brevi una regolamentazione efficace ma, nel contempo, snella e il meno possibile onerosa per i destinatari. Semplificazioni sono ad esempio possibili per gli adempimenti nei confronti della Consob e del pubblico o per la struttura e le modalità di controllo del prospetto informativo.

Tuttavia, va evidenziato un limite presente nella disciplina sulla sollecitazione all'investimento: il permanere dell'esenzione da obblighi informativi, semplificati e adatti alla particolarità degli strumenti, per le obbligazioni bancarie e per quei prodotti assicurativi che presentano problemi di tutela degli investitori analoghi a quelli posti dai fondi comuni d'investimento. Tale esenzione determina una situazione di disparità concorrenziale fra prodotti finanziari simili, il cui rilievo è accresciuto dalla sempre maggiore complessità dei criteri di calcolo

dei tassi d'interesse delle obbligazioni o delle rendite previste dalle polizze assicurative, spesso connessi all'andamento di mercati di strumenti finanziari o di indici su titoli trattati in tali mercati. Una componente significativa del rischio è dunque del tutto assimilabile a quella di strumenti altamente aleatori, come le opzioni o altri strumenti derivati.

*Un ulteriore limite, già precedentemente richiamato, è rappresentato dall'assenza del richiamo scritto come strumento sostitutivo delle sanzioni pecuniarie per sanzioni di minore gravità, nonostante questo fosse previsto dalla vigente normativa sull'informazione continua (art. 7 della legge 157/91).*

Per l'Opa obbligatoria le soluzioni adottate semplificano il sistema e lo adeguano alle normative degli altri paesi europei. Da quando la riforma sarà operativa, il confronto delle opinioni sulla disciplina dei trasferimenti del controllo non verterà più, come è accaduto per legge 149/92, sulle particolarità della normativa italiana rispetto alle scelte operate all'estero, ma su questioni analoghe a quelle da tempo dibattute in tutti i paesi che hanno scelto di dotarsi dello strumento dell'Opa obbligatoria - Francia e Gran Bretagna in particolare. Tali questioni riguardano la soglia fissa di partecipazione oltre la quale sorge l'obbligo di lanciare un'Opa successiva totalitaria, l'Opa preventiva come esimente, la rilevanza dell'azione di concerto, l'estensione delle ipotesi di esenzione, il rinvio alla sede regolamentare della definizione di ipotesi particolari.

Con le nuove disposizioni si è individuato un punto di equilibrio tra la contendibilità societaria, l'efficienza del mercato del controllo e la tutela degli azionisti di minoranza, la cui definizione dovrà essere completata dalla Consob in sede regolamentare. Spetterà poi al mercato esprimere un giudizio sulle soluzioni normative adottate ed evidenziarne, anche con le operazioni che verranno concretamente realizzate, punti di forza e di debolezza; il legislatore e l'Autorità di regolamentazione dovranno essere pronti a compiere gli eventuali interventi che saranno richiesti da modifiche del quadro di riferimento.

In materia di partecipazioni reciproche, il Testo unico conferma le soglie vigenti (2 per cento in società quotate e 10 per cento in società non quotate) ma introduce due significative innovazioni: l'estensione del divieto alle partecipazioni reciproche fra società appartenenti a gruppi diversi e la possibilità di assumere partecipazioni reciproche fino al 5 per cento con delibere assembleari delle due società interessate. Sono scelte che, da un lato, attenuano il rischio che una rete di partecipazioni reciproche crei un sistema di "proprietà circolare", dall'altro rendono possibile un limitato ricorso alle partecipazioni reciproche per realizzare collaborazioni fra imprese.

Fra le nuove disposizioni riguardanti il rapporto tra società e mercato possono infine segnalarsi l'applicabilità di parte degli obblighi informativi agli emittenti strumenti finanziari non quotati, ma diffusi fra il pubblico e la possibilità per le società quotate su mercati regolamentati europei ed extraeuropei di redigere un unico bilancio consolidato secondo criteri internazionalmente riconosciuti, che verranno fissati dal Ministro di grazia e giustizia su proposta della Consob.

*La prima scelta delinea, nei limiti consentiti dalla delega, uno "statuto" delle società facenti appello al pubblico risparmio che le avvicina, quanto meno per gli obblighi informativi, alle società quotate, facilitando l'avvicinamento dell'emittente alla quotazione, una esigenza importante del nostro sistema economico. La seconda scelta, coerente con un processo in corso in diversi paesi europei, consentirà agevoli comparazioni dei risultati fra emittenti di diversi paesi ed eviterà la duplicazione di costi e i rischi di confusione informativa oggi dovuti alla presenza di due diversi bilanci consolidati (uno secondo la disciplina nazionale, l'altro secondo la disciplina richiesta dal mercato estero).*

### **Il governo societario**

Nella seconda area di intervento del Testo unico, il governo societario e i relativi controlli; sono state apportate modifiche alla legislazione vigente finalizzate ad accrescere il ruolo nella vita societaria degli azionisti non di controllo e degli investitori istituzionali, nonché a migliorare la qualità dei controlli interni e limitare gli impedimenti alla contendibilità delle società.

Sui patti parasociali, le nuove regole "sostanziali", in materia di durata massima e diritto di recesso, anche in caso di Opa, sono volte a evitare che tali strumenti possano continuare a essere un ostacolo alla contendibilità del controllo societario. Sulla trasparenza dei patti la disciplina è analoga a quella preesistente, che andrà modificata soltanto al fine di semplificare gli adempimenti.

In materia di tutela delle minoranze azionarie l'insufficienza degli strumenti di tutela è stata a ragione considerata una delle cause della scarsa propensione dei risparmiatori verso l'investimento azionario. Le modifiche introdotte rappresentano uno dei punti qualificanti del Testo unico.

Alcuni dei poteri previsti sono rivolti agli amministratori, come la possibilità di chiedere la convocazione dell'assemblea da parte di azionisti che detengano il 10 per cento (e non più il 20 per cento) del capitale. Altri rendono più facilmente attivabile l'intervento giudiziario, come la possibilità per i detentori del 5 per cento (e non più del 10 per cento) del capitale di denunciare al tribunale gravi irregolarità di gestione o la possibilità (oggi del tutto esclusa) per la stessa minoranza qualificata di soci di promuovere l'azione sociale di responsabilità nei confronti degli amministratori e dei sindaci.

*Un rilevante mutamento alla vita interna delle società quotate sarà determinato dalla disciplina speciale, conforme al sistema francese, dei quorum deliberativi per le assemblee straordinarie, per le cui deliberazioni occorrerà il voto favorevole dei due terzi dei soci presenti in assemblea. La previsione rappresenta essenzialmente una forma di tutela delle minoranze, oltre che un incentivo alla partecipazione assembleare, rivolto agli azionisti che vogliono influire sulle decisioni sociali.*

Fra le modifiche apportate, la nuova disciplina delle deleghe di voto rappresenta un'importante innovazione rispetto al passato.

I rigidi limiti previsti dal codice civile per la rappresentanza in assemblea saranno superabili soltanto in presenza di sollecitazioni o raccolte di deleghe effettuate nel rispetto delle regole di trasparenza e correttezza presenti nella legge o nel regolamento Consob. Fra l'altro, la legge limita il ruolo di committente della sollecitazione ad azionisti che, anche congiuntamente, raggiungano una determinata partecipazione azionaria (1 per cento dei diritti di voto o il limite minore stabilito dalla Consob per le società di grandi dimensioni ad azionariato diffuso) e assegna un ruolo di rilievo in tale ipotesi agli intermediari, soggetti a speciali regole di correttezza, che entreranno materialmente in contatto con l'azionista. La raccolta di deleghe, senza preventiva pubblicazione di un prospetto e senza intervento di intermediari, è possibile soltanto nell'ambito di associazioni di azionisti con partecipazioni individuali molto ridotte. In questo contesto le deleghe di voto rappresentano un istituto che può ridurre i costi per l'azionista e incrementarne l'interesse a partecipare alle scelte strategiche della società.

La disciplina delle azioni di risparmio è stata modificata, rendendo le medesime strumenti finanziari utilizzabili in modo flessibile dalle società per raccogliere risparmio tra il pubblico.

La definizione dei privilegi patrimoniali è infatti lasciata all'autonomia statutaria, che è vincolata soltanto dalla necessità di stabilire i diritti spettanti agli azionisti di risparmio in caso di esclusione dalle negoziazioni e di rispettare le previsioni di legge in materia di rapporto fra capitale ordinario e capitale di risparmio, diritti di opzione, assemblea speciale e rappresentante comune. La capacità delle nuove norme di valorizzare il ruolo delle azioni di risparmio è conseguentemente rimessa alla creatività e all'effettivo interesse del mercato.

Possibili situazioni di inefficienza del controllo interno dovute alla confusione dei compiti e alla scarsa indipendenza dei sindaci dagli amministratori dovrebbero risultare contenute attraverso le disposizioni relative alla nuova configurazione dei poteri e doveri del collegio sindacale, l'attribuzione in via esclusiva alle società di revisione dei compiti di controllo contabile e alla nomina dei sindaci anche da parte delle minoranze, la precisazione dei compiti di controllo sull'amministrazione. È inoltre previsto un più stretto rapporto con la Consob, alla quale i sindaci sono tenuti a inoltrare segnalazioni e alla quale è attribuito il potere di denunciare al tribunale le gravi irregolarità eventualmente imputabili ai sindaci medesimi nell'esercizio dei loro compiti.

Sui compiti delle società di revisione la Consob, oltre a svolgere la propria attività di vigilanza, dovrà precisare le modalità di applicazione della revisione sulle società appartenenti al gruppo della quotata, comprese le eventuali ipotesi di esenzione, e dovrà predisporre, anche in via regolamentare, strumenti di vigilanza idonei a ridurre gli effetti negativi del venir meno dei poteri oggi previsti dal D.P.R. 136/75 sull'approvazione e la revoca dell'incarico di revisione.



La soppressione di tali poteri rischia comunque di indebolire l'attuale assetto della vigilanza, ostacolando una rapida rimozione di situazioni di conflitto d'interessi fra revisore e società quotata o di evidente inadeguatezza tecnica del revisore. In sostanza, l'Autorità di vigilanza, di fronte a situazioni di irregolarità esistenti sin dal momento costitutivo dell'incarico di revisione, non potrà intervenire direttamente con un provvedimento volto a rimuovere la situazione irregolare ma in tempi più lunghi e con atti diretti a sospendere dall'esercizio dell'attività il singolo revisore o la società di revisione.

*Il Testo unico, anche per i limiti della delega, non poteva costituire la sede per approntare una disciplina organica dei rapporti di gruppo. Sono peraltro presenti norme che riguardano il fenomeno dei gruppi in materie quali la trasparenza, il collegio sindacale, la revisione contabile. Il loro principio ispiratore è evitare che l'organizzazione d'impresa in forma di gruppo societario possa rivelarsi uno strumento per aggirare obblighi di trasparenza delle società quotate e doveri di sindaci e revisori. Lo strumento scelto è quello dell'attribuzione ad amministratori, sindaci e revisori delle società quotate di funzioni anche nei confronti delle controllate tali da configurare una sorta di "direzione unitaria" dell'informazione societaria. La concreta attuazione della disciplina consentirà di verificarne l'idoneità a raggiungere l'obiettivo auspicato di rendere neutrale la forma organizzativa del gruppo sotto il profilo informativo.*

### ***L'uso illecito dell'informazione***

Sull'uso illecito dell'informazione, abuso di informazioni privilegiate (*insider trading*) e aggrataggio su strumenti finanziari (manipolazione), le nuove norme presentano una riformulazione della fattispecie in senso meno restrittivo, un limitato ampliamento dei poteri di indagine della Consob e un diverso assetto del rapporto tra Consob e Autorità Giudiziaria.

La fattispecie sanzionata penalmente nella legge 157/91 e nelle normative di alcuni paesi (ad esempio Stati Uniti, Francia, Spagna), guardate con interesse da altri, è realizzata dalla sola violazione dell'obbligo di astenersi dall'operare da parte di chi sia in possesso di un'informazione riservata; nella nuova disciplina sarà invece necessario provare che questi abbia agito avvalendosi di tale informazione. La modifica apportata potrà determinare problemi applicativi, poiché risulterà più difficoltoso accertare il comportamento illecito.

I nuovi strumenti di indagine attribuiti alla Consob consistono nella possibilità di formulare richieste a chiunque sia ritenuto informato sui fatti e nel potere di acquisire informazioni presso l'anagrafe tributaria. L'incisività di tali poteri è peraltro ridotta dall'assenza di sanzioni in caso di inadempimento alle richieste Consob, che erano invece contemplate dalla normativa che verrà abrogata.

Nello "schema" di Testo unico sottoposto dal Governo al parere delle Commissioni parlamentari erano previsti poteri più incisivi, analoghi a quelli normalmente riscontrabili per indagini su casi di *insider trading* nei principali paesi esteri. La diversa estensione degli strumenti

di indagine può fra l'altro dar luogo a problemi nella stipulazione o nell'attuazione di accordi di cooperazione con le Autorità di altri paesi.

Le novità sul rapporto tra Autorità di controllo e Pubblico Ministero impongono alla Commissione di riferire sempre all'Autorità Giudiziaria sugli accertamenti svolti.

Nella nuova normativa non sono d'altra parte previste sanzioni amministrative pecuniarie che, opportunamente coordinate con le ipotesi penali, avrebbero potuto consentire una più efficiente repressione del fenomeno. La depenalizzazione totale o parziale delle ipotesi di *insider trading*, con la previsione di sanzioni amministrative pecuniarie rapidamente applicabili e fortemente deterrenti, appare l'obiettivo a cui pervenire in una prossima sede legislativa. L'occasione per tale intervento potrebbe essere l'auspicata prevista riforma generale delle società per azioni.

Tuttavia, per una efficace repressione dei fenomeni di *insider trading* e manipolazione dovrà comunque intervenire un cambiamento del costume e degli atteggiamenti degli operatori; anche la Consob si impegnerà in iniziative che favoriscano tale cambiamento.

Infine, va ricordato che l'*insider trading* è un fenomeno normalmente transfrontaliero e il suo contrasto richiede un elevato grado di cooperazione internazionale. La Consob ha già raggiunto accordi con le corrispondenti Autorità di altri paesi, ma esistono problemi che richiedono la collaborazione di tutte le istituzioni nazionali interessate, ad esempio per accogliere le istanze di reciprocità che vengono dagli stati esteri più evoluti e per superare il difetto di collaborazione degli stati esteri con i quali non esistono ancora accordi di cooperazione.

# ***APPENDICE***



## INDICE DELLE TAVOLE STATISTICHE

### *I LE SOCIETÀ QUOTATE E LA SOLLECITAZIONE DEL RISPARMIO*

Tav.	aI.1	Modifiche rilevanti dell'azionariato delle società quotate
»	aI.2	Ripartizione delle società per tipologia del soggetto controllante
»	aI.3	Partecipazione all'assemblea ordinaria per l'approvazione del bilancio 1996
»	aI.4	Patti di sindacato su società quotate
»	aI.5	Tipi di clausole presenti nei patti di sindacato
»	aI.6	Infrazioni agli obblighi informativi relativi alle società quotate
»	aI.7	Sanzioni pecuniarie ai sensi della legge 216/74
»	aI.8	Offerte pubbliche di acquisto realizzate nel 1997 su società quotate
»	aI.9	Adesioni alle offerte pubbliche di acquisto realizzate nel 1997 su società quotate
»	aI.10	Offerte finalizzate all'ammissione a quotazione sul mercato ufficiale
»	aI.11	Società ammesse a quotazione sul mercato ufficiale: destinatari delle offerte
»	aI.12	Società ammesse a quotazione sul mercato ufficiale: esiti delle offerte
»	aI.13	Tipologia delle delibere adottate dalle assemblee straordinarie
»	aI.14	Esiti delle crisi di società quotate
»	aI.15	Collocamento di azioni e obbligazioni convertibili di società italiane quotate in borsa
»	aI.16	Collocamento di titoli obbligazionari quotati in borsa
»	aI.17	Principali società privatizzate in borsa
»	aI.18	Cessioni di partecipazioni di società quotate a controllo pubblico tramite trattativa diretta e asta competitiva
»	aI.19	Offerte pubbliche di vendita, di sottoscrizione e acquisto su titoli non quotati realizzate nel 1997

### *II L'INFORMATIVA CONTABILE E LA REVISIONE DEI CONTI*

Tav.	aII.1	"Riconciliazione" dei conti consolidati di emittenti quotati - Principi contabili italiani e statunitensi
»	aII.2	Incarichi alle società di revisione
»	aII.3	Attività delle società di revisione sui bilanci dell'esercizio 1996
»	aII.4	Distribuzione degli incarichi alle società di revisione

### III I MERCATI REGOLAMENTATI

- Tav. aIII.1 Borsa valori: principali indicatori
- » aIII.2 Società quotate nella borsa italiana
  - » aIII.3 Borse valori internazionali
  - » aIII.4 Mercato italiano dei derivati - Attività di *market making* sul contratto MibO30 nel 1997
  - » aIII.5 Mercato italiano dei derivati - Indicatori di concentrazione dell'attività di negoziazione nel 1997
  - » aIII.6 Studi su società quotate in Italia
  - » aIII.7 Distribuzione degli studi su società quotate italiane per società e per autori
  - » aIII.8 Effetti delle crisi societarie sul listino
  - » aIII.9 Obblighi informativi su eventi di rilievo nell'andamento delle società

### IV L'ABUSO DI INFORMAZIONI RISERVATE E LA MANIPOLAZIONE

- Tav. aIV.1 Interventi della Consob in procedimenti penali in rappresentanza degli interessi lesi

### V L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE: GLI ANDAMENTI

- Tav. aV.1 Patrimoni gestiti dagli Oic nell'Unione Europea e negli Stati Uniti
- » aV.2 Struttura del mercato dei fondi mobiliari aperti in Italia: operatori di diritto nazionale
  - » aV.3 Struttura del mercato degli Oic in Italia: operatori di diritto estero
  - » aV.4 Patrimonio medio gestito e numero medio di fondi per società di gestione
  - » aV.5 Società di gestione e fondi gestiti
  - » aV.6 Concentrazione del mercato dei fondi comuni
  - » aV.7 Assetti proprietari delle società di gestione di fondi comuni
  - » aV.8 Negoziations per conto proprio e per conto terzi
  - » aV.9 Sim: negoziazione per conto proprio - Concentrazione
  - » aV.10 Sim: negoziazione per conto terzi - Concentrazione
  - » aV.11 Gestioni patrimoniali
  - » aV.12 Gestioni patrimoniali di Sim e banche
  - » aV.13 Collocamento con offerta fuori sede di strumenti finanziari
  - » aV.14 Offerta fuori sede del pubblico risparmio
  - » aV.15 Sim: iscrizioni e cancellazioni dall'albo
  - » aV.16 Intermediari iscritti per servizi di investimento autorizzati
  - » aV.17 Sim e società fiduciarie - Istanze presentate e delibere adottate
  - » aV.18 Distribuzione territoriale delle Sim

*VI L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE: LA VIGILANZA*

- Tav. aVI.1      Esposti ricevuti nel periodo 1995-1997 - Classificazione per soggetti, tipologia di servizio e oggetto di esposto
- » aVI.2      Attività ispettiva
  - » aVI.3      Accertamenti nei confronti degli intermediari mobiliari e dei promotori nel 1997
  - » aVI.4      Provvedimenti sanzionatori nei confronti dei promotori
  - » aVI.5      Promotori: nuove iscrizioni
  - » aVI.6      Provvedimenti di cancellazione dall'albo dei promotori

*VII IL CONTROLLO GIURISDIZIONALE*

- Tav. aVII.1      Ricorsi contro i provvedimenti della Consob e del Ministro del tesoro su proposta della Consob negli anni 1995-1997
- » aVII.2      Ricorsi al pretore contro le sanzioni amministrative pecuniarie negli anni 1995-1997
  - » aVII.3      Azioni contro la Consob per il risarcimento dei danni
  - » aVII.4      Ipotesi di reato segnalate dalla Consob all'Autorità giudiziaria penale

*VIII LA COOPERAZIONE INTERNAZIONALE*

- Tav. aVIII.1      Cooperazione internazionale

*IX L'AMMINISTRAZIONE DELLA CONSOB*

- Tav. aIX.1      Contributi "dal mercato" al finanziamento della Consob
- » aIX.2      Il personale
  - » aIX.3      Distribuzione del personale per qualifica e per unità organizzativa
  - » aIX.4      Richieste di documentazione e informazioni sull'attività della Consob
  - » aIX.5      Dati sull'attività della Consob





TAV. aI.1

**MODIFICHE RILEVANTI DELL'AZIONARIATO DELLE SOCIETÀ QUOTATE**

	1996	1997
MODIFICHE DI PARTECIPAZIONI IN SOCIETÀ QUOTATE <sup>1</sup>	1.248	1.085
MODIFICHE DI PARTECIPAZIONI DI SOCIETÀ QUOTATE <sup>1</sup>	4.531	3.769
NUMERO SOCIETÀ QUOTATE DI CUI È VARIATO L'AZIONARIATO	206	184
NUMERO AZIONISTI CHE HANNO VARIATO LE PARTECIPAZIONI	447	320
- DI CUI: NUMERO NUOVI AZIONISTI	122	121

Fonte: Comunicazioni ai sensi dell'art. 1/5 della legge 216/74. Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> Numero segnalazioni.

TAV. aI.2

**RIPARTIZIONE DELLE SOCIETÀ PER TIPOLOGIA DEL SOGGETTO CONTROLLANTE**  
 (SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

TIPOLOGIA DEL SOGGETTO CONTROLLANTE	1996		1997	
	NUMERO DI SOCIETÀ	PESO <sup>1</sup>	NUMERO DI SOCIETÀ	PESO <sup>1</sup>
PERSONA FISICA	45	6,4	43	5,3
BANCA	12	2,7	9	3,9
FONDAZIONI	5	3,6	5	2,3
ASSICURAZIONI	2	2,2	3	2,4
SOCIETÀ DI CAPITALI	54	15,1	55	28,1
SOGGETTO ESTERO	17	4,0	18	3,2
STATO	21	45,0	17	16,8
PATTO DI SINDACATO	26	4,8	27	6,3
<i>TOTALE CONTROLLATE</i>	<i>182</i>	<i>83,7</i>	<i>177</i>	<i>68,3</i>
NON CONTROLLATE	26	16,2	28	31,7
<i>TOTALE</i>	<i>208</i>	<i>100,0</i>	<i>205</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> In percentuale sulla capitalizzazione totale di borsa.

**PARTECIPAZIONE ALL'ASSEMBLEA ORDINARIA  
PER L'APPROVAZIONE DEL BILANCIO 1996**

SOCIETÀ	AZIONISTI DA LIBRO SOCI <sup>1</sup>	AZIONISTI PRESENTI IN ASSEMBLEA	CAPITALE SOCIALE RAPPRESENTATO <sup>2</sup>	INDICE DI CONCENTRAZIONE <sup>3</sup>
ALLEANZA ASSICURAZIONI	30.164	43	69,0	66,3
AMBROVENETO	38.200	69	72,5	59,8
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	169.997	1.289	22,3	9,2
BANCA DI ROMA	22.087	63	88,8	88,8
BANCA FIDEURAM	47.205	16	77,3	77,5
BANCA POPOLARE DI MILANO	115.871	2.821	2,5	4,5
BENETTON GROUP	8.900	13	71,8	73,3
COMPART	50.000	35	54,9	33,7
CREDITO ITALIANO	94.565	117	24,8	4,2
EDISON	12.085	20	63,4	61,3
ENI	....	1.068	72,2	69,1
FIAT	190.020	130	45,4	21,6
GENERALI	168.116	463	28,2	18,2
HPI	....	....	....	....
IMI	....	165	44,8	29,2
INA	207.157	564	50,7	40,4
IST. BANCARIO S. PAOLO TORINO	62.937	65	76,4	72,7
ITALGAS	55.000	40	48,2	46,6
LA FONDIARIA ASSICURAZIONI	23.650	56	55,8	51,3
MEDIASET	245.000	64	73,1	61,9
MEDIOBANCA	53.733	130	51,1	25,1
MONTEDISON	100.000	41	38,4	34,3
OLIVETTI	60.027	87	23,0	14,5
PARMALAT	12.678	54	53,1	55,7
PIRELLI	35.000	45	51,4	49,6
RAS	52.084	30	56,8	59,2
ROLO BANCA 1473	33.210	170	76,4	73,3
SAIPEM	2.100	15	66,2	68,5
TELECOM ITALIA	52.005	208	64,5	65,2
TIM	70.000	207	62,9	60,5

Fonte: Verbali assembleari <sup>1</sup> Per Credito Italiano, Generali e Ina, verbali assembleari; per le altre società, la fonte è il Taccuino dell'azionista 1997. <sup>2</sup> Valori in percentuale. <sup>3</sup> Somma delle quote dei primi 3 azionisti.

**PATTI DI SINDACATO SU SOCIETÀ QUOTATE**  
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 1997)

SOCIETÀ OGGETTO	TIPO PATTO	RILEVANZA SOGLIA OPA	SCADENZA	QUOTA SINDACATA <sup>1</sup>	NUMERO PARTECIPANTI
ACQUEDOTTO DE FERRARI GALLIERA SPA	BLOCCO	NO	01/07/2003	68,78	30
ACQUEDOTTO NICOLAY SPA	BLOCCO	SI	26/06/1999	50,22	2
	NOMINA AMMINISTRATORI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO				
AEDES SPA	BLOCCO	SI	12/05/1998	62,88	2
	NOMINA AMMINISTRATORI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO				
AUSILIARE SPA	UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	SI	INDEFINITA	81,25	5
AUTOGRILL SPA	BLOCCO	NO	31/12/2001	69,95	2
	NOMINA AMMINISTRATORI				
AUTOGRILL SPA	BLOCCO	NO	31/12/2000	50,00	3
	VOTO				
	NOMINA AMMINISTRATORI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO				
BANCA AGRICOLA MANTOVANA SCRL	CONSULTAZIONE	NO	31/12/2100	0,00	4
BANCA CARIGE	BLOCCO	NO	30.06.2004	5,99	2
	NOMINA				
BANCA COMMERCIALE ITALIANA SPA <sup>2</sup>	CONSULTAZIONE	NO	30/06/2000	0,02	112
	VOTO				
BANCA COMMERCIALE ITALIANA SPA <sup>2</sup>	CONSULTAZIONE	NO	30/05/1998	0,21	952
	VOTO				
BANCA DI ROMA SPA	BLOCCO	NO	31/12/2000	22,05	2 <sup>3</sup>
	VOTO				
	NOMINA AMMINISTRATORI				
BANCA INTERMOBILIARE DI INVESTIMENTI SPA	BLOCCO	NO	24/06/2002	50,10	2
BANCA POPOLARE DI CREMA SCRL	CONSULTAZIONE	NO	INDEFINITA	0,00	637
BANCA POPOLARE DI CREMONA SCRL	BLOCCO	NO	27/03/2000	0,54	999
BANCA POPOLARE DI SPOLETO SPA	VOTO	SI	INDEFINITA	76,60	2
	NOMINA AMMINISTRATORI				
BANCA SAN PAOLO DI BRESCIA SPA	BLOCCO	SI	30/06/1998	50,14	250
	UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO				
BANCO AMBROSIANO VENETO SPA	BLOCCO	SI	31/12/2002	69,49	8
	VOTO				
BANCO DI NAPOLI SPA	BLOCCO	NO	INDEFINITA	7,00	2

Fonte: Comunicazioni ai sensi dell'art. 10, comma 4 della legge 149/92. Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> Valori in percentuale del capitale ordinario. <sup>2</sup> Accordi tra dipendenti. <sup>3</sup> Si tratta di accordi "stellari" stipulati in occasione delle offerte pubbliche di vendita realizzate nell'ambito del processo di privatizzazione, tra il venditore e gli azionisti stabili.

- SEGUE -

RELAZIONE PER L'ANNO 1997

- SEGUE Tav. al.4 -

SOCIETÀ OGGETTO	TIPO PATTO	RILEVANZA SOGLIA OPA	SCADENZA	QUOTA SINDACATA	NUMERO PARTECIPANTI
BULGARI SPA	BLOCCO VOTO NOMINA AMMINISTRATORI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	SI	17/07/2000	55,59	3
CAB CREDITO AGRARIO BRESCIANO SPA	BLOCCO VOTO	NO	30/06/1999	52,82	100
CARRARO SPA	NOMINA AMMINISTRATORI	NO	31/12/1998	57,28	4
CEMENTERIA DI AUGUSTA SPA	NOMINA AMMINISTRATORI	NO	31/12/2004	68,81	2
CEMENTERIA DI BARLETTA SPA	NOMINA AMMINISTRATORI	NO	31/12/2004	84,38	2
COFIDE SPA	BLOCCO VOTO	SI	30/06/2000	48,99	8
CONDOTTE D'ACQUA	BLOCCO CONSULTAZIONE NOMINA AMMINISTRATORI	NO	30/06/1999	95,76	2
CREDITO FONDIARIO E INDUSTRIALE SPA	BLOCCO VOTO	SI	31/03/1999	52,60	2
CREDITO ITALIANO SPA <sup>2</sup>	CONSULTAZIONE VOTO	NO	01/03/2014	0,26	691
CREDITO ITALIANO SPA <sup>2</sup>	CONSULTAZIONE	NO	INDEFINITA	0,00	21
CSP SPA	BLOCCO VOTO	SI	31/12/2000	50,20	7
DEROMA HOLDING SPA	BLOCCO CONSULTAZIONE NOMINA AMMINISTRATORI	SI	31/12/1998	51,41	83
ESAOTE SPA	BLOCCO	NO	24/06/1999	23,75	25
FALCK SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	SI	31/12/2000	38,25	36
FIAT SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	NO	30/06/1999	30,19	4
FIAT SPA	BLOCCO	NO	INDEFINITA	2,22	2
FINARTE CASA D'ASTE SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	SI	31/12/1998	45,62	12
FINREX SPA	NOMINA AMMINISTRATORI	NO	INDEFINITA	100,00	2
FRETTE SPA	BLOCCO	NO	19/02/1999	43,42	11

- SEGUE -

APPENDICE

- SEGUE Tav. al.4 -

SOCIETÀ OGGETTO	TIPO PATTO	RILEVANZA SOGLIA OPA	SCADENZA	QUOTA SINDACATA	NUMERO PARTECIPANTI
GEMINA SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	SI	31/12/2000	43,43	10
GENERALI SPA	BLOCCO CONSULTAZIONE	NO	31/12/2001	10,74	2
GILDEMEISTER ITALIANA SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI	NO	30/06/2000	49,93	5
GIM SPA	BLOCCO UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	SI	31/12/2000	44,16	10
GIOVANNI CRESPI SPA	BLOCCO VOTO	SI	11/09/1998	49,18	6
HOLDING DI PARTECIPAZIONI IN- DUSTRIALI SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	SI	31/12/2001	45,34	12
IMI SPA	BLOCCO	NO	01/07/1998	12,02	3 <sup>3</sup>
IMPREGILO SPA	BLOCCO	NO	INDEFINITA	20,20	8
INA SPA	BLOCCO	NO	29/09/1998	17,56	13 <sup>3</sup>
ISTIT. BANCARIO S.PAOLO DI TORI- NO SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI	NO	31/12/2000	24,00	8 <sup>3</sup>
ITTIERRE HOLDING SPA <sup>4</sup>	BLOCCO	NO	10/09/2002	0,8	3
ITTIERRE HOLDING SPA <sup>4</sup>	BLOCCO	NO	13/10/2000	0,6	273
LA DORIA SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	SI	30/06/2000	70,00	8
LA GAIANA SPA	BLOCCO UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	SI	31/12/1999	75,59	4
LA RINASCENTE SPA	NOMINA AMMINISTRATORI	NO	06/05/2002	40,50	2
LOCAT SPA	BLOCCO	NO	30/06/1999	92,69	6
LOCAT SPA	BLOCCO VOTO NOMINA AMMINISTRATORI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	NO	18/12/2002	78,83	2
LOGITALIA GESTIONI SPA	NOMINA AMMINISTRATORI	NO	INDEFINITA	100,00	2

<sup>4</sup> Accordo stipulato tra PA Investments sa (azionista di controllo) e alcuni dipendenti.

- SEGUE -

RELAZIONE PER L'ANNO 1997

- SEGUE Tav. al.4 -

SOCIETÀ OGGETTO	TIPO PATTO	RILEVANZA SOGLIA OPA	SCADENZA	QUOTA SINDACATA	NUMERO PARTECIPANTI
MANULI RUBBER INDUSTRIES SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	SI	31/12/2000	40,00	6
MARANGONI SPA	BLOCCO VOTO	SI	30/06/1998	58,99	4
MEDIASET SPA	BLOCCO	NO	INDEFINITA	53,60	2
MEDIASET SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI	NO	INDEFINITA	66,00	4
MEDIASET SPA	NOMINA AMMINISTRATORI	NO	INDEFINITA	57,00	8
MEDIOBANCA SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	SI	30/06/2001	50,00	27
MEDIOLANUM SPA	BLOCCO VOTO	SI	31/12/2005	51,00	4
MEDIOLANUM SPA	BLOCCO VOTO	NO	31/12/2007	34,32	3
MILANO ASSICURAZIONI SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI	NO	31/12/1998	76,40	2
NECCHI SPA	BLOCCO VOTO	SI	30/09/1999	38,32	5
PIRELLI & C. ACCOMANDITA PER AZIONI	BLOCCO UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	SI	31/12/1998	48,82	11
PREMUDA SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI	SI	31/12/1998	39,50	5
RENO DE MEDICI SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI	NO	30/09/2002	37,25	3
RENO DE MEDICI SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI	NO	14/12/2012	33,83	2
RENO DE MEDICI SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	SI	14/12/2002	56,98	3
RIVA FINANZIARIA SPA	BLOCCO VOTO	SI	31/03/1998	41,33	26
ROLAND EUROPE SPA	BLOCCO VOTO	NO	30/04/1998	69,37	6
ROLO BANCA 1473 SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI	NO	31/12/2003	72,99	5
SAES GETTERS SPA	BLOCCO UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	SI	31/12/1999	67,37	24

- SEGUE -

- SEGUE Tav. aI.4 -

SOCIETÀ OGGETTO	TIPO PATTO	RILEVANZA SOGLIA OPA	SCADENZA	QUOTA SINDACATA	NUMERO PARTECIPANTI
SAI SPA	BLOCCO CONSULTAZIONE	NO	31/12/1997	52,50	2
SAVINO DEL BENE SPA	BLOCCO VOTO	SI	31/12/1998	48,27	8
SIRTI SPA	BLOCCO VOTO	SI	06/05/2001	52,00	3
SMI SPA	BLOCCO	NO	31/12/1998	47,26	5
TELECOM ITALIA SPA	BLOCCO	NO	31/12/2000	9,02	14 <sup>3</sup>
TELECOM ITALIA SPA <sup>2</sup>	CONSULTAZIONE	NO	31/12/2050	0,00	252
UNICEM SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI	NO	31/12/2004	50,49	2

TAV. aI.5

**TIPI DI CLAUSOLE PRESENTI NEI PATTI DI SINDACATO**  
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 1997 - VALORI IN PERCENTUALE)

TIPO DI CLAUSOLA	NUMERO PATTI	CAPITALE SOCIALE SINDACATO <sup>1</sup>	CAPITALE SOCIALE SINDACATO <sup>2</sup>	CAPITALE DELLE SOCIETÀ SU CUI ESISTE LA CLAUSOLA <sup>2</sup>
BLOCCO	57	46,9	11,8	46,3
CONSULTAZIONE	9	49,7	1,3	7,7
NOMINA	33	56,2	6,7	16,0
UNIFORMITÀ	29	53,6	5,0	10,8
VOTO	17	53,8	2,9	5,7

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> Dati medi. <sup>2</sup> 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	
	1996	1997	1996	1997	1996	1997
<i>AZIONARIATO DELLE SOCIETÀ QUOTATE</i>						
RITARDO INFERIORE A 30 GG.	10	20	10	20	9	15
RITARDO SUPERIORE A 30 GG.	27	12	22	11	20	9
OMESSA COMUNICAZIONE	21	6	18	6	17	4
FALSA COMUNICAZIONE	--	--	--	--	--	--
<i>POSSESSI DELLE SOCIETÀ QUOTATE</i>						
RITARDO INFERIORE A 30 GG.	20	14	12	9	29	11
RITARDO SUPERIORE A 30 GG.	21	3	8	3	21	3
OMESSA COMUNICAZIONE	--	6	--	1	--	6
FALSA COMUNICAZIONE	--	--	--	--	--	--
<i>PARTECIPAZIONI ESPONENTI SOCIALI NELLE SOCIETÀ QUOTATE</i>						
RITARDO INFERIORE A 30 GG.	--	--	--	--	--	--
RITARDO SUPERIORE A 30 GG.	2	--	2	--	2	--
OMESSA COMUNICAZIONE	--	--	--	--	--	--
FALSA COMUNICAZIONE	--	--	--	--	--	--
<i>COMPENSI DEGLI ESPONENTI SOCIALI DELLE SOCIETÀ QUOTATE</i>						
RITARDO INFERIORE A 30 GG.	--	6	--	6	--	6
RITARDO SUPERIORE A 30 GG.	2	--	2	--	2	--
OMESSA COMUNICAZIONE	55	20	55	19	36	18
FALSA COMUNICAZIONE	--	--	--	--	--	--



**SANZIONI PECUNIARIE AI SENSI DELLA LEGGE 216/74**

NUMERO ILLECITI

	TOTALE		CON PAGAMENTO IN MISURA RIDOTTA <sup>1</sup>	
	1996	1997	1996	1997
EX ART. 1/5 <i>QUINQUIES</i> (RITARDO COMUNICAZIONI ART. 5)	30	34	15	27
EX ART. 1/17 (RITARDO COMUNICAZIONI VARIAZIONI PARTECIPAZIONI E COMPENSI)	10	6	9	4
EX ART. 1/18 (VIOLAZIONE DELLA DISCIPLINA DELLA SOLLECITAZIONE AL PUBBLICO RISPARMIO)	2	--	--	--

Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> Il soggetto a cui è contestato un illecito può optare per il pagamento in misura ridotta più le spese di notifica.

**OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO REALIZZATE NEL 1997 SU SOCIETÀ QUOTATE**

SOCIETÀ OFFERENTE	AZIONI OGGETTO DELL'OFFERTA	NATURA DELLA OFFERTA	DURATA OFFERTA	PREZZO OFFERTO <sup>1</sup> (LIRE)	AZIONI RICHIESTE <sup>2</sup>
S. SIRIO	TRENNO ORD	SUCCESSIVA	07.01-31.01	3.220	32,0
SAB WABCO	WESTINGHOUSE ORD	RESIDUALE	27.01-14.02	3.180	5,3
COTONIFICIO HONEGGER	TEXMANTOVA ORD	SUCCESSIVA	12.02-14.03	630	20,7
BENFIN	CALZATURIFICIO VARESE ORD	RESIDUALE	24.03-15.04	310	3,0
G. & A. MONTANARI & CO SPA	NAVIGAZIONE ALTA ITALIA ORD	SUCCESSIVA	25.03-18.04	166	40,7
OI ITALIA	AVIR ORD	SUCCESSIVA	08.04-22.05	20.932	21,1
LUTRIX	LA MAGONA D'ITALIA ORD	RESIDUALE	21.04-16.05	8.475	8,3
AIRTOURS PLC/CARNIVAL CORP.	COSTA CROCIERE ORD	PREVENTIVA	16.05-06.06	3.875	69,2
	COSTA CORCIERE RNC			2.500	100,0
	COSTA CROCIERE WARR			285	99,96
SOFID	SERFI ORD	VOLONTARIA	19.05-06.06	9.000	31,9
CIR	SASIB ORD	VOLONTARIA	11.06-01.07	5.800	44,9
	SASIB RNC			3.400	98,5
	SASIB OBBL. CONV.			3.400	100,0
FINANZIARIA INGHIRAMI	CANTONI ITC ORD	VOLONTARIA	23.06-01.08	2.300	14,8
	CANTONI ITC RNC			2.300	87,8
BCA ANTONIANI POP. VENETA	INTERBANCA ORD	SUCCESSIVA	07.07-25.07	56.335	1,9
	INTERBANCA PRIV			34.110	7,3
TEKNECOMP HLDING INTERNAT.	SANTAVALERIA ORD	SUCCESSIVA	09.07-29.07	126	4,3
	SANTAVALERIA RNC			87	100,0
RIMORCHIATORI RIUNITI	ACQ. DE FER. GALLIERA ORD	INCREMENTALE	29.07-19.08	6.000	3,7
ITALMOBILIARE	FRANCO TOSI ORD	VOLONTARIA	11.08-05.09	17.000	37,5
CENTROBANCA	ITALFONDIARIO ORD	PREVENTIVA	18.08-12.09	36.000	27,0
FININVEST	STANDA ORD	VOLONTARIA	26.08-19.09	20.000	19,3
	STANDA RNC			5.600	72,8
OI ITALIA	AVIR ORD	RESIDUALE	20.10-07.11	20.475	1,2
INTEK HOLDING INTERNATIONAL	SANTAVALERIA ORD	RESIDUALE	28.11-19.12	230	2,6
	SANTAVALERIA RNC			155	12,1
BCA POP. VERONA	CREDITO BERGAMASCO ORD	SUCCESSIVA	02.12-23.12	35.400	43,2
AIRTOURS - CARNIVAL	COSTA CROCIERE ORD	RESIDUALE	15.12-08.01	4.365	1,7
	COSTA CROCIERE RNC			3.810	6,7
	COSTA CROCIERE WARR			560	53,2
FINANZIARIA INGHIRAMI	CANTONI ITC ORD	RESIDUALE	15.12-09.01	3.130	1,8
	CANTONI ITC RNC			3.130	13,4
SOGEFI	REJNA ORD	RESIDUALE	22.12-22.01	16.715	2,3
	REJNA RNC			11.760	2,1

Fonte: Documenti d'offerta. <sup>1</sup> Prezzo offerto per azione. <sup>2</sup> In percentuale del capitale sociale.

**ADESIONI ALLE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO  
REALIZZATE NEL 1997 SU SOCIETÀ QUOTATE**

SOCIETÀ OFFERENTE	AZIONI OGGETTO DELL'OFFERTA	TITOLI ACQUISTATI <sup>1</sup>	QUOTA POSSEDUTA DALL'OFFERENTE <sup>2</sup>	VALORE OFFERTA <sup>3</sup>
S. SIRIO	TRENNO ORD	75,2	92,1	42,6
SAB WABCO	WESTINGHOUSE ORD	25,1	96,0	0,3
COTONIFICIO HONEGGER	TEXMANTOVA ORD	7,0	80,8	0,2
BENFIN	CALZATURIFICIO VARESE ORD	51,5	98,5	0,7
G. & A. MONTANARI & CO SPA	NAVIGAZIONE ALTA ITALIA ORD	1,1	59,7	0,1
OI ITALIA	AVIR ORD	94,3	98,8	175,1
LUTRIX	LA MAGONA D'ITALIA ORD	95,5	99,6	10,7
AIRTOURS PLC/CARNIVAL CORP.	COSTA CROCIERE ORD	97,4	67,5	251,1
	COSTA CROCIERE RNC	93,1	93,1	63,3
	COSTA CROCIERE WARR	46,8	46,8	7,0
SOFID	SERFI ORD	61,7	87,8	51,1
CIR	SASIB ORD	82,9	92,3	181,3
	SASIB RNC	96,7	94,3	213,6
	SASIB OBBL. CONV.	58,8	70,3	21,0
FINANZIARIA INGHIRAMI	CANTONI ITC ORD	85,8	97,9	13,8
	CANTONI ITC RNC	82,1	84,3	1,1
BCA ANTONIANI POP. VENETA	INTERBANCA ORD	87,1	52,7	6,8
	INTERBANCA PRIV	86,3	57,4	13,7
TEKNECOMP HLDING INTERNAT.	SANTAVALERIA ORD	38,9	97,4	0,3
	SANTAVALERIA RNC	87,9	87,9	8,3
RIMORCHIATORI RIUNITI	ACQ. DE FER. GALLIERA ORD	170,6	21,3	8,5
ITALMOBILIARE	FRANCO TOSI ORD	90,7	96,5	145,7
CENTROBANCA	ITALFONDIARIO ORD	100,0	51,6	131,2
FININVEST	STANDA ORD	89,0	97,9	95,3
	STANDA RNC	80,9	86,1	30,3
OI ITALIA	AVIR ORD	75,2	99,7	7,8
INTEK HOLDING INTERNATIONAL	SANTAVALERIA ORD	69,4	99,2	0,7
	SANTAVALERIA RNC	25,3	91,0	0,5
BCA POP. VERONA	CREDITO BERGAMASCO ORD	51,0	78,9	481,8
AIRTOURS - CARNIVAL	COSTA CROCIERE ORD	87,6	99,8	6,4
	COSTA CROCIERE RNC	84,4	99,0	5,9
	COSTA CROCIERE WARR	98,3	99,0	15,4
FINANZIARIA INGHIRAMI	CANTONI ITC ORD	66,4	99,4	1,7
	CANTONI ITC RNC	98,1	99,8	0,3
SOGEFI	REJNA ORD	87,2	99,7	2,7
	REJNA RNC	87,2	99,7	..

Fonte: Avvisi della Borsa Italiana Spa. <sup>1</sup> In percentuale dei titoli richiesti. <sup>2</sup> Dopo l'Opa, in percentuale del capitale sociale. <sup>3</sup> Valori in miliardi di lire, calcolati sulla base del numero dei titoli effettivamente acquistati.

**OFFERTE FINALIZZATE ALL'AMMISSIONE A QUOTAZIONE SUL MERCATO UFFICIALE**

SOCIETÀ	CAPITALIZZAZIONE PRIMA DELL'OFFERTA <sup>1</sup> (MILIARDI DI LIRE)	OFFERTA (MILIARDI DI LIRE)		OFFERTA TOTALE <sup>2</sup>
		DI SOTTOSCRIZIONE	DI VENDITA	
		1995	43.832,7	
1996	10.746,0	1.395,9	1.829,7	26,6
1997	4.116,8	439,6	1.174,1	35,4
ARQUATI	65,8	25,7	4,1	32,5
DEROMA	160,0	56,0	--	25,9
CEMBRE	69,6	28,8	--	29,3
CSP	330,0	37,5	106,4	39,1
AEROPORTI DI ROMA	1.320,0	--	594,0	45,0
ERG	732,0	132,0	150,9	32,7
IDRA PRESSE	43,0	21,5	10,5	49,7
ITTIERRE HOLDING	900,5	59,4	209,5	28,0
MANULI RUBBER INTERNATIONAL	452,7	67,9	79,0	28,2
SADI	43,2	10,8	19,7	56,4

Fonte: Consob. <sup>1</sup> La capitalizzazione è calcolata al prezzo di offerta. <sup>2</sup> Misurata in rapporto alla capitalizzazione dopo l'offerta. Valori in percentuale.

**SOCIETÀ AMMESSE A QUOTAZIONE SUL MERCATO UFFICIALE: DESTINATARI DELLE OFFERTE<sup>1</sup>**  
(VALORI IN PERCENTUALE)

SOCIETÀ	PUBBLICO	INVESTITORI ISTITUZIONALI
<i>1995<sup>2</sup></i>	42,3	57,7
<i>1996<sup>2</sup></i>	40,5	59,5
<i>1997<sup>2</sup></i>	31,4	68,6
ARQUATI	29,6	70,4
DEROMA	31,3	68,8
CEMBRE	59,8	40,2
CSP	25,7	74,3
AEROPORTI DI ROMA	36,4	63,6
ERG	21,7	78,3
IDRA PRESSE	40,3	59,7
ITTIERRE HOLDING	26,8	73,2
MANULI RUBBER INTERNATIONAL	30,0	70,0
SADI	62,1	37,9

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Risultati delle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione. <sup>2</sup> Dati ponderati per il valore delle offerte

**SOCIETÀ AMMESSE A QUOTAZIONE SUL MERCATO UFFICIALE: ESITI DELLE OFFERTE**

SOCIETÀ	RAPPORTO DOMANDA/OFFERTA		OFFERTA ESTERA <sup>1</sup>
	OFFERTA PUBBLICA	OFFERTA ISTITUZIONALE	
<i>1995</i> <sup>2</sup>	3,3	6,8	42,1
<i>1996</i> <sup>2</sup>	4,0	5,9	35,2
<i>1997</i> <sup>2</sup>	9,2	9,4	44,1
ARQUATI	10,4	2,6	32,1
DEROMA	13,0	7,3	51,6
CEMBRE	3,2	3,8	15,5
CSP	2,7	--	71,9
AEROPORTI DI ROMA	9,7	20,0	39,9
ERG	22,9	4,8	55,7
IDRA PRESSE	5,0	2,5	24,6
ITTIERRE HOLDING	6,0	10,2	43,1
MANULI RUBBER INTERNATIONAL	4,5	7,8	47,1
SADI	1,5	2,5	10,0

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Rivolta ad investitori istituzionali esteri; rapporto con l'offerta totale. Valori in percentuale. <sup>2</sup> Dati ponderati per il valore delle offerte.

## TIPOLOGIA DELLE DELIBERE ADOTTATE DALLE ASSEMBLEE STRAORDINARIE

OGGETTO	NUMERO DELIBERE			
	1994	1995	1996	1997
FUSIONI	27	37	33	47
SCISSIONI	1	3	2	--
EMISSIONI DI OBBLIGAZIONI	13	2	1	11
EMISSIONI DI OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI	9	5	--	3
OPERAZIONI SUL CAPITALE <sup>1</sup>	52	26	16	31
MODIFICHE OGGETTO SOCIALE O DENOMINAZIONE SOCIALE	10	10	15	11
<i>TOTALE</i>	<i>112</i>	<i>83</i>	<i>67</i>	<i>103</i>

Fonte: Documenti informativi. <sup>1</sup> Il dato tiene conto delle deliberazioni assunte dai consigli di amministrazione a seguito della delega di cui all'art. 2443 c.c..

## ESITI DELLE CRISI DI SOCIETÀ QUOTATE

TIPOLOGIA	1995	1996	1997	TOTALE
SOLUZIONI STRAGIUDIZIALI	1	1	1	3
PROCEDURE CONCURSUALI <sup>1</sup>	3	--	--	3
AMMINISTRAZIONE STRAORDINARIA	1	--	--	1
ALTRE SOLUZIONI <sup>2</sup>	--	1	--	1
<i>TOTALE</i>	<i>5</i>	<i>2</i>	<i>1</i>	<i>8</i>

Fonte: Consob e Taccuino dell'azionista. Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> Sono inclusi i procedimenti di amministrazione controllata, concordato preventivo, liquidazione coatta amministrativa e fallimento. <sup>2</sup> Sono incluse le ristrutturazioni e le cessioni del pacchetto di controllo.

TAV. aI.15

**COLLOCAMENTO DI AZIONI E OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI  
DI SOCIETÀ ITALIANE QUOTATE IN BORSA**

(VALORI IN MILIARDI DI LIRE)

TIPOLOGIA DELL'OFFERTA	EMISSIONI DI NUOVI TITOLI		OFFERTE DI TITOLI GIÀ IN CIRCOLAZIONE		TOTALE	
	1996	1997	1996	1997	1996	1997
PUBBLICA	998,5	2.171,6	4.535,6	22.491,6	5.534,1	24.663,2
RISERVATA AI DIPENDENTI	49,0	201,5	582,2	2.688,9	631,2	2.890,4
RISERVATA AGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI	374,3	438,1	5.741,8	10.499,0	6.116,2	10.937,1
RISERVATA AGLI AZIONISTI	3.043,5	7.644,4	6,7	--	3.050,2	7.644,4
<i>TOTALE</i>	<i>4.465,2</i>	<i>10.455,6</i>	<i>10.866,4</i>	<i>35.679,5</i>	<i>15.331,6</i>	<i>46.135,1</i>
<i>NUMERO OPERAZIONI</i>	<i>17</i>	<i>21</i>	<i>13</i>	<i>12</i>	<i>30</i>	<i>33</i>

Fonte: Prospetti, documenti informativi e avvisi della Borsa Italiana Spa. Si veda la sezione Note metodologiche.

TAV. aI.16

**COLLOCAMENTO DI TITOLI OBBLIGAZIONARI QUOTATI IN BORSA**

(VALORI IN MILIARDI DI LIRE)

TIPOLOGIA DELL'OFFERTA	1996	1997
PUBBLICA	12.726,8	13.028,2
RISERVATA AI DIPENDENTI	--	--
RISERVATA AGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI	477,7	--
RISERVATA AGLI AZIONISTI	20,9	--
<i>TOTALE</i>	<i>13.225,4</i>	<i>13.028,2</i>
<i>DI CUI EMISSIONI BANCARIE</i>	<i>8.875,4</i>	<i>12.514,2</i>
<i>NUMERO OPERAZIONI</i>	<i>35</i>	<i>28</i>

Fonte: Prospetti, documenti informativi e avvisi della Borsa Italiana Spa. Si veda la sezione Note metodologiche.



**PRINCIPALI SOCIETÀ PRIVATIZZATE IN BORSA**  
(VALORI RELATIVI AL 1997)

AZIONI ORDINARIE	CAPITALIZZAZIONE		SCAMBI		RAPPORTO DI TURNOVER <sup>5</sup>	QUOTA DEL MERCATO <sup>6</sup>		RAPPORTO DI TURNOVER <sup>7</sup>
	MLD. <sup>1</sup>	% <sup>2</sup>	MLD. <sup>3</sup>	% <sup>4</sup>		MLD.	%	
CREDIT	15.697	2,6	12.839	3,8	138,9	12.715	80,2	101,0
COMIT	10.856	1,8	10.185	3,0	134,1	8.685	80,4	117,3
IMI	12.585	2,1	6.889	2,0	69,6	8.558	67,8	80,5
INA	14.472	2,4	8.249	2,4	78,9	7.980	55,2	103,4
ENI	80.904	13,5	38.262	11,3	49,9	38.834	48,5	98,5
S. PAOLO	13.849	2,3	7.690	2,3	72,1	7.894	56,6	97,4
TELECOM	59.010	9,8	36.255	10,7	69,4	51.929	88,3	69,8
BANCA DI ROMA	9.320	1,6	3.154	0,9	39,1	4.567	48,6	69,1

Fonte: Borsa Italiana Spa e Consob. <sup>1</sup> Dati al 31 dicembre 1997. <sup>2</sup> In rapporto alla capitalizzazione totale. <sup>3</sup> Scambi nell'anno di ciascun titolo. <sup>4</sup> In rapporto agli scambi totali. <sup>5</sup> Rapporto percentuale tra il controvalore degli scambi e capitalizzazione media. <sup>6</sup> Quota del capitale votante non posseduta da azionisti rilevanti ai sensi dell'art. 1/5 della legge 216/74. Le partecipazioni degli Oicr, anche se rilevanti, sono incluse nella quota del mercato. <sup>7</sup> Rapporto percentuale tra il controvalore degli scambi e la quota del mercato.

**CESSIONI DI PARTECIPAZIONI DI SOCIETÀ QUOTATE A CONTROLLO PUBBLICO  
TRAMITE TRATTATIVA DIRETTA E ASTA COMPETITIVA**

SOCIETÀ	ACQUIRENTE	DATA DI COMPLETAMENTO DELLA CESSIONE	QUOTA CEDUTA <sup>1</sup>	CONTROVALORE COMPLESSIVO <sup>2</sup>	DATA DELL'OPA SUCCESSIVA <sup>3</sup>
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	GEN. ELECTRIC 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	1.200	—
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	1.687	—
DALMINE	TECHINT SIDERCA	27.02.96	84,1	302	9.04.96
SEAT	ABN-AMRO BAIN CAPITAL COMIT BC PARTNERS CVC CAPITAL PARTNER INVESTITORI ASS. DE AGOSTINI SOFIPA	25.11.97	61,3 <sup>4</sup>	1.643	—

Fonte: Consob e Ministero del tesoro, Relazione al Parlamento. Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> In percentuale sul capitale ordinario. <sup>2</sup> Valori in miliardi di lire. <sup>3</sup> Data di inizio dell'Opa. <sup>4</sup> La cessione ha riguardato anche lo 0,8 per cento del capitale rappresentato da azioni di risparmio.

- SEGUE -

APPENDICE

- SEGUE TAV. aI.18 -

SOCIETÀ	ACQUIRENTE	DATA DI COMPLETAMENTO DELLA CESSIONE	QUOTA CEDUTA	CONTROVALORE COMPLESSIVO	DATA DELL'OPA SUCCESSIVA
BANCO DI NAPOLI	INA-BNL	11.06.97	60,0	62	—
SAN PAOLO <sup>5</sup>	IFI/IFIL IMI BANCO SANTANDER REALE MUTUA ASSIC. MONTE PASCHI KREDIETBANK	23.04.97	19,0	1.150	—
	ALTRI <sup>6</sup> (INA, HDI, CREDIT LOC. FRANCE, CREDIT COMM. BELGIQUE)	24.04.97	3,0	260	
TELECOM <sup>5</sup>	AT&T UNISOURCE IMI CREDIT CREDIT SUISSE ASS. GENERALI COMPAGNIA S.PAOLO IFIL COMIT MONTE PASCHI FONDAZ. CARIPLO INA ALLEANZA ASS. ROLO BANCA	29-30.09.97	9,0	3.950 <sup>7</sup>	—
	TORO <sup>8</sup>	09.12.97	4,1	300	—
BANCO DI ROMA <sup>5</sup>	ALTRI <sup>6</sup>	09.12.97	15,1	1.236,8	

<sup>5</sup> La data è relativa alla stipula dell'accordo. Dati riferiti al nucleo stabile. <sup>6</sup> Azionisti non facenti parte del nucleo stabile. <sup>7</sup> Il dato non comprende il corrispettivo della vendita dell'1,2 per cento di azioni ordinarie ciascuno ad AT&T e Unisource, subordinata alla conclusione di alleanze strategiche con Telecom. <sup>8</sup> Il dato non include la cessione di obbligazioni convertibili per 333 miliardi.

**OFFERTE PUBBLICHE DI VENDITA, DI SOTTOSCRIZIONE E ACQUISTO  
SU TITOLI NON QUOTATI REALIZZATE NEL 1997**

TIPO	PROPONENTE	SOCIETÀ EMITTENTE	TIPO TITOLI	NUMERO TITOLI	PREZZO	CONTROVALORE (MILIONI DI LIRE)
OPV	FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI PERUGIA	CASSA DI RISP. DI PERUGIA	AZ. ORD	8.280.000	3.100	25.668
OPV	FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI PERUGIA	CASSA DI RISP. DI PERUGIA	OPZIONI	97.520.000	129,75	12.653
OPS	CASSA DI RISPARMIO DI CESENA	CASSA DI RISP. DI CESENA	AZ. ORD	2.100.000	23.800	49.980
OPS	CASSA DI RISPARMIO DI IMOLA	CASSA DI RISP. DI IMOLA	OBBL CONV	560.000	26.500	14.840
OPS	CASSA DI RISPARMIO DI CENTO	CASSA DI RISP. DI CENTO	PACCHETTI <sup>1</sup>	5.000	4.410.000	22.050
OPS	BANCA POPOLARE ETRURIA E LAZIO	BANCA POPOLARE ETRURIA E LAZIO	AZ. ORD	500.000	30.000	15.000
OPV	FONDAZIONI VARIE	BANCA DELLE MARCHE	AZ. ORD	74.364.000	1.664	123.742
OPS	BANCA POPOLARE ETRURIA E LAZIO	BANCA POPOLARE ETRURIA E LAZIO	OBBL.SUBORD	631.689	30.000	18.951
OPS	COMUNE DI BUSTO ARSIZIO	COMUNE DI BUSTO ARSIZIO	BOC	700	1.000.000	700
OPA	CAER E CARISBO	BANCA POPOLARE ADRIATICO	AZ. ORD	18.800.000	27.500	517.000
OPA	CAER E CARISBO	BANCA POPOLARE ADRIATICO	WARRANT	256.719	5.000	1.284
OPA	BANCA POPOLARE DI LODI	BANCA COOP. DI PESCOGAGANO	AZ. ORD	100.176	58.500	5.860
OPA	ROLO BANCA	BANCA POPOLARE MOLISE	AZ. ORD	3.131.800	15.000	46.977
OPA E OPSC	BANCA POPOLARE ANCONA	BANCA POPOLARE TODI	AZ. ORD	33.245	1.060.000	35.240
OPA	BANCA POPOLARE S. ANGELO	BANCA POPOLARE CALATAFIMI	AZ. ORD	981.583	8.400	8.245
OPA	BANCA POPOLARE VICENTINA	BANCA POPOLARE BELLUNO	AZ. ORD	1.276.240	20.000	25.525
OPSC	BANCA POPOLARE ETRURIA E LAZIO	BANCA POPOLARE ROMA	AZ. ORD	844.665	10.000	8.447

Fonte: Prospetti e documenti d'offerta. <sup>1</sup> Ogni pacchetto è composto da 60 azioni e 150 obbligazioni convertibili.

**"RICONCILIAZIONE" DEI CONTI CONSOLIDATI DI EMITTENTI QUOTATI  
- PRINCIPI CONTABILI ITALIANI E STATUNITENSIS -  
(MILIARDI DI LIRE)**

	BENETTON		FIAT		ENI		SAES GETT.	
	RE	PN	RE	PN	RE	PN	RE	PN
<i>PRINCIPI CONTABILI ITALIANI (A)</i>	246	1820	2371	23316	4451	25333	17	225
<i>USA GAAP (B)<sup>1</sup></i>	288	1824	1849	24982	5027	27081	19	220
<i>A-B</i>	-42	-4	522	-1666	-576	-1748	-2	5
IMPOSTE SECONDO US GAAP	29	52	208	368	-299	-6655	-2	--
ELIMINAZIONE RIVALUTAZIONI E RELATIVI AMMORTAMENTI	--	--	56	-1137	--	-919	--	--
ONERI PLURIENNALI	--	--	--	--	--	--	--	--
INTERESSI CAPITALIZZATI	--	--	--	--	105	1273	--	--
CONTRIBUTI PREVIDENZIALI	--	--	--	--	--	--	--	--
CONTABILIZZAZIONE AVVIAMENTO	--	--	-120	2355	--	--	--	--
ELIMINAZIONE PLUSVALENZE DA VENDITA CESPITI	--	--	-625	--	--	--	--	--
COSTI DI ESPLORAZIONE CAPITALIZZATI	--	--	--	--	188	3293	--	--
CONTABILIZZAZIONE PLUSVALENZE DA VALUTAZIONE SU TITOLI DISPONIBILI PER LA VENDITA	--	--	--	--	--	--	--	--
RISERVE MATEMATICHE, RISERVA PREMI E COSTI DI ACQUISIZIONE DI POLIZZE ASSICURATIVE	--	--	--	--	--	--	--	--
ALIQUOTE DI AMMORTAMENTO	--	--	--	--	624	4907	--	--
CONTABILIZZAZIONE AZIONI PROPRIE A RIDUZIONE DEL P.N.	--	--	--	-240	--	--	--	--
PLUSVALENZA INFRAGRUPPO SU OPERAZIONI DI <i>JOINT VENTURE</i>	--	--	--	--	--	--	--	--
AMMORTAMENTI ANNI PRECEDENTI SU IMMOBILI CIVILI	--	--	--	--	--	--	--	--
ALTRO	13	-48	-41	320	-42	-151	4	-5

Legenda: RE= Risultato d'esercizio; PN= Patrimonio netto. <sup>1</sup> Principi contabili statunitensi.

- SEGUE -

RELAZIONE PER L'ANNO 1997

- SEGUE TAV. aII.1 -

	IMI		INA		TELECOM		MONTEDISON	
	RE	PN	RE	PN	RE	PN	RE	PN
PRINCIPI CONTABILI ITALIANI (A)	660	8000	505	11729	1732	17478	298	6404
USA GAAP (B)	638	7765	501	11049	1635	18267	364	5243
A-B	22	235	4	680	97	- 789	- 66	1161
IMPOSTE SECONDO US GAAP	- 56	- 154	- 262	1439	- 632	2897	112	197
ELIMINAZIONE RIVALUTAZIONI E RELATIVI AMMORTAMENTI	17	- 382	153	- 5555	218	- 1821	31	- 268
ONERI PLURIENNALI	--	--	--	--	--	--	- 20	- 258
INTERESSI CAPITALIZZATI	--	--	--	--	253	1145	--	--
CONTRIBUTI PREVIDENZIALI	--	--	--	--	- 187	- 1896	--	--
CONTABILIZZAZIONE AVVIAMENTO	--	--	--	--	--	--	- 11	236
ELIMINAZIONE PLUSVALENZE DA VENDITA CESPITI	--	--	--	--	--	--	--	--
COSTI DI ESPLORAZIONE CAPITALIZZATI	--	--	--	--	--	--	--	--
CONTABILIZZAZIONE PLUSVALENZE DA VALUTAZIONE SU TITOLI DISPONIBILI PER LA VENDITA	- 7	160	- 84	269	--	--	--	--
RISERVE MATEMATICHE, RISERVA PREMI E COSTI DI ACQUISIZIONE DI POLIZZE ASSICURATIVE	24	129	204	3412	--	--	--	--
ALIQUOTE DI AMMORTAMENTO	--	--	--	--	--	--	--	--
CONTABILIZZAZIONE AZIONI PROPRIE A RIDUZIONE DEL P.N.	--	--	--	- 101	--	--	--	--
PLUSVALENZA INFRAGRUPPO SU OPERAZIONI DI JOINT VENTURE	--	--	--	--	--	--	--	- 1185
AMMORTAMENTI ANNI PRECEDENTI SU IMMOBILI CIVILI	--	--	--	- 255	--	--	--	--
ALTRO	0	12	- 15	111	251	464	- 46	117

TAV. aII.2

INCARICHI ALLE SOCIETÀ DI REVISIONE<sup>1</sup>

ANNI	CONFERIMENTI	RIFIUTI		REVOCHE	
		CARENZE PROCEDURALI	INIDONEITÀ TECNICA	GIUSTA CAUSA	D'UFFICIO
1994	170	6	--	3	1
1995	253	13	--	5	1 <sup>2</sup>
1996	171	7	--	1	--
1997	172	6	--	1	--

<sup>1</sup> Gli incarichi si riferiscono alle società quotate, Sim, società editoriali e società che hanno fatto richiesta di ammissione a quotazione, nonché alle imprese assicurative. <sup>2</sup> In data 4 gennaio 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.

TAV. aIII.3

## ATTIVITÀ DELLE SOCIETÀ DI REVISIONE SUI BILANCI DELL'ESERCIZIO 1996

	SOCIETÀ QUOTATE AL MERCATO UFFICIALE	SOCIETÀ QUOTATE AL MERCATO RISTRETTO	SIM
1. BILANCI ESAMINATI			
- SINGOLI	212	27	244
- CONSOLIDATI	183	12	10
2. CERTIFICAZIONI RILASCIATE CON RILIEVI PER:			
- ECCEZIONI	6	2	4
- <i>SCOPE LIMITATION</i>	4	--	--
- INCERTEZZE	--	--	--
- <i>GOING CONCERN</i>	--	--	1
3. CERTIFICAZIONI CON RICHIAMO DI INFORMATIVA	300 <sup>1</sup>	28	106
4. CERTIFICAZIONI NON RILASCIATE - TIPOLOGIA DEI MOTIVI:			
- IMPOSSIBILITÀ AD ESPRIMERE GIUDIZIO	2	--	5
- GIUDIZIO AVVERSO	--	1	--
- GRAVILIMITAZIONI RELATIVE AL PROCEDIMENTO DI REVISIONE	--	1	--

Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> Il dato comprende 187 bilanci d'esercizio e 113 bilanci consolidati.

**DISTRIBUZIONE DEGLI INCARICHI ALLE SOCIETÀ DI REVISIONE**

	FATTURATO <sup>1</sup>		NUMERO INCARICHI LEGALI		NUMERO INCARICHI VOLONTARI <sup>2</sup>		NUMERO TOTALE DIPENDENTI <sup>3</sup>	
	1995	1996	1995	1996	1995	1996	1995	1996
I GRUPPO	512,7	599,1	492	485	5264	5468	2641	2886
II GRUPPO	46,7	42,1	84	65	1769	1339	308	300
III GRUPPO	9,1	11,5	11	27	290	351	95	118
<i>TOTALE</i>	<i>568,5</i>	<i>652,7</i>	<i>587</i>	<i>577</i>	<i>8094</i>	<i>7158</i>	<i>3044</i>	<i>3304</i>

Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> Il fatturato delle società di revisione per l'esercizio 1996, analogamente ai dati relativi agli esercizi precedenti, si riferisce anche a taluni lavori di revisione svolti nel corso del 1995. Nel fatturato sono ricompresi anche i compensi percepiti dalle società di revisione per lo svolgimento delle altre attività consentite dall'art. 8, secondo comma, lett. a), del D.P.R. 31 marzo 1975, n. 236 (revisione limitata, organizzazione contabile, pareri di congruità, relazioni di stima ex art. 2501 quinquies, cc., revisione delle situazioni semestrali delle società quotate). <sup>2</sup> Gli incarichi volontari si riferiscono solo ai lavori di revisione e certificazione dei bilanci relativi agli esercizi chiusi al 31 dicembre 1996 (periodo 1.7.1996 - 30.6.1997). <sup>3</sup> Il numero dei dipendenti delle società di revisione non include gli amministratori ed i soci operativi (*partner* con poteri di firma delle relazioni di certificazione). Tali soggetti risultano complessivamente: - 256 per il 1994; - 273 per il 1995; 282 per il 1996. Per l'elenco ed il dettaglio delle società di revisione iscritte nell'Albo speciale si rinvia alla sezione Note metodologiche.



**BORSA VALORI: PRINCIPALI INDICATORI**

ANNI	SOCIETÀ QUOTATE		N° TITOLI AZIONARI QUOTATI	CAPITALIZ- ZAZIONE <sup>1</sup>	SCAMBI <sup>1</sup>	RAPPORTO DI <i>TURNOVER</i> <sup>2</sup>	AUMENTI DI CAPITALE <sup>1</sup>	VAR. MIB STORICO <sup>2</sup>
	NAZIONALI	ESTERE						
1987	225	--	336	140721	41967	25,3	5277	-32,0
1988	228	--	338	176827	41269	26,0	3011	21,3
1989	235	--	348	215244	53410	27,2	7356	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	103554	50,8	16192	37,4
1994	219	4	324	293488	190009	72,0	15058	3,3
1995	217	4	316	325568	140341	45,3	8689	-6,9
1996	213	4	307	386157	156521	44,0	3045	13,1
1997	209	4	301	600042	337548	68,5	7839	58,2

Fonte: Borsa Italiana Spa. Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> Dati in miliardi di lire. <sup>2</sup> Valori in percentuale.

TAV. aIII.2

**SOCIETÀ QUOTATE NELLA BORSA ITALIANA**

ANNI	SOCIETÀ ITALIANE		
	REVOCATE	AMMESSE	QUOTATE
1987	--	23	225
1988	11	14	228
1989	--	7	235
1990	10	4	229
1991	6	6	229
1992	7	4	226
1993	11	3	218
1994	16	17 <sup>1</sup>	219
1995	16	14	217
1996	18	14	213
1997	18	14	209

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Tale dato include le 9 società precedentemente quotate presso le altre borse.

TAV. aIII.3

**BORSE VALORI INTERNAZIONALI**  
SOCIETÀ QUOTATE

	1996	1997
LONDRA	2623	2991
PARIGI	891	862
GERMANIA	993	1461
MADRID	361	388
NEW YORK (NYSE)	2476	2626
TOKYO	1833	1865

Fonte: per la Germania Deutsche Börse; per gli altri paesi Fibv.

TAV. aIII.4

**MERCATO ITALIANO DEI DERIVATI**  
**- ATTIVITÀ DI MARKET MAKING SUL CONTRATTO MIBO30 NEL 1997 -**

POSIZIONE MARKET MAKER	N° DI CONTRATTI CONCLUSI <sup>1</sup>	QUOTA SUL TOTALE MERCATO <sup>2</sup>	QUOTE CUMULATE <sup>2</sup>
1	245838	10,6	10,6
2	152185	6,56	17,16
3	141336	6,08	23,24
4	122731	5,29	28,53
5	117973	5,08	33,61
6	114344	4,93	38,54
7	96208	4,15	42,69
8	83443	3,6	46,29
9	73269	3,16	49,45
10	72607	3,13	52,58

Fonte: Ced-Borsa. <sup>1</sup> Tale dato è riferito ai soli contratti conclusi in conto proprio. <sup>2</sup> Valori in percentuale.

TAV. aIII.5

**MERCATO ITALIANO DEI DERIVATI**  
**- INDICATORI DI CONCENTRAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI NEGOZIAZIONE NEL 1997 -**  
 (VALORI IN PERCENTUALE)

	FIB30 QUOTE DI MERCATO			MIBO30 QUOTE DI MERCATO		
	CONTO PROPRIO	CONTO TERZI	TOTALE	CONTO PROPRIO	CONTO TERZI	TOTALE
PRIMO OPERATORE	26,5	7,8	11,7	18,4	14,6	10,6
PRIMI TRE OPERATORI	42,8	18,3	23,3	43,7	27,3	24,8
PRIMI CINQUE OPERATORI	57,1	27,9	32,5	62,7	36,6	37,4

Fonte: Ced-Borsa.

TAV. aIII.6

**STUDI SU SOCIETÀ QUOTATE IN ITALIA<sup>1</sup>**

ANNI	NUMERO TOTALE DI STUDI	NUMERO DI SOCIETÀ OGGETTO DI STUDI	NUMERO MEDIO DI STUDI PER SOCIETÀ	NUMERO DI SOGGETTI CHE HANNO FATTO STUDI	NUMERO MEDIO DI STUDI PER SOGGETTO
<i>STUDI MONOGRAFICI</i>					
1996	1242	133	9,3	64	19,4
1997	2431	154	15,8	58	41,9
<i>STUDI NON MONOGRAFICI</i>					
1996	5371	160	33,6	49	109,6
1997	7355	184	40,0	37	198,8

<sup>1</sup> Studi inviati alla Consob da autori italiani ai sensi del regolamento 5553/91 e studi prodotti da intermediari non residenti inviati alla Consob su base volontaria.

TAV. aIII.7

**DISTRIBUZIONE DEGLI STUDI SU SOCIETÀ QUOTATE ITALIANE PER SOCIETÀ E PER AUTORI<sup>1</sup>**

NUMERO DI STUDI	NUMERO DI SOCIETÀ OGGETTO DI STUDI		NUMERO DI SOGGETTI AUTORI DI STUDI	
	1996	1997	1996	1997
DA 1 A 10	91	84	33	26
FRA 11 E 20	27	31	13	4
FRA 21 E 30	8	14	5	5
PIÙ DI 30	7	25	13	23
<i>TOTALE</i>	<i>133</i>	<i>154</i>	<i>64</i>	<i>58</i>

<sup>1</sup> Studi inviati alla Consob da autori italiani ai sensi del regolamento 5553/91 e studi prodotti da intermediari non residenti inviati alla Consob su base volontaria.

TAV. aIII.8

**EFFETTI DELLE CRISI SOCIETARIE SUL LISTINO**

ANNO	PROVVEDIMENTI CONSOB				SOCIETÀ INTERESSATE
	PARZIALE SOSPENSIONE	SOSPENSIONE	REVOCA DAL LISTINO	RIAMMISSIONE	
1994	9	12	7	3	19
1995	4	6	3	2	10
1996	--	4	5	--	7
1997	--	4	4	1	5

Si veda la sezione Note metodologiche.

TAV. aIII.9

**OBBLIGHI INFORMATIVI SU EVENTI DI RILIEVO  
NELL'ANDAMENTO DELLE SOCIETÀ**

ANNI	COMUNICAZIONI PERVENUTE	INFRAZIONI RILEVATE	SANZIONI IRROGATE
1994	2080	3	1
1995	2041	2	3 <sup>1</sup>
1996	2177	4	3
1997	3100	5	7 <sup>2</sup>

Fonte: Adempimenti agli obblighi informativi di cui alla delibera Consob 5553/91, art. 5. Si veda la sezione Note metodologiche.

<sup>1</sup> Due sanzioni si riferiscono a infrazioni rilevate nel 1994. <sup>2</sup> Due sanzioni si riferiscono a infrazioni rilevate nel 1995 e nel 1996.

**INTERVENTI DELLA CONSOB IN PROCEDIMENTI PENALI  
IN RAPPRESENTANZA DEGLI INTERESSI LESI**

1996	1997	REATO <sup>1</sup>	ESITO
1	4	ART. 2, LEGGE 157/91	IN CORSO
--	1	ART. 5, LEGGE 157/91	»
--	1	ART. 8, LEGGE 157/91	»
1	--	ART. 14, LEGGE 1/91 <sup>2</sup>	»

<sup>1</sup> 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 della partecipazione al capitale di una società quotata ovvero dell'esercizio di una funzione, professione o ufficio (*insider trading*); l'art. 5 vieta le divulgazioni di notizie false, esagerate o tendenziose ovvero operazioni simulate o altri artifici idonei ad influenzare sensibilmente il prezzo dei valori mobiliari (manipolazione); l'art. 8 sanziona penalmente l'ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob in materia di *insider trading*. Legge 1/91: l'art. 14 sanziona l'esercizio abusivo dell'attività di intermediazione mobiliare ovvero l'utilizzo abusivo della denominazione di Sim. <sup>2</sup> Il procedimento penale concerne anche altre fattispecie di abusivismo nel settore del mercato dei valori mobiliari penalmente rilevanti.

**PATRIMONI GESTITI DAGLI OIC NELL'UNIONE EUROPEA E NEGLI STATI UNITI<sup>1</sup>**  
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

PAESI	MILIARDI DI ECU			
	1994	1995	1996	1997 <sup>2</sup>
FRANCIA	406,5	407,5	426,1	462,3
GERMANIA	92,1	104,7	110,1	134,4
GRAN BRETAGNA	108,9	120,4	159,6	214,0
ITALIA	65,4	62,4	103,9	162,9
LUSSEMBURGO	231,4	253,3	271,8	323,2
SPAGNA	70,1	78,3	114,3	154,2
ALTRI PAESI U.E.	121,3	136,7	176,6	298,1
<i>TOTALE U.E.</i>	<i>1095,7</i>	<i>1163,3</i>	<i>1362,4</i>	<i>1749,1</i>
USA	1766,8	2194,7	2842,7	3952,9

Fonte: Elaborazioni Consob su dati FEFSI (Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement) e ICI (Investment Company Institute). <sup>1</sup> Patrimonio gestito dalle Sicav e dai fondi mobiliari aperti di diritto nazionale: inclusi i monetari; esclusi i fondi speciali e immobiliari. <sup>2</sup> Dati al 30 settembre.

**STRUTTURA DEL MERCATO DEI FONDI MOBILIARI APERTI IN ITALIA:  
OPERATORI DI DIRITTO NAZIONALE**  
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

	1994	1995	1996	1997
SOCIETÀ DI GESTIONE DI FONDI APERTI OPERATIVE	53	54	53	53
<i>FONDI OPERATIVI</i>	<i>354</i>	<i>459</i>	<i>531</i>	<i>626</i>
DI CUI:				
- AZIONARI	149	198	235	277
- BILANCIATI	59	60	57	53
- OBBLIGAZIONARI	146	201	239	296
<i>RACCOLTA NETTA<sup>1</sup></i>	<i>25.405</i>	<i>- 10.485</i>	<i>58.025</i>	<i>143.079</i>
DI CUI:				
- AZIONARI	17.493	- 3.814	- 3.990	29.973
- BILANCIATI	3.843	- 3.695	- 2.668	6.331
- OBBLIGAZIONARI	4.069	- 2.976	64.683	106.775
<i>PATRIMONIO<sup>1</sup></i>	<i>130.167</i>	<i>126.791</i>	<i>196.957</i>	<i>367.387</i>
DI CUI:				
- AZIONARI	38.761	35.878	34.748	78.007
- BILANCIATI	18.112	14.339	12.869	22.179
- OBBLIGAZIONARI	73.294	76.574	149.340	267.201

Fonte: Assogestioni e Consob. <sup>1</sup> Valori in miliardi di lire.



Tav. aV.3

**STRUTTURA DEL MERCATO DEGLI OIC IN ITALIA:  
OPERATORI DI DIRITTO ESTERO**

(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

	1996	1997
<i>SOCIETÀ DI DIRITTO ESTERO<sup>1</sup></i>	64	78
DI CUI CON SEDE LEGALE IN:		
- LUSSEMBURGO	53	65
- BELGIO	--	2
- REGNO UNITO	--	--
- GERMANIA	1	1
- FRANCIA	9	9
- IRLANDA	1	1
<i>FONDI/COMPARTI COMMERCIALIZZATI IN ITALIA</i>	446	603

Fonte: Elaborazioni Consob su dati contenuti nei prospetti informativi. <sup>1</sup> Società che offrono al pubblico in Italia le loro parti ai sensi dell'art. 10 bis della legge 77 del 23 marzo 1983, così come modificata dal D.Lgs. 83 del 25 gennaio 1992.

Tav. aV.4

**PATRIMONIO MEDIO GESTITO E NUMERO MEDIO DI FONDI PER SOCIETÀ DI GESTIONE<sup>1</sup>**

(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

	1994	1995	1996	1997
N° SOCIETÀ DI GESTIONE	53	54	53	53
PATRIMONIO MEDIO GESTITO <sup>2</sup>	2.456	2.348	3.716	6.932
NUMERO MEDIO DI FONDI	6,7	8,5	10,0	11,8

Fonte: Assogestioni e Consob. <sup>1</sup> Fondi comuni mobiliari aperti di diritto italiano. <sup>2</sup> Valori in miliardi di lire.

Tav. aV.5

**SOCIETÀ DI GESTIONE E FONDI GESTITI<sup>1</sup>**  
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

NUMERO FONDI	1994	1995	1996	1997
1	2	1	1	1
DA 2 A 5	20	20	17	12
DA 6 A 10	21	14	9	10
DA 11 A 15	10	14	15	15
DA 16 A 20	--	4	10	10
> 20	--	1	1	5
<i>TOTALE</i>	53	54	53	53

Fonte: Elaborazioni Consob su dati contenuti nei prospetti informativi. <sup>1</sup> Fondi comuni mobiliari aperti di diritto italiano.

Tav. aV.6

**CONCENTRAZIONE DEL MERCATO DEI FONDI COMUNI<sup>1</sup>**  
QUOTA DI MERCATO

VOCI	1994	1995	1996	1997
PRIME TRE SOCIETÀ DI GESTIONE <sup>2</sup>	24,8	22,8	28,4	29,2
PRIME CINQUE SOCIETÀ DI GESTIONE <sup>2</sup>	38,2	36,5	39,8	42,4
PRIME DIECI SOCIETÀ DI GESTIONE <sup>2</sup>	59,4	59,8	62,9	63,2
<i>INDICE DI HERFINDAHL (SULLE SOCIETÀ)</i>	4,7	4,5	5,3	5,4
PRIMI TRE GRUPPI <sup>3</sup>	29,1	33,8	33,0	32,1
PRIMI CINQUE GRUPPI <sup>3</sup>	42,1	48,4	48,5	46,3
PRIMI DIECI GRUPPI <sup>3</sup>	66,0	71,8	71,0	70,5
<i>INDICE DI HERFINDAHL (SUI GRUPPI)</i>	5,8	6,6	6,4	6,2

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Osservatorio Banca Fideuram. Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> Fondi comuni mobiliari aperti; valori in percentuale. Situazione al 31 dicembre. <sup>2</sup> Fondi di diritto italiano. <sup>3</sup> Fondi di diritto italiano e di diritto lussemburghese "esterovestiti".

Tav. aV.7

**ASSETTI PROPRIETARI DELLE SOCIETÀ DI GESTIONE DI FONDI COMUNI<sup>1</sup>**  
 PERCENTUALI SUL TOTALE DEL PATRIMONIO GESTITO

SOGGETTO CONTROLLANTE	1994	1995	1996	1997
GRUPPI BANCARI	66,7	74,0	80,8	83,8
GRUPPI ASSICURATIVI	7,2	7,9	12,1	7,9
ALTRE SOCIETÀ QUOTATE	16,5	8,7	--	--
JOINT VENTURE	5,7	5,6	4,2	6,0
INTERMEDIARI FINANZIARI NON BANCARI	2,6	2,5	1,8	1,2
PERSONE FISICHE	1,3	1,2	1,1	1,0
<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. <sup>1</sup> Situazione al 31 dicembre, riferita alle società di gestione di fondi comuni mobiliari aperti di diritto italiano.

TAV. aV.8

**NEGOZIAZIONI PER CONTO PROPRIO E PER CONTO TERZI**  
 (VALORI IN PERCENTUALE)<sup>1</sup>

MODALITÀ DI NEGOZIAZIONE	AZIONI			OBBLIGAZIONI			TITOLI DI STATO		
	1995	1996	1997 <sup>2</sup>	1995	1996	1997 <sup>2</sup>	1995	1996	1997 <sup>2</sup>
<i>SIM</i>									
PER CONTO PROPRIO	18	18	14	67	78	76	91	93	92
PER CONTO TERZI	82	82	86	33	22	24	9	7	8
<i>BANCHE</i>									
PER CONTO PROPRIO	80	91	70	100	100	99	100	100	98
PER CONTO TERZI	20	9	30	..	..	1	..	..	2

Fonte: Elaborazione Consob su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> I valori percentuali indicano la ripartizione tra negoziazione per conto proprio e quella per conto terzi con riferimento alla stessa categoria di strumenti finanziari. <sup>2</sup> Dati relativi al primo semestre.

TAV. aV.9

**SIM: NEGOZIAZIONE PER CONTO PROPRIO - CONCENTRAZIONE**  
QUOTE DI MERCATO<sup>1</sup>

	AZIONI			OBBLIGAZIONI			TITOLI DI STATO		
	1995	1996	1997 <sup>1</sup>	1995	1996	1997 <sup>1</sup>	1995	1996	1997 <sup>2</sup>
PRIMA SIM	27,4	27,6	16,1	28,6	27,8	26,7	20,0	14,7	26,7
PRIME TRE SIM	46,7	51,3	40,7	50,3	48,6	53,3	47,7	39,9	45,2
PRIME CINQUE SIM	56,8	62,1	55,2	62,7	59,1	63,1	65,6	58,9	64,6
PRIME DIECI SIM	72,0	77,4	75,8	76,6	73,6	77,4	83,7	85,9	87,2
<i>NUMERO SIM ATTIVE NELLA NEGOZIAZIONE PER CONTO PROPRIO</i>	83	78	65	99	85	75	99	89	76

Fonte: Elaborazione Consob su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> Valori in percentuale. <sup>2</sup> Dati relativi al primo semestre.

TAV. aV.10

**SIM: NEGOZIAZIONE PER CONTO TERZI - CONCENTRAZIONE**  
QUOTE DI MERCATO<sup>1</sup>

	AZIONI			OBBLIGAZIONI			TITOLI DI STATO		
	1995	1996	1997 <sup>2</sup>	1995	1996	1997 <sup>2</sup>	1995	1996	1997 <sup>2</sup>
PRIMA SIM	6,9	8,2	9,8	18,8	18,1	16,6	7,4	8,4	10,8
PRIME TRE SIM	17,3	22,7	24,4	37,4	31,2	30,4	19,0	23,0	29,7
PRIME CINQUE SIM	25,9	36,1	37,0	46,8	40,3	41,5	28,3	34,2	42,6
PRIME DIECI SIM	42,7	57,7	57,4	63,3	57,5	64,2	48,1	54,8	62,3
<i>NUMERO SIM ATTIVE NELLA NEGOZIAZIONE PER CONTO TERZI</i>	90	90	80	97	97	80	96	93	78

Fonte: Elaborazione Consob su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> Valori in percentuale <sup>2</sup> Dati relativi al primo semestre.

Tav. aV.11

**GESTIONI PATRIMONIALI**  
QUOTE DI MERCATO<sup>1</sup>

	1995	1996	1997 <sup>2</sup>
PRIMA SOCIETÀ	13,2	12,3	11,3
PRIME TRE SOCIETÀ	19,7	24,0	23,3
PRIME CINQUE SOCIETÀ	27,7	30,9	30,4
PRIME DIECI SOCIETÀ	40,3	43,8	44,2
<i>NUMERO SOGGETTI ATTIVI NELLA GESTIONE DEI PATRIMONI</i>	<i>267</i>	<i>255</i>	<i>257</i>
<i>PATRIMONIO MEDIO GESTITO<sup>3</sup></i>	<i>300</i>	<i>328</i>	<i>318</i>

Fonte: Elaborazione Consob su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> Valori in percentuale. <sup>2</sup> Dati relativi al primo semestre. <sup>3</sup> Valori in milioni di lire.

Tav. aV.12

**GESTIONI PATRIMONIALI DI SIM E BANCHE**  
COMPOSIZIONE PERCENTUALE DEI PATRIMONI

	SIM <sup>1</sup>			BANCHE		
	1995	1996	1997 <sup>2</sup>	1995	1996	1997 <sup>2</sup>
TITOLI DI STATO	53,6	55,5	49,9	78,0	78,8	69,3
BOND ITALIA	15,4	11,7	9,7	8,1	8,2	6,8
BOND ESTERO	9,7	10,2	12,8	6,2	5,7	5,5
AZIONI	10,7	12,5	13,4	3,7	3,8	3,9
QUOTE DI OICR	7,7	7,5	11,1	0,7	0,4	9,0
LIQUIDITÀ E ALTRI VALORI MOBILIARI	2,8	2,5	3,0	3,3	3,1	5,4
<i>TOTALE</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> I dati del 1995 e del 1996 sono stati riclassificati includendo le società fiduciarie. <sup>2</sup> Dati relativi al primo semestre.

Tav. aV.13

**COLLOCAMENTO CON OFFERTA FUORI SEDE DI STRUMENTI FINANZIARI**  
(VALORI IN PERCENTUALE)

	SIM			BANCHE		
	1995	1996	1997 <sup>1</sup>	1995	1996	1997 <sup>1</sup>
TITOLI DI STATO	1,1	0,9	0,2	3,8	6,5	1,6
TITOLI OBBLIGAZIONARI	8,7	6,8	4,2	0,9	1,7	2,7
AZIONI E QUOTE	0,4	0,3	0,3	0,6	0,3	0,4
QUOTE DI OICR	77,5	87,9	94,5	79,8	83,8	86,4
ALTRI VALORI MOBILIARI	12,3	4,1	0,7	14,9	7,7	8,9
<i>TOTALE</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Elaborazione Consob su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> Dati relativi al primo semestre.

Tav. aV.14

**OFFERTA FUORI SEDE DEL PUBBLICO RISPARMIO**  
QUOTE DI MERCATO<sup>1</sup>

	1995	1996	1997 <sup>2</sup>
PRIMA SOCIETÀ	30,3	36,3	33,1
PRIME TRE SOCIETÀ	53,6	56,2	54,6
PRIME CINQUE SOCIETÀ	66,7	67,1	67,8
PRIME DIECI SOCIETÀ	85,3	82,7	80,8
<i>NUMERO SOGGETTI ATTIVI</i>	<i>71</i>	<i>75</i>	<i>72</i>

Fonte: Elaborazione Consob su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> Quote di mercato misurate sul totale dei valori mobiliari distribuiti. Valori in percentuale. <sup>2</sup> Dati relativi al primo semestre.

Tav. aV.15

**SIM: ISCRIZIONI E CANCELLAZIONI DALL'ALBO**  
1992-1997

ANNI	SIM ISCRITTE ALL'ALBO	ENTRATE	USCITE	TURNOVER <sup>1</sup>
1991	255	—	—	—
1992	356	110	9	39,6
1993	326	19	49	- 8,4
1994	289	12	49	- 11,3
1995	284	20	25	- 1,7
1996	236	4	52	- 16,9
1997	212	3	27	- 10,2
	<i>TOTALE</i>	<i>168</i>	<i>211</i>	

Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> Valori in percentuale.

Tav. aV.16

**INTERMEDIARI ISCRITTI PER SERVIZI DI INVESTIMENTO AUTORIZZATI**

SERVIZI DI INVESTIMENTO	SIM		BANCHE	
	1996	1997	1996	1997
NEGOZIAZIONE PER CONTO PROPRIO	90	81	595	560
NEGOZIAZIONE PER CONTO TERZI	94	83	560	543
COLLOCAMENTO CON PREVENTIVA SOTTOSCRIZIONE O ACQUISTO A FERMO, OVVERO ASSUNZIONE DI GARANZIA NEI CONFRONTI DELL'EMITTENTE	43	44	231	224
COLLOCAMENTO SENZA PREVENTIVA SOTTOSCRIZIONE O ACQUISTO A FERMO, OVVERO ASSUNZIONE DI GARANZIA NEI CONFRONTI DELL'EMITTENTE	103	117	554	545
GESTIONE SU BASE INDIVIDUALE DI PORTAFOGLI DI INVESTIMENTO PER CONTO TERZI	115	113	175	192
RICEZIONE E TRASMISSIONE DI ORDINI NONCHÉ MEDIAZIONE	100	90	854	824
<i>TOTALE SOGGETTI AUTORIZZATI</i>	<i>236</i>	<i>212</i>	<i>865</i>	<i>829</i>

Fonte: Per le Sim, albo tenuto dalla Consob; per le banche, comunicazioni della Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche.

**SIM E SOCIETÀ FIDUCIARIE  
- ISTANZE PRESENTATE E DELIBERE ADOTTATE -**

VOCI	1994	1995	1996	1997
<i>SIM</i>				
ISTANZE	88	82	62	61 <sup>1</sup>
ESTENSIONI	30	19	8	59 <sup>2</sup>
REVOCHE	16	12	3	1 <sup>3</sup>
CANCELLAZIONI	41	23	48	23 <sup>4</sup>
ISCRIZIONI	12	20	4	3 <sup>4</sup>
<i>SOCIETÀ FIDUCIARIE</i>				
ISTANZE	5	--	5	6 <sup>6</sup>
CANCELLAZIONI	8	2	4	4 <sup>7</sup>
ISCRIZIONI	--	--	--	--

<sup>1</sup> Numero delle istanze relative alle voci presenti in tavola, di cui: 34 istanze sono state presentate e deliberate nel corso del 1997; 26 istanze sono state presentate nel corso del 1997 e sono tuttora in corso, di cui 10 di estensione di attività, 10 di cancellazione dall'albo Sim e 6 di iscrizione; 1 istanza di estensione è stata presentata nel corso del 1997 ed è stata archiviata a seguito del decreto del Ministero del tesoro che ha disposto la revoca dell'autorizzazione e la liquidazione coatta amministrativa della società istante.

<sup>2</sup> Numero complessivo dei provvedimenti di estensione dell'attività adottati, di cui: 15 relativi a istanze presentate nel corso del 1997; 4 relativi a istanze presentate nel corso del 1996; 40 relativi all'integrazione della delibera di iscrizione di diritto nel nuovo albo delle Sim, adottata ai sensi dell'art. 60, commi 1 e 3, del D.Lgs. 415/96. <sup>3</sup> Provvedimento relativo ad istanza presentata nel corso del 1996.

<sup>4</sup> Di cui: 17 società cancellate dall'albo Sim a seguito di istanze presentate nel corso del 1997; 1 società cancellata a seguito di istanza presentata nel corso del 1996; 1 società cancellata a seguito di pronuncia di decadenza dall'autorizzazione ex art. 6, comma 3, del D.Lgs. 415/96; 4 società cancellate con provvedimenti del Ministero del tesoro che hanno disposto la liquidazione coatta amministrativa e la conseguente revoca dell'autorizzazione.

<sup>5</sup> Numero complessivo dei provvedimenti di iscrizione nell'albo Sim adottati, di cui: 2 relativi ad istanze presentate nel corso del 1997; 1 relativo a istanza presentata nel corso del 1996. <sup>6</sup> Numero delle istanze di cancellazione dalla sezione speciale dell'albo Sim presentate nel corso del 1997, di cui: 3 definite con l'adozione del provvedimento di cancellazione; 3 tuttora in corso di istruttoria. <sup>7</sup> Numero complessivo dei provvedimenti di cancellazione dalla sezione speciale dell'albo Sim adottati, di cui: 3 relativi a istanze presentate nel corso del 1997; 1 relativo a istanza presentata nel corso del 1996.



**DISTRIBUZIONE TERRITORIALE DELLE SIM<sup>1</sup>**  
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

	1994	1995	1996	1997
NORD	191	195	160	171
CENTRO	37	33	25	36
SUD	10	7	6	5

<sup>1</sup> I dati sono riferiti alla sede legale.

**ESPOSTI RICEVUTI NEL PERIODO 1995-1997**  
**- CLASSIFICAZIONE PER SOGGETTI, TIPOLOGIA DI SERVIZIO E OGGETTO DI ESPOSTO -**  
 (VALORI IN PERCENTUALE)

	BANCHE	SIM	FIDUCIARIE	AGENTI DI CAMBIO	TOTALE
<i>NEGOZIAZIONE CONTO TERZI E RACCOLTA ORDINI</i>					
MANCATA INFORMATIVA PREVENTIVA SU STRUMENTI FINANZIARI E INADEGUATEZZA	5,6	3,2	—	—	4,3
NON CHIARA INFORMATIVA SU ONERI COMMISSIONALI	10,8	2,2	—	—	7,3
EFFETTUAZIONE DI OPERAZIONI NON ADEGUATE SENZA PREVENTIVA CONFERMA DEL CLIENTE	17,3	10,9	—	10,7	14,9
INCOMPRESIONI SU ESECUZIONE ORDINI	48,5	47,8	—	10,6	43,5
ALTRO	17,8	35,9	—	78,7	30,0
<i>GESTIONE DI PATRIMONI</i>					
MANCATO RISPETTO DEL MANDATO	24,1	50,0	41,5	30,0	36,8
RENDIMENTI INSODDISFACENTI	48,1	20,0	19,5	70,0	31,6
ALTRO	27,8	30,0	39,0	—	31,6
<i>COLLOCAMENTO</i>					
MANCATA ASSEGNAZIONE LOTTO PRENOTATO O ORDINATO	100,0	100,0	—	—	100,0
<i>SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO</i>					
MANCATA/ERRATA RAPPRESENTAZIONE CARATTERISTICHE PRODOTTI/SERVIZI	27,3	42,6	—	—	40,0
TARDIVA ESECUZIONE DISPOSIZIONE CLIENTI	36,4	33,3	—	—	33,9
ALTRO	36,3	24,1	—	—	26,1

## ATTIVITÀ ISPETTIVA

	1993	1994	1995	1996	1997
<i>ACCERTAMENTI ISPETTIVI</i>					
DELIBERATI	57	75	34	41	16
INIZIATI	47 <sup>1</sup>	64 <sup>2</sup>	43	38	25
<i>DI CUI AI SENSI DELL'ART. 8, L. 157/91</i>	--	1	2	5	1
CONCLUSI	37	51	35	30	31
<i>TIPOLOGIA DEI SOGGETTI ISPEZIONATI</i>					
SIM	35	37	13	26	12 <sup>3</sup>
SOCIETÀ FIDUCIARIE	7	4	1	2	--
BANCHE	--	14	23	7	5
AGENTI DI CAMBIO	4	5	6	3	6
SOCIETÀ DI GESTIONE FONDI COMUNI	--	--	--	--	1
PROMOTORI FINANZIARI	--	--	--	--	1
<i>TOTALE</i>	<i>46</i>	<i>60</i>	<i>43</i>	<i>38</i>	<i>25</i>

<sup>1</sup> Riguardano 46 soggetti, 1 dei quali sottoposto a 2 accertamenti ispettivi. <sup>2</sup> Riguardano 60 soggetti, alcuni dei quali sottoposti a più di un accertamento ispettivo. <sup>3</sup> Di cui una impresa di investimento comunitaria.

**ACCERTAMENTI NEI CONFRONTI DEGLI INTERMEDIARI MOBILIARI  
E DEI PROMOTORI NEL 1997**

INTERMEDIARI	OGGETTO DELL'ACCERTAMENTO				TOTALE
	GENERALE	MIRATO	INSIDER <sup>1</sup>	OPV	
<i>ACCERTAMENTI DELIBERATI</i>					
SIM	6	3	2 <sup>2</sup>	--	11
BANCHE	--	--	1	--	1
AGENTI DI CAMBIO	4	--	--	--	4
SOCIETÀ DI GESTIONE FONDI COMUNI	--	--	--	--	--
PROMOTORI FINANZIARI	--	--	--	--	--
<i>TOTALE</i>	<i>10</i>	<i>3</i>	<i>3</i>	<i>--</i>	<i>16</i>
<i>ACCERTAMENTI INIZIATI</i>					
SIM	8	4 <sup>2</sup>	--	--	12
BANCHE	3	1	1	--	5
AGENTI DI CAMBIO	6	--	--	--	6
SOCIETÀ DI GESTIONE FONDI COMUNI	--	1	--	--	1
PROMOTORI FINANZIARI	1	--	--	--	1
<i>TOTALE</i>	<i>18</i>	<i>6</i>	<i>1</i>	<i>--</i>	<i>25</i>

<sup>1</sup> Ai sensi dell'art. 8, legge 157/91. <sup>2</sup> Di cui una impresa di investimento comunitaria.

TAV. aVI.4

**PROVVEDIMENTI SANZIONATORI NEI CONFRONTI DEI PROMOTORI**

	1995	1996	1997
<i>TIPO DI SANZIONI</i>			
CENSURA	1	--	8
RADIAZIONE DALL'ALBO	34	22	39
SOSPENSIONE DALL'ALBO A TEMPO DETERMINATO	--	1	5
SOSPENSIONE CAUTELARE DELL'ATTIVITÀ <sup>1</sup>	53	48	64
SOSPENSIONE A TEMPO INDETERMINATO	4	12	--
<i>TOTALE</i>	<i>92</i>	<i>83</i>	<i>116</i>

<sup>1</sup> Con riguardo alle sospensioni cautelari disposte nell'anno di riferimento si specifica che n. 26 provvedimenti hanno disposto la sospensione cautelare di altrettanti promotori per un periodo di un anno ai sensi dell'art. 45, comma 4, del D.Lgs. 415/96.

TAV. aVI.5

**PROMOTORI: NUOVE ISCRIZIONI**  
DISTRIBUZIONE TERRITORIALE

	1995	1996	1997	<i>TOTALE<sup>1</sup></i>
NORD	2.292	1.821	1.446	<i>15.159</i>
CENTRO	1.291	787	794	<i>7.514</i>
SUD	929	628	682	<i>5.321</i>
<i>TOTALE GENERALE</i>	<i>4.512</i>	<i>3.236</i>	<i>2.922</i>	<i>27.994</i>

<sup>1</sup> Totale dei promotori iscritti all'albo al 31 dicembre 1997.

**PROVVEDIMENTI DI CANCELLAZIONE DALL'ALBO DEI PROMOTORI**

	1995	1996	1997
<i>SU PROPOSTA DELLE COMMISSIONI REGIONALI</i>			
MANCATO ESERCIZIO DELL'ATTIVITÀ PER OLTRE UN ANNO	195	172	436
PERDITA DEI REQUISITI DI CUI ALL'ART. 13 DEL REGOLAMENTO	4	10	51
OMESSO PAGAMENTO DEL DIRITTO ANNUO	389	227	502
MANCANZA ORIGINARIA DEI REQUISITI DI CUI ALL'ART. 19	--	--	--
MANCATO ESERCIZIO E OMESSO PAGAMENTO	118	80	--
PERDITA DEI REQUISITI DI CUI ALL'ART. 13 E OMESSO PAGAMENTO	34	114	--
PERDITA DEI REQUISITI DI CUI ALL'ART. 13 E MANCATO ESERCIZIO	--	--	8
PERDITA DEI REQUISITI DI CUI ALL'ART. 13, OMESSO PAGAMENTO E MANCATO ESERCIZIO	6	--	--
<i>SU INIZIATIVA CONSOB</i>			
RADIAZIONE DALL'ALBO	34	22	39
REVOCA DEL PROVVEDIMENTO D'ISCRIZIONE ALL'ALBO	--	--	1
<i>ALTRE CAUSE</i>	564	818	924 <sup>1</sup>
<i>TOTALE</i>	<i>1.344</i>	<i>1.443</i>	<i>1.961</i>

<sup>1</sup> Di cui: n. 26 per decesso del soggetto; n. 898 a domanda dell'interessato.

**RICORSI CONTRO I PROVVEDIMENTI DELLA CONSOB E  
DEL MINISTRO DEL TESORO SU PROPOSTA DELLA CONSOB NEGLI ANNI 1995-1997**

TIPOLOGIA RICORRENTI	NUMERO	OGGETTO ATTO	ESITO <sup>1</sup>	
			RICORSO AL TAR	APPELLO AL CONSIGLIO DI STATO
<b>ANNO 1995</b>				
PROMOTORI	17	CANCELLAZIONE ALBO	RESPINTO (2) RESPINTA SOSPENSIVA (3) ACCOLTA SOSPENSIVA (3) IN CORSO (9)	ACCOLTO APPELLO CONSOB (1)
PROMOTORI	4	SOSPENSIONE ATTIVITÀ	RESPINTA SOSPENSIVA (3) IN CORSO (1)	
SIM	9	SOSPENSIONE ATTIVITÀ E COMMISSARIAMENTO	RESPINTO (3) RESPINTA SOSPENSIVA (2) ACCOLTA SOSPENSIVA (3) ACCOLTO (1)	ACCOLTO APPELLO CONSOB (1)
AZIONISTI SIM	2	CANCELLAZIONE SIM E COMMISSARIAMENTO	RESPINTA SOSPENSIVA (2)	
SOCIETÀ DI REVISIONE	1	INTIMAZIONE A NON AV- VALERSI DI SOCIO	RESPINTO (1)	
SOCI DI SOCIETÀ DI REVI- SIONE	2	SOSPENSIONE ATTIVITÀ	RESPINTO (1) RESPINTA SOSPENSIVA (1)	
SOCIETÀ FIDUCIARIA ISCRITTA ALL'ALBO SIM	1	SOSPENSIONE ATTIVITÀ E COMMISSARIAMENTO	RESPINTA SOSPENSIVA (1)	
S.P.A. E S.R.L.	4	SOSPENSIONE ABUSIVA SOLLECITAZIONE	RESPINTA SOSPENSIVA (2) IN CORSO (2)	
S.P.A. E S.R.L.	2	NULLA OSTA OPA	RESPINTA SOSPENSIVA (2)	
SOCIETÀ QUOTATA <sup>2</sup>	2	OBBLIGO OPA SUCCESSIVA	ACCOLTA SOSPENSIVA (1) RESPINTA SOSPENSIVA (1)	ACCOLTO APPELLO CONSOB (1)
COMMERCIALISTI <sup>2</sup>	1	REGOLAMENTO MERCATI LOCALI	RESPINTO (1)	
AGENTI DI CAMBIO <sup>2</sup>	1	REGOLAMENTO <i>FUTURES</i> CONTRATTO FIB30	IN CORSO (1)	
<i>TOTALE</i>	<i>46</i>			

<sup>1</sup> Tra parentesi è indicato il numero dei casi. 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. <sup>2</sup> Ricorsi promossi nell'anno 1994.

- SEGUE Tav. aVII.1 -

TIPOLOGIA RICORRENTI	NUMERO	OGGETTO ATTO	ESITO	
			RICORSO AL TAR	APPELLO AL CONSIGLIO DI STATO
<b>ANNO 1996</b>				
PROMOTORI	9	CANCELLAZIONE ALBO	IN CORSO (3) RESPINTO RICORSO <sup>3</sup> (2) RESPINTA SOSPENSIVA (2) ACCOLTO RICORSO (1) ACCOLTA SOSPENSIVA (1)	IN CORSO (1)
PROMOTORI	10	SOSPENSIONE ATTIVITÀ	IN CORSO (10)	
SIM	4	SOSPENSIONE ATTIVITÀ E COMMISSARIAMENTO	ACCOLTO <sup>3</sup> (1) ACCOLTA SOSPENSIVA (1) RESPINTA SOSPENSIVA (2)	ACCOLTO APPELLO CONSOB (1) ACCOLTO APPELLO RICORRENTE (2)
	1	SOSPENSIONE ATTIVITÀ SOLLECITAZIONE E COMMISSARIAMENTO	IN CORSO (1)	
	1	DIVIETO ATTIVITÀ SOLLE- CITAZIONE E DIFFUSIONE ANNUNCI PUBBLICITARI	IN CORSO (1)	
SOCIETÀ DI REVISIONE	2	INTIMAZIONE A NON AV- VALERSI DI SOCIO <sup>4</sup>	RESPINTA SOSPENSIVA (1) IN CORSO (1)	
SOCI DI SOCIETÀ DI REVI- SIONE	2	INTIMAZIONE A NON AV- VALERSI DI SOCIO	ACCOLTA SOSPENSIVA (1) RESPINTA SOSPENSIVA (1)	RESPINTO APPELLO CONSOB (1)
	1	SILENZIO-RIFIUTO SU ISTANZA DI ACCESSO ATTI	INTERROTTO (1)	
COMITATO DI AZIONISTI	1	SOSPENSIONE OPA	RESPINTA SOSPENSIVA (1)	ACCOLTO APPELLO RICORRENTE(1)
S.R.L.	1	ATTIVITÀ INTERMEDIAZIO- NE IN SWAPS	IN CORSO (1)	
SOC. COOP. E R.L.	1	DIVIETO DI ABUSIVA SOL- LECITAZIONE	IN CORSO (1)	
<i>TOTALE</i>		33		

<sup>3</sup> Ricorso presentato nel 1995. <sup>4</sup> Un ricorso ha altresì ad oggetto un provvedimento Consob di revoca dell'incarico.

- SEGUE -



APPENDICE

- SEGUE Tav. aVII.1 -

TIPOLOGIA RICORRENTI	NUMERO	OGGETTO ATTO	ESITO	
			RICORSO AL TAR	APPELLO AL CONSIGLIO DI STATO
<b>ANNO 1997</b>				
PROMOTORI	4	CANCELLAZIONE ALBO	RESPINTO RICORSO (1) RESPINTA SOSPENSIVA (1) IN CORSO (2)	IN CORSO <sup>5</sup> (1)
PROMOTORI	6	SOSPENSIONE ATTIVITÀ	RESPINTA SOSPENSIVA (4) IN CORSO (2)	
PROMOTORI	1	DINIEGO DI ISCRIZIONE	IN CORSO (1)	
SIM	1	PROVVEDIMENTO CAUTELARE EX ART. 31 D.LGS. 415/96	RESPINTA SOSPENSIVA (1)	
	2	AMM.NE STRAORD. <sup>6</sup>	RESPINTA SOSPENSIVA (2)	
SOCIETÀ DI REVISIONE	2	INTIMAZIONE A NON AVVALERSI DI SOCIO	RESPINTA SOSPENSIVA (2)	IN CORSO (2)
ASSOCIAZIONE DI PROMOTORI	1	REGOLAMENTO ALBO E ATTIVITÀ PROMOTORI	IN CORSO (1)	
SOCIETÀ QUOTATA	2	REVOCA QUOTAZIONE	IN CORSO (2)	
COMITATO AZIONISTI SOCIETÀ NON QUOTATA	1	SOSPENSIONE ABUSIVA SOLLECITAZIONE	IN CORSO (1)	
AGENTI DI CAMBIO	1	RICHIAMO EX ART. 7, CO. 1, LETT. A), LEGGE 157/91	ACCOLTA SOSPENSIVA (1)	
	1	ESCLUSIONE BORSA	ACCOLTA SOSPENSIVA (1)	
	2	D.M. SOSPENSIONE ATTIVITÀ	RESPINTA SOSPENSIVA (2)	
	1	DELIBERA CONSOB OGGETTO CONTRATTI A PREMIO	IN CORSO (1)	
<i>TOTALE</i>	25			

**RICORSO STRAORDINARIO AL CAPO DELLO STATO**

PROMOTORI	1	SOSPENSIONE ATTIVITÀ	IN CORSO (1)
-----------	---	----------------------	--------------

<sup>5</sup> Ricorso promosso nell'anno 1994. <sup>6</sup> Il ricorso impugna sia la proposta della Consob, sia il provvedimento finale del Ministero del tesoro.

**RICORSI AL PRETORE CONTRO LE SANZIONI AMMINISTRATIVE PECUNIARIE<sup>1</sup>  
NEGLI ANNI 1995-1997**

TIPOLOGIA RICORRENTI	NUMERO	TIPOLOGIA INFRAZIONE	ESITO <sup>2</sup>
<b>1995</b>			
SIM	6	ART. 5, CO. 1, LEGGE 1/91	RESPINTO (3) ACCOLTO (3)
	5 <sup>3</sup>	ART. 13, CO. 3, LEGGE 1/91	IN CORSO (1) RESPINTO (4)
PROMOTORI	8 <sup>4</sup>	ART. 5, CO. 8, LETT.F), LEGGE 1/91	RESPINTO (6) RIDUZIONE SANZIONE (2)
AGENTI DI CAMBIO	1	ART. 11, CO. 12, LEGGE 1/91	ACCOLTO <sup>5</sup> (1)
<i>TOTALE</i>	20		
<b>1996</b>			
SIM	1	ART.5, CO. 1, LEGGE 1/91	IN CORSO (1)
	2	ART. 13, CO. 3, LEGGE 1/91	IN CORSO (2)
<i>TOTALE</i>	3		
<b>1997</b>			
BANCHE	1	ART. 5, CO. 1, LEGGE 1/91	IN CORSO (1)
	1	ART. 7, CO. 1, LEGGE 157/91	IN CORSO (1)
<i>TOTALE</i>	2		

Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> Art. 22, legge 689/81. <sup>2</sup> Tra parentesi è indicato il numero dei casi. <sup>3</sup> Di cui 3 reclami relativi a provvedimenti irrogati nel 1994. <sup>4</sup> Si tratta di reclami contro provvedimenti irrogati nel 1994. <sup>5</sup> Avverso tale sentenza la Consob ha presentato ricorso in Cassazione.

AZIONI CONTRO LA CONSOB PER IL RISARCIMENTO DEI DANNI<sup>1</sup>

TIPOLOGIA RICORRENTI	NUMERO		MOTIVI	ESITO
	1996	1997		
CLIENTE SIM	1	1	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO	IN CORSO
	--	1	»	CITAZIONE EX ART. 185 C.P., CO.2
	--	2	DIFFAMAZIONE	IN CORSO
FALLIMENTO SIM	--	1	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO	IN CORSO
SIM	--	1	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO	CHIAMATA IN CAUSA DELLA CONSOB EX ART. 106 C.P.C.
	--	1	DINEGO ESTENSIONE AUTORIZZAZIONE	IN CORSO
AZIONISTA SOCIETÀ QUOTATA	1	--	ILLEGITTIMITÀ DELL'ESONERO CONSOB DALL'OBBLIGO DI PROMUOVERE OPA	PROMOSSO APPELLO DAL RICORRENTE
CLIENTE AGENTE DI CAMBIO	1	--	FATTO ILLECITO DIPENDENTE	IN CORSO
CLIENTE AGENTE DI CAMBIO E SIM	1	--	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO	IN CORSO
<i>TOTALE</i>	<i>4</i>	<i>7</i>		

<sup>1</sup> Alle azioni riportate si aggiunge un ricorso ex art. 700 c.p.c. promosso da un comitato di azionisti di una società non quotata avverso sospensione abusiva di sollecitazione, propedeutico all'azione di risarcimento danni ed ancora in corso.

**IPOTESI DI REATO SEGNALATE DALLA CONSOB  
ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA PENALE**

TIPO DI SOGGETTO	NUMERO		NORMA VIOLATA	FONTE DELL'IPOTESI DI REATO (SI RIFERISCE AL 1997)
	1996	1997		
<b>LEGGE 216/74</b>				
SOCIETÀ QUOTATA	1	1	ART. 1/3	VIGILANZA ORDINARIA
SOCIETÀ QUOTATA	7	5	ART. 1/4	»
SOCIETÀ DI GESTIONE FONDI COMUNI	1	1	»	»
SOGGETTI TENUTI EX ART. 1/18-QUATER	--	1	»	»
PERSONA FISICA	10	5	ART. 1/5	»
ENTE CREDITIZIO	5	4	»	»
SOCIETÀ QUOTATA	9	3	»	»
SOCIETÀ ESTERA	7	14	»	»
FIDUCIARIA ISCRITTA ALL'ALBO SPECIALE	1	1	»	»
S.P.A. E S.R.L.	6	8	»	»
PERSONA FISICA	1	--	ART. 1/5 BIS	»
S.P.A. E S.R.L.	--	4	»	»
ENTE CREDITIZIO	1	--	»	»
SOCIETÀ ESTERA	--	2	»	»
PERSONA FISICA	91	37	ART. 1/17	»
S.P.A. (NON QUOTATA)	--	1	ART. 1/18 QUINTES	»
SIM	5	2	»	»
ENTE CREDITIZIO	--	1	»	»
SOCIETÀ ESTERA	--	1	»	»
SOCIETÀ DI GESTIONE FONDI COMUNI	3	--	»	»
SICAV	--	1	»	»
<b>D.P.R. 136/75</b>				
SOCIETÀ DI REVISIONE	1	--	ART. 14	ISPEZIONE

Si veda la sezione Note metodologiche.

- SEGUE -

APPENDICE

- SEGUE Tav. aVII.4 -

TIPO DI SOGGETTO	NUMERO		NORMA VIOLATA	FONTE DELL'IPOTESI DI REATO (SI RIFERISCE AL 1997)
	1996	1997		
<b>LEGGE 77/83</b>				
SOCIETÀ ESTERA	--	1	ART. 10 QUATER	VIGILANZA ORDINARIA
SIM	2	1	»	ISPEZIONE
ENTE CREDITIZIO	--	1	»	»
SICAV	1	--	»	VIGILANZA ORDINARIA
<b>D.LGS. 415/96</b>				
PROMOTORE	14	12	ART. 37, CO.1	ISPEZIONE/ VIGILANZA ORDINARIA
S.R.L.	2	1	»	VIGILANZA ORDINARIA
SIM	8	7	»	ISPEZIONE/ VIGILANZA ORDINARIA
FIDUCIARIA ISCRITTA ALL'ALBO SPECIALE	--	1	»	ISPEZIONE
FIDUCIARIA NON ISCRITTA ALL'ALBO SPECIALE	1	--	»	»
S.P.A.	--	2	»	VIGILANZA ORDINARIA
SOCIETÀ ESTERA	4	9	»	»
AGENTE DI CAMBIO	--	1	»	ISPEZIONE
SOCIETÀ COOPERATIVA A R.L.	1	--	»	»
ENTE CREDITIZIO	--	4	»	»
ALTRI ENTI COLLETTIVI	--	1	»	VIGILANZA ORDINARIA
PERSONA FISICA	1	1	»	ISPEZIONE
SOCIETÀ EX ART. 106 D.LGS. 385/93	--	1	ART. 37, CO. 2	VIGILANZA ORDINARIA
PERSONA FISICA	11	4	ART. 37, ULT. CO.	ISPEZIONE/ VIGILANZA ORDINARIA
SIM	--	1	ART. 38	ISPEZIONE
S.P.A.	--	1	»	»
AGENTI DI CAMBIO	--	2	ART.39	»
<b>LEGGE 15/80</b>				
SIM	5	1	ART. 13	ISPEZIONE
S.R.L.	1	--	»	VIGILANZA ORDINARIA
ENTE CREDITIZIO	2	--	»	ISPEZIONE
FIDUCIARIA ISCRITTA ALL'ALBO SPECIALE	1	--	»	»
AGENTE DI CAMBIO	2	2	»	»
<b>D.LGS. 84/92</b>				
SIM	1	--	ART. 15	VIGILANZA ORDINARIA

- SEGUE -

RELAZIONE PER L'ANNO 1997

- SEGUE TAV. aVII.4 -

TIPO DI SOGGETTO	NUMERO		NORMA VIOLATA	FONTE DELL'IPOTESI DI REATO (SI RIFERISCE AL 1997)
	1996	1997		
<b>D.LGS. 86/92</b>				
SIM	1	--	ART. 5	VIGILANZA ORDINARIA
SOCIETÀ ESTERA	2	--	»	»
PROMOTORE	3	--	»	»
<b>D.LGS. 385/93</b>				
PERSONA FISICA	--	1	ART. 130	VIGILANZA ORDINARIA
S.P.A.	1	1	»	»
PROMOTORE	--	1	»	»
SIM	1	1	ART. 132	»
<b>CODICE CIVILE</b>				
SOCIETÀ QUOTATA	1	--	ART. 2621, CO. 1	VIGILANZA ORDINARIA
S.R.L.	1	--	»	»
S.P.A.	--	1	»	»
SIM	--	1	»	»
SIM	2	--	ART. 2631	ISPEZIONE
<b>CODICE PENALE</b>				
PROMOTORE	--	1	ART. 485	VIGILANZA ORDINARIA
PERSONA FISICA	5	--	ART. 596 BIS	»
PROMOTORE	46	44	ARTT. 640 e/o 646	ISPEZIONE/VIGILANZA ORDINARIA
AGENTE DI CAMBIO	1	4	»	»
SIM	6	3	»	»
SOCIETÀ ESTERA	2	1	»	ISPEZIONE
SOCIETÀ QUOTATA	1	--	»	ISPEZIONE
PERSONA FISICA	4	1	»	VIGILANZA ORDINARIA
ENTI CREDITIZI	--	2	»	»
SOCIETÀ DI REVISIONE	1	--	ART. 644	ISPEZIONE
SOCIETÀ ESTERA	2	--	ART. 718	VIGILANZA ORDINARIA
<b>LEGGE FALLIMENTARE</b>				
AGENTE DI CAMBIO	1	--	ARTT. 216, CO. 1, N. 2 E 217, CO. 1, N. 4	ISPEZIONE
AGENTE DI CAMBIO	1	--	ART. 217, CO. 1, N. 4	»
<i>TOTALE</i>	288	208		

**COOPERAZIONE INTERNAZIONALE**  
RICHIESTE DI COLLABORAZIONE

OGGETTO	DALLA CONSOB AD AUTORITÀ ESTERE			DA AUTORITÀ ESTERE ALLA CONSOB		
	1995	1996	1997 <sup>1</sup>	1995	1996	1997 <sup>1</sup>
INSIDER TRADING	11	33	11	5	5	5
MANIPOLAZIONE DEI PREZZI DI VALORI MOBILIARI	--	1	4	--	--	1
SOLLECITAZIONE E ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE ABUSIVE	9	19	8	4	7	4
TRASPARENZA E INFORMATIVA SOCIETARIA	--	1	2	2	2	2
PARTECIPAZIONI RILEVANTI AL CAPITALE DI SOCIETÀ QUOTATE E DI INTERMEDIARI AUTORIZZATI	7	6	3	6	--	12
REQUISITI DI ONORABILITÀ E PROFESSIONALITÀ	16	3	3	11	14	15
<i>TOTALE</i>	<i>43</i>	<i>63</i>	<i>31</i>	<i>28</i>	<i>28</i>	<i>39</i>

<sup>1</sup> Sono indicati soltanto i casi nuovi.

**CONTRIBUTI "DAL MERCATO" AL FINANZIAMENTO DELLA CONSOB**  
(MILIARDI DI LIRE)

CATEGORIE DI OPERATORI	ANNI	
	1996 <sup>1</sup>	1997 <sup>2</sup>
IMPRESE DI INVESTIMENTO	1,9	0,9
BANCHE	5,3	4,5
SOCIETÀ DI REVISIONE	2,2	3,0
PROMOTORI DI SERVIZI FINANZIARI	9,1	9,6
ORGANISMI DI MERCATO <sup>3</sup>	2,3	2,3
EMITTENTI	11,8	13,2
OIC	2,5	2,6
ALTRI <sup>4</sup>	5,0	3,0
<i>TOTALE ENTRATE CONTRIBUTIVE</i>	<i>40,1</i>	<i>39,1</i>

<sup>1</sup> Dati consuntivi. <sup>2</sup> Dati pre-consuntivi. <sup>3</sup> In tale categoria sono ricompresi il Consiglio di Borsa Spa, ora Borsa Italiana Spa, i comitati di gestione Mif e Mts, la Cassa di compensazione e garanzia e la Monte Titoli Spa. <sup>4</sup> Sono ricompresi in tale categoria di operatori i seguenti soggetti: praticanti promotori e aspiranti promotori di servizi finanziari; agenti di cambio; fornitori di informazioni ex art. 25, legge 1/91; soggetti che promuovono attività di sollecitazione del pubblico risparmio.



**IL PERSONALE<sup>1</sup>**

ANNI	DIPENDENTI DI RUOLO				DIPENDENTI A TEMPO DETERMINATO	TOTALE
	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
1997	125	161	21	307	96	403

Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> Dati di fine anno.

TAV. aIX.3

**DISTRIBUZIONE DEL PERSONALE PER QUALIFICA E PER UNITÀ ORGANIZZATIVA<sup>1</sup>**

VOCI	DIVISIONI								ALTRI UFFICI <sup>2</sup>	TOTALE
	AFFARI CONTABILI	INFORMATIVA SOCIETARIA	MERCATI	INTERMEDIANI	AFFARI LEGALI	STUDI ECONOMICI	RISORSE	AFFARI GENERALI		
CARRIERA DIRETTIVA										
- SUPERIORE	2	5	2	5	6	1	1	8	11	41
- INFERIORE	12	15	8	17	5	5	7	8	14	91
CARRIERA OPERATIVA	16	14	17	68	17	8	23	37	46	246
CARRIERA DEI SERVIZI GENERALI	--	--	--	5	--	--	--	20	--	25
<i>TOTALE</i>	30	34	27	95	28	14	31	73	71	403

Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> Dati al 31 dicembre 1997. I contrattisti sono distribuiti secondo la loro equiparazione. <sup>2</sup> Comprendono gli uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni ed il personale distaccato presso altre amministrazioni.

TAV. aIX.4

**RICHIESTE DI DOCUMENTAZIONE E INFORMAZIONI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB**

	1994	1995	1996	1997
<i>SOGGETTI</i>				
INVESTITORI ISTITUZIONALI E OPERATORI PROFESSIONALI	326	683	716	673
RISPARMIATORI, STUDENTI E ALTRI SOGGETTI	179	315	484	441
<i>TOTALE</i>	505	998	1200	1114
<i>OGGETTO DELLA RICHIESTA</i>				
DELIBERE, COMUNICAZIONI, PROSPETTI, ECC.	290	442	475	451
TESTI INTEGRATI DI LEGGI E REGOLAMENTI	105	325	401	367
RICHIESTA DATI E INFORMAZIONI	96	208	310	286
ALTRO	14	23	14	10
<i>TOTALE</i>	505	998	1200	1114

## DATI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

---

---

	1993	1994	1995	1996	1997
RIUNIONI DELLA COMMISSIONE	174	187	220	221	215
AUDIZIONI IN SEDE DI COMMISSIONE	17	10	8	2	--
PROVVEDIMENTI URGENTI DEL PRESIDENTE	107	129	88	112	127
DELIBERE DELLA COMMISSIONE ARTICOLANTESI IN PREMESSE E DISPOSITIVO (ISCRIZIONI, CANCELLAZIONI DA ALBI, AMMISSIONI, REVOCHE DALLA QUOTAZIONE, ECC.)	899	1296	742	721	722
RISPOSTE A SPECIFICI QUESITI CIRCA L'INTERPRETAZIONE DI NORME DI LEGGE O DI REGOLAMENTO	133	216	110	170	85
DELIBERAZIONI COMPLESSIVAMENTE ASSUNTE NEL PERIODO	2200	3300	2700	2500	2500

---

---



## NOTE METODOLOGICHE

### *Avvertenze*

Nelle tavole della Relazione e dell'Appendice sono adoperati i seguenti segni convenzionali:

- 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.

### *LE SOCIETÀ QUOTATE E LA SOLLECITAZIONE DEL RISPARMIO*

Tavv. I.1, I.2, I.3 e Tavv. aI.1 e aI.2

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, le società estere quotate in borsa per le quali non si applicano gli obblighi di cui all'art. 5 e le società sulle quali, alla fine dell'anno, risulta in corso un'Opa residuale. 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.4 e Tavv. aI.4 e aI.5

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.

Tav. I.7

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 il numero di titoli collocati coincida con il numero di titoli offerti. In caso contrario, i dati sono stati modificati tenendo conto dell'esito effettivo dell'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. aI.7

La sanzione prevista all'art. 1/5 *quinquies* della legge 216/74 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. Quella prevista dall'art. 1/17 della stessa legge riguarda il 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, e il 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. La sanzione prevista dall'art. 1/18 riguarda il compimento di attività di sollecitazione del pubblico risparmio in violazione delle norme prescritte (comunicazione preventiva, prospetto informativo).

Tav. aI.14

Il criterio di distribuzione temporale delle società in difficoltà si basa sulla data di inizio della procedura concorsuale o del piano di risanamento.

Tavv. aI.15 e aI.16

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. aI.18

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.

## ***L'INFORMATIVA CONTABILE E LA REVISIONE DEI CONTI***

Fig. II.1

L'incidenza del fenomeno della "riconciliazione" dei conti consolidati degli emittenti è stata calcolata considerando il rapporto, in valore percentuale, tra il risultato di esercizio (patrimonio netto) ottenuto seguendo i principi contabili statunitensi ed il risultato di esercizio (patrimonio netto) calcolato secondo i principi contabili italiani. Le operazioni di riconciliazione sono presentate nella Tav. aII.1.

Tav. II.1

Per quanto riguarda le "operazioni con parti correlate e quelle atipiche o inusuali", la verifica è stata condotta utilizzando sottocampioni estratti dal campione base e relativi alle sole società che hanno posto in essere le suddette operazioni.

In particolare, solo 59 società hanno avuto rilevanti rapporti con parti correlate. L'individuazione di questo sottocampione è stata effettuata utilizzando i bilanci consolidati di gruppo al 31 dicembre 1996 (si è ritenuto, infatti, che tali bilanci rappresentino lo strumento più idoneo a rilevare i rapporti con parti correlate "esterne" al perimetro di consolidamento, siano esse controllanti (quotate e non), collegate o consociate).

D'altra parte, l'analisi dei bilanci 1996 ha rivelato che solo 50 emittenti hanno posto in essere operazioni atipiche o inusuali (intendendo per tali tutte quelle estranee alla normale gestione d'impresa, ad esempio, operazioni di ristrutturazione di gruppo accompagnate da operazioni di finanza straordinaria quali fusioni, scorpori o cessioni di rami aziendali, interventi sul capitale delle società del gruppo, operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio e così via).

La verifica delle valutazioni fornite dal collegio sindacale sui rilievi contenuti nella relazione di certificazione del bilancio è stata condotta su un campione di 86 società, ossia solo sulle società le cui relazioni di certificazione presentano per il 1996 rilievi e richiami d'informativa significativi.

Le società che hanno proposto di distribuire un dividendo sui risultati dell'esercizio 1996 sono 105.

Infine, le società che hanno proposto all'assemblea il conferimento/revoca dell'incarico di revisione e certificazione ammontano a 67.

In alcuni casi la mancanza di un dato percentuale è da attribuire all'impossibilità di determinare il numero complessivo di società, rispetto al campione generale, nelle quali ha trovato espressione il fenomeno stesso.

Tavv. II.3 e II.4

Sono stati presi in esame gli incarichi assegnati dalle società quotate sul listino ufficiale alle società di revisione nel triennio 1995 - 97. 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 particolare, 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 1.500 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.

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. aII.4

Il numero degli incarichi legali si riferisce alla revisione e certificazione dei bilanci relativi agli esercizi chiusi al 31 dicembre 1996 (periodo 1.7.1996 - 30.6.1997), che sono stati approvati dalla Consob ai sensi dell'art. 2 del D.P.R. 136/75.

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; - società editoriali; - Monte Titoli Spa.

Gli incarichi legali non includono quelli conferiti dalle società di assicurazioni in quanto gli stessi vengono approvati solo a partire dal 23 giugno 1997, data di pubblicazione del D.Lgs. 26 maggio 1997, n. 173, che ha esteso a tali soggetti l'obbligo di revisione e certificazione del bilancio d'esercizio ai sensi dell'art. 2, sesto comma, del D.P.R. 31 marzo 1975, n. 136.

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 (compresi nella tabella relativa agli incarichi volontari) ed estere.

I gruppo: società di revisione a matrice internazionale con più di 300.000 ore spese nel periodo 1 luglio 1996 - 30 giugno 1997, per un totale di 6 società in ordine di fatturato decrescente (Arthur Andersen Spa, Reconta Ernst & Young Spa, KPMG Spa, Coopers & Lybrand Spa, Price Waterhouse Spa, Deloitte & Touche Spa).

II gruppo: società di revisione con un numero di ore spese nello stesso periodo superiore alle 25.000, per un totale di 8 società in ordine di fatturato decrescente (Ria & Partners Sas già Ria & Mazars Sas, Grant Thornton Spa, Consulaudit Spa, Sala Scelsi Farina BDO Sas, CZ Revisione Srl, Bompani Audit Sas, Mazars & Guerard Spa già Guerard Viala Spa - esercizio di otto mesi).

III gruppo: società di revisione con un numero di ore spese nello stesso periodo inferiore alle 25.000, per un totale di 11 società in ordine di fatturato decrescente (Horwath & Horwath Italia Sas, S.E.R.C.A. Sas, Revisa Sas, Fausto Vittucci & C. Sas, Ifirevi Srl, Axis Srl, Sofiresa Sas, Società Generale di Revisione e Certificazione Sas, Moore Stephens & Co. Sas, G Revisioni Srl - esercizio di sei mesi -, Audirevi 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; Monte Titoli Spa.



## ***I MERCATI REGOLAMENTATI***

### **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.8**

Il criterio scelto per la selezione delle società è che essa sia stata revocata dal listino, ammessa al regime di parziale sospensione o sospesa a tempo indeterminato per effetto di una situazione di crisi o difficoltà finanziaria. 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 per un periodo di tempo inferiore (ad esempio Ferfin e Montedison).

### **Tav. aIII.9**

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 irrogata è un richiamo ai sensi dell'art. 7 della legge 157/91.

## ***L'ABUSO DI INFORMAZIONI RISERVATE E LA MANIPOLAZIONE***

### **Tav. IV.4**

#### Legge 157/91

- ART. 2: il primo comma vieta l'acquisto o la vendita, ovvero "altre operazioni, anche per interposta persona, su valori mobiliari, ivi compresi i relativi diritti di opzione, qualora si posseggano 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". Il secondo comma stabilisce che "è altresì vietato comunicare a terzi, senza giustificato motivo, le informazioni di cui al comma 1 o di consigliare a terzi, sulla base delle suddette informazioni, il compimento delle operazioni di cui al comma 1". Il terzo comma vieta "agli azionisti che anche di fatto esercitano il controllo della società, ai sensi dell'art. 2359 del codice civile, agli amministratori, ai liquidatori, ai direttori generali, ai sindaci e ai revisori dei conti" di acquistare o vendere ovvero compiere altre operazioni su valori mobiliari dopo la convocazione del consiglio d'amministrazione o di altro organo che debba deliberare su operazioni idonee a influenzare sensibilmente il prezzo e prima che la delibera sia stata resa pubblica. I divieti sinora esposti "sono estesi a tutti coloro che abbiano direttamente o indirettamente ottenuto informazioni, consapevoli del carattere riservato delle stesse, da soggetti che dette informazioni posseggano in ragione dell'esercizio della loro funzione, professione o ufficio".
- ART. 5: il primo comma sanziona penalmente, con la reclusione fino a sei mesi e multa da uno a trenta milioni di lire, la divulgazione di notizie false, esagerate o tendenziose, ovvero il compimento di operazioni simulate od altri artifici, idonei ad influenzare sensibilmente il prezzo di valori mobiliari. Il secondo comma stabilisce che se i fatti suindicati mirano a provocare una sensibile alterazione del prezzo ovvero l'apparenza di un mercato attivo si applicano le pene di cui all'art. 501 del codice penale. Le pene sono aumentate se i comportamenti di cui al primo e al secondo comma producono sensibili alterazioni del prezzo dei valori mobiliari ovvero l'apparenza di un mercato attivo.
- ART. 8: il primo comma definisce i poteri di cui la Consob può avvalersi, nei confronti dei soggetti di cui agli artt. 2 e 5, nel corso della verifica di eventuali violazioni delle norme di cui agli articoli suddetti; a tal fine è prevista la facoltà di avvalersi della collaborazione delle pubbliche amministrazioni. Vengono inoltre

sanzionati penalmente la mancata ottemperanza alle richieste della Consob, ovvero i comportamenti che ne ostacolano o ritardano l'esercizio delle funzioni, posti in essere da amministratori, liquidatori, sindaci, revisori, direttori generali, dirigenti della società nonché dagli altri soggetti obbligati ai sensi del primo comma.

### **L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE: GLI ANDAMENTI**

#### Tavv. V.2 e V.3

La classificazione dei fondi nelle varie categorie (azionari, bilanciati, obbligazionari e monetari) è stata effettuata sulla base delle indicazioni sulla politica di investimento contenute nel Regolamento del fondo e dei criteri fissati da Assogestioni.

I dati sulle commissioni sono presi dai prospetti informativi, mentre i dati relativi ai patrimoni sono estratti dalla banca dati MoneyMate.

L'incidenza, in termini di patrimonio gestito, dei fondi che applicano commissioni di incentivo, è stata calcolata dividendo, per ogni categoria, il patrimonio dei fondi che utilizzano commissioni di incentivo per il patrimonio totale dei fondi del campione appartenenti alla stessa categoria.

La commissione media di gestione è la media aritmetica semplice delle commissioni di gestione relative ai fondi considerati.

#### Tav. V.4

Nell'attività di negoziazione sono inclusi i volumi negoziati su azioni, obbligazioni e titoli di Stato.

#### Tav. V.6

Il campione esaminato è costituito dalle Sim che tra il 1993 e il 1996 chiudono il bilancio al 31 dicembre; non comprende le Sim che pur essendo iscritte all'albo tenuto dalla Consob, di fatto non erano operative. Sono state inoltre escluse quelle Sim che effettuavano prevalentemente servizi di consulenza o per le quali l'ammontare dei ricavi era così esiguo e influenzato considerevolmente da voci non "caratteristiche" che non era possibile una chiara classificazione per tipologia di attività. Bisogna inoltre precisare che nell'ambito della categoria "Sim di negoziazione" sono inclusi sia i *broker* puri, ovvero le Sim che svolgono esclusivamente un'attività di negoziazione in conto terzi, sia gli intermediari che svolgono in tutto o in parte un'attività di *dealing*. Il Roe che è stato calcolato è un Roe di settore ossia una media ponderata dei risultati economici, adottando come peso della ponderazione il patrimonio netto.

#### Tav. V.7

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).

#### Tav. V.8

I dati relativi al numero di investitori istituzionali e alla quota ante offerta e post offerta sono calcolati come medie aritmetiche semplici, riferite alle sole società in cui erano presenti investitori istituzionali alla data dell'offerta.

La differenza tra la quota *ante* offerta e quella *post* offerta non corrisponde alla quota ceduta da parte dell'investitore istituzionale, in quanto la quota post offerta risulta diluita per effetto dell'aumento di capitale contestuale alla quotazione.

Tav. aV.6

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. aV.18). Tale dato comprende anche i fondi lussemburghesi cosiddetti "esterovestiti", cioè 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.

L'indice di Herfindahl è pari alla sommatoria dei quadrati delle quote di mercato rispettivamente delle società di gestione o dei gruppi presenti sul mercato.

Tav. aV.7

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 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; è stato utilizzato, nella classificazione del soggetto controllante, un criterio di "attività prevalente".

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 "intermediari finanziari non bancari" 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. aV.8-aV.14

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.

Tav. aV.8

I dati relativi alle banche del 1995 e 1996, nell'ambito della negoziazione per conto terzi di azioni ed obbligazioni sono relativi alla sola raccolta ordini. I dati del 1997 includono anche le negoziazioni effettuate direttamente dagli operatori collegati con i vari mercati.

Tavv. aV.8-aV.10

I valori percentuali sono stati calcolati sulla base della sommatoria dei controvalori segnalati dai singoli intermediari.

Tav. aV.15

Il *turnover* è calcolato come rapporto tra la differenza costituita dalle nuove iscrizioni e le cancellazioni all'albo sul totale delle Sim iscritte nell'anno precedente.

Tav. aV.16

Per servizi di investimento si intendono quelli di cui all'art.1, comma 3 del D.Lgs. 415/96.

### ***L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE: LA VIGILANZA***

Tav. VI.2

I dati del 1995 e del 1996 possono comprendere provvedimenti sanzionatori irrogati allo stesso intermediario. Il "richiamo" fa riferimento alle sanzioni di cui all'art. 7 della legge 157/91 ed a quella prevista dall'art. 22 della legge 402/67 per i soli agenti di cambio.

Per Sim e banche sono state considerate, relativamente al 1997, le proposte di applicazione di sanzioni amministrative e pecuniarie ai sensi della legge 1/91, inviate al Ministero del tesoro; quanto alle sanzioni previste dal D.Lgs. 415/96, nel corso del 1997, non sono state formulate proposte al Ministero del tesoro. Relativamente agli agenti di cambio, delle 3 sanzioni pecuniarie segnalate nel 1997, una è già stata irrogata dal Ministero del tesoro, mentre le rimanenti, proposte dalla Commissione, sono al vaglio del Ministero.

I provvedimenti di sospensione cautelare e sanzionatoria sono quelli previsti dall'art. 13, commi 1, 2, 3 e 4, della legge 1/91, con riferimento a Sim e banche; quelli relativi agli agenti di cambio si riferiscono ai provvedimenti sanzionatori di cui all'art. 22 della legge 402/67.

Uno dei 4 provvedimenti di esclusione dalle borse valori, relativi al 1997, è stato successivamente revocato. Nel caso della "liquidazione coatta amministrativa", si fa riferimento al numero delle proposte formulate al Ministero del tesoro per l'adozione del provvedimento ai sensi dell'art. 34 del D.Lgs. 415/96; in un caso la proposta è ancora pendente; in un altro caso la proposta è stata formulata dalla Banca d'Italia. I dati per il 1995 e il 1996 comprendono le Sim e le società fiduciarie.

### ***IL CONTROLLO GIURISDIZIONALE***

Tav. aVII.2

Norme violate:

#### Legge 1/91

- Art. 5, co. 1, obbliga gli intermediari autorizzati 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), obbliga i promotori finanziari a rispettare regole di presentazione e comportamento, nei rapporti con la clientela; Art. 11 obbliga gli intermediari autorizzati a eseguire le negoziazioni i valori mobiliari, trattati sui mercati regolamentati, esclusivamente in detti mercati; 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.

#### Legge 157/91

Art. 7, comma 1, lett. b), assoggetta gli intermediari alla sanzione pecuniaria comminata con decreto del Ministro del tesoro su proposta della Consob per la violazione delle disposizioni del regolamento ex art. 6, legge 157/91.

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 85/611 e 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.

D.Lgs. 415/96

- ART. 37: la disposizione sanziona penalmente l'esercizio abusivo di servizi di investimento (comma 1), nonché la condotta di chi esercita abusivamente l'attività di promotore finanziario (comma 3); il comma 2 conferisce alla Consob e alla Banca d'Italia la legittimazione a denunciare i fatti al P.M. *ex art.* 2409 c.c. nel caso di fondato sospetto che una società svolga abusivamente servizi di investimento.
- ART. 38: la norma sanziona penalmente la gestione infedele di patrimoni.
- ART. 39: la disposizione introduce una nuova fattispecie contravvenzionale destinata a sanzionare penalmente la violazione delle disposizioni concernenti la separazione di patrimoni.

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 Oic 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.

***L'AMMINISTRAZIONE DELLA CONSOB***

Tavv. aIX.2 e aIX.3

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<sup>a</sup>, Funzionario di 2<sup>a</sup>. La carriera operativa comprende la qualifica di Coadiutore principale, Coadiutore, Assistente superiore, Assistente e vice Assistente.





---

**SIGLARIO**

Aifi	Associazione italiana degli investitori istituzionali nel capitale di rischio
Amga	Azienda Mediterranea Gas e Acqua
BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
Bnl	Banca Nazionale del Lavoro
Boc	Buoni obbligazionari comunali
Btp	Buoni del tesoro poliennali
Bund	Titoli di Stato a medio e lungo termine emessi dal Governo federale tedesco
Cab	Credito Agrario Bresciano
Cad	Capital Adequacy Directive
c.c.	Codice civile
CdA	Consiglio di amministrazione
Ced	Centro elaborazione dati
CEE	Comunità Economica Europea
Cnmv	Comisión Nacional del Mercado de Valores
Cob	Commission des Opérations de Bourse
Comit	Banca Commerciale Italiana
Consob	Commissione nazionale per le società e la borsa
Credit	Credito Italiano
c.p.	Codice penale
c.p.c.	Codice di procedura civile
c.p.p.	Codice di procedura penale
Dit	Dual Income Tax
D.L.	Decreto legge
D.L.Lgt.	Decreto legge luogotenenziale
D.Lgs.	Decreto legislativo
D.M.	Decreto ministeriale
D.P.C.M.	Decreto del Presidente del consiglio dei ministri
Dpef	Documento di programmazione economica e finanziaria
D.P.R.	Decreto del Presidente della Repubblica
Dti	Department of Trade and Industries
Ecu	<i>European currency unit</i>
Enel	Ente Nazionale per l'Energia Elettrica
Eni	Ente Nazionale Idrocarburi
Fefsi	Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement
Fesco	Forum of European Securities Commissions
Fib30	<i>Future</i> sull'indice di borsa Mib30

FibO30	Opzione sul future Fib30
Fibv	Fédération Internationale des Bourses de Valeurs
Fsa	Financial Services Authority
Gaap	Generally Accepted Accounting Principles
Gats	General Agreement on Trade in Services
G7	Gruppo dei sette principali paesi industriali
Iapc	International Auditing Practices Committee
Ias	International Accounting Standards
Iasc	International Accounting Standards Committee
Ici	Investment Company Institute
Idem	Italian Derivatives Market
Ifac	International Federation of Accountants
Imi	Istituto Mobiliare Italiano
Ina	Istituto Nazionale Assicurazioni
Iomm	Indicatore di operatività dei <i>market makers</i>
Iosco	International Organization of Securities Commissions
Irap	Imposta regionale sulle attività produttive
Iri	Istituto per la Ricostruzione Industriale
Isefi	Internazionale di Servizi Finanziari
Iso $\alpha$	<i>Individual Stock Option</i> , dove $\alpha$ indica il singolo titolo azionario
Istat	Istituto Nazionale di Statistica
Mai	Multilateral Agreement on Investments
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>
Mot	Mercato obbligazionario telematico
Mts	Mercato telematico dei titoli di Stato
Nyse	New York Stock Exchange
Ocse	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico
Oic	Organismi di investimento collettivo
Omc	Organizzazione mondiale del commercio
Opa	Offerta pubblica di acquisto
Ops	Offerta pubblica di sottoscrizione
Opse	Offerta pubblica di scambio
Opv	Offerta pubblica di vendita
Pil	Prodotto interno lordo
Roe	<i>Return on equity</i>
Rrg	Sistema di "riscontro e rettifica" dei contratti
Sas	Società in accomandita semplice

Sec	Securities and Exchange Commission
Sga	Società per la Gestione di Attività
Sia	Società interbancaria per l'automazione
Sicav	Società di investimento a capitale variabile
Sim	Società di intermediazione mobiliare
Spa	Società per azioni
Srl	Società a responsabilità limitata
Sro	Self-Regulatory Organisation
Stet	Società Finanziaria Telefonica
Tasc	Technical Accounting Sub-Committee
Tar	Tribunale amministrativo regionale
Tfr	Trattamento di fine rapporto
Tim	Telecom Italia Mobile
UE	Unione Europea
Wto	World Trade Organization



## INDICE

### PARTE PRIMA

#### **RELAZIONE AL MINISTRO DEL TESORO, DEL BILANCIO E DELLA PROGRAMMAZIONE ECONOMICA**

##### **I L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E IL MERCATO**

- L'andamento del mercato*
- La privatizzazione della borsa*
- La regolamentazione dei mercati e dei servizi d'investimento*
- Le offerte al pubblico*
- L'informativa societaria e contabile*
- La vigilanza sugli operatori e sul mercato*
- La cooperazione internazionale*
- L'attività interna*

##### **II LE LINEE D'INDIRIZZO**

- L'attuazione del Testo unico della finanza*
- I collegamenti internazionali*
- La privatizzazione della borsa*

##### **III LE QUESTIONI APERTE**

- L'istituzione Consob*
- La cooperazione internazionale*
- Le sanzioni agli intermediari e la depenalizzazione*
- Il finanziamento della Consob*
- Il personale*
- Le sedi*

#### **DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO**

- L'attività della Consob*
- La Piazza finanziaria italiana*
- Il 1997: sviluppo e problemi*
- La cessione di imprese pubbliche*
- Le imprese private: offerta azionaria e controlli*

*Il mercato come impresa*  
*Gli intermediari finanziari*  
*Il mercato e il fisco*  
*Il Testo unico della finanza e la regolamentazione*  
*Il fondamento della fiducia*  
*La cooperazione internazionale*

## PARTE SECONDA

### **DATI E ANALISI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E SULL'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO**

#### **I. LE SOCIETÀ QUOTATE E LA SOLLECITAZIONE DEL RISPARMIO**

*La proprietà e il controllo nelle società quotate*  
*I trasferimenti di controllo e le offerte pubbliche di acquisto*  
*Le offerte finalizzate all'ammissione a quotazione*  
*Le operazioni di finanza straordinaria*  
*La privatizzazione di società quotate*  
*Le operazioni di sollecitazione relative a titoli non quotati*  
*L'attività regolamentare e interpretativa*

#### **II. L'INFORMATIVA CONTABILE E LA REVISIONE DEI CONTI**

*I controlli interni*  
*Il controllo sull'informativa contabile*  
*La vigilanza sulle società di revisione*  
*L'attività regolamentare e interpretativa*

#### **III. I MERCATI REGOLAMENTATI**

*Il mercato di borsa e dei derivati*  
*La privatizzazione della borsa*  
*L'accesso remoto e il servizio di liquidazione*  
*L'attività di controllo e di regolamentazione*

#### **IV. L'ABUSO DI INFORMAZIONI RISERVATE E LA MANIPOLAZIONE**

*Le azioni per il rispetto della normativa*  
*Le segnalazioni delle ipotesi di reato*  
*Tipologie di utilizzo di informazioni riservate e di manipolazione*

- V. *L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE: GLI ANDAMENTI*  
*La gestione del risparmio attraverso gli Oic*  
*Le commissioni di incentivo e di gestione nei fondi comuni*  
*I fondi pensione*  
*Le attività di intermediazione mobiliare disciplinate dal D.Lgs. 415/96*  
*Gli intermediari mobiliari*  
*L'attività di intermediazione relativa ai collocamenti e all'acquisizione di partecipazioni*
- VI. *L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE: LA VIGILANZA*  
*L'analisi degli esposti e l'attività ispettiva*  
*I provvedimenti cautelari e sanzionatori nei confronti degli intermediari*  
*Le crisi degli intermediari e il Fondo nazionale di garanzia*  
*La vigilanza sui promotori finanziari*  
*L'attività regolamentare*  
*L'attività interpretativa*
- VII. *IL CONTROLLO GIURISDIZIONALE*  
*La verifica in sede giurisdizionale dei provvedimenti in materia di vigilanza*  
*La verifica in sede giurisdizionale dei comportamenti della Consob*  
*Le segnalazioni di ipotesi di reato e l'attività di supporto prestata all'Autorità Giudiziaria*
- VIII. *LA COOPERAZIONE INTERNAZIONALE*  
*L'Unione Europea*  
*Le iniziative in ambito internazionale*  
*La Iosco*
- IX. *L'AMMINISTRAZIONE DELLA CONSOB*  
*La gestione finanziaria*  
*La gestione delle risorse umane e l'organizzazione interna*  
*Le relazioni con l'esterno*
- X. *IL TESTO UNICO IN MATERIA DI MERCATI FINANZIARI*  
*Gli intermediari*  
*I mercati*  
*Le società e il mercato*  
*Il governo societario*  
*L'uso illecito dell'informazione*

*APPENDICE*

*Indice delle tavole*

*Tavole statistiche*

*Note metodologiche*

*Siglarario*