

# SENATO DELLA REPUBBLICA

— XI LEGISLATURA —

**Doc. XXXIV**  
**n. 2**

## RELAZIONE

### **SULL'ATTIVITÀ DELLA COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (CONSOB) NEL 1992**

*(Articolo 1 della legge 7 giugno 1974, n. 216,  
modificato dall'articolo 1 della legge 4 giugno 1985, n. 281)*

**Presentata dal Ministro del tesoro**  
**(BARUCCI)**

—————  
**Comunicata alla Presidenza il 28 luglio 1993**  
—————



VALUTAZIONI DEL MINISTRO DEL TESORO

SULLA RELAZIONE DELLA COMMISSIONE NAZIONALE

PER LE SOCIETA' E LA BORSA PER L'ANNO 1992



Il 1992 è stato un anno difficile per l'economia, a causa di una situazione congiunturale critica che ha comportato ripercussioni negative sull'andamento della borsa. E' importante, al riguardo, rilevare che per la borsa di Milano si è trattato del terzo anno consecutivo di flessione del rendimento annuale: si tratta di un andamento in controtendenza rispetto a quello delle borse europee - che invece risulta positivo nel medio termine - e che fortunatamente si è andato modificando nell'anno in corso. Nella relazione la Consob esamina analiticamente questa situazione ed i riflessi delle innovazioni organizzative e regolamentari intervenute nel corso dell'anno.

Con riferimento a quest'ultimo aspetto, va rilevato che il 1992 è stato un anno di progressiva evoluzione degli strumenti operativi del mercato: è stata infatti impostata l'operatività di una serie di meccanismi la cui piena utilità e funzionalità saranno verosimilmente verificate ed apprezzate in futuro, man mano che il mercato riacquisterà vitalità.

Positiva si è rilevata l'entrata a regime del sistema telematico di contrattazione, di cui si sono potuti apprezzare i risultati in termini di maggiore efficienza e trasparenza, nonostante talune difficoltà operative in via di risoluzione.

Va apprezzato lo sforzo della Consob, diretto ad un costante "monitoraggio organizzativo" in un'ottica di flessibilità in ordine ai profili tecnici del sistema, che vengono appropriatamente valutati.

Un adeguato potenziamento del sistema informatico ha consentito alla Commissione anche di far fronte ai propri compiti derivanti dalla legge n. 1/1991, attivando le procedure finalizzate a raccogliere i dati pervenuti dalle SIM e ad estrapolarli per avere elementi di supporto alle proprie decisioni.

Rinviando alla relazione per l'esame degli aspetti tecnici e delle soluzioni applicative, giova qui sottolineare che l'interscambio di informazioni e la collaborazione tra i sistemi della Commissione e della Banca d'Italia, nonché l'adozione di procedure di ricezione telematica dei dati da parte degli operatori, consentono una visione completa e in tempo reale delle varie componenti del mercato.

Particolare attenzione viene riservata all'esigenza di incrementare la competitività del mercato nazionale rispetto al SEAQ INTERNATIONAL: opportunamente la Consob ha disposto l'allungamento dell'orario di contrattazione ed ha reso più agile la disciplina relativa all'esecuzione degli ordini fuori borsa. A quest'ultimo riguardo, va ricordato che il recepimento della direttiva comunitaria sui servizi di investimento comporterà, tra l'altro, l'adeguamento alle prescrizioni comunitarie della vigente normativa relativa alla concentrazione degli ordini in borsa - che tra l'altro penalizzano eccessivamente gli investitori istituzionali.

Particolarmente importante è lo sforzo organizzativo volto a migliorare il sistema di liquidazione, in vista della costituzione di un vero e proprio mercato "a contanti": correttamente viene prospettata la correlativa

necessità di predisporre nuove più moderne forme di finanziamento in titoli e in denaro; mentre non va trascurata l'esigenza della creazione di un efficiente mercato di "futures" su azioni, dopo la buona prova fornita dall'avvio del "future" su titoli di Stato.

Molto stimolante è il tema dei mercati locali: si tratta di un punto decisivo per la diffusione della cultura del capitale di rischio nell'ambito delle imprese medio-piccole, sul quale si rileva come anche la Consob ritenga ormai auspicabile un'evoluzione in senso privatistico dei modelli organizzativi di mercato, prefigurando l'istituzione di mercati aventi configurazione societarie.

Anche l'imminente istituzione dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi contribuirà allo sviluppo di una siffatta cultura, permettendo alle società di dimensioni più contenute di ricevere flussi di risparmio dalle famiglie attraverso uno strumento già diffuso all'estero, che, impiegando stabilmente i capitali raccolti sotto il vincolo della diversificazione degli investimenti e del frazionamento del rischio, raggiunge l'obiettivo di conciliare le esigenze del risparmio privato con quelle della produzione.

L'ingresso del mercato di questi e altri investitori istituzionali di recente o di prossima istituzione non produrrà verosimilmente effetti positivi nel breve termine poichè occorrerà un periodo di "acclimatamento" per acquisire la fiducia del pubblico sorretta da una adeguata consapevolezza delle possibilità di ripresa della nostra economia e di riordino della finanza

statale.

Sempre in materia di organizzazione e funzionamento dei mercati regolamentati occorre ricordare che l'anno in esame è stato l'ultimo che ha visto in attività gli organi locali di borsa, in quanto, a decorrere dal 1° febbraio 1993, essi sono stati sostituiti da un unico organo, il Consiglio di borsa, con sede in Milano. E' stato superato, quindi, il frazionamento delle competenze e la distribuzione territoriale, concentrando su una unica autorità, articolata in sedi secondarie, tutti quei compiti il cui svolgimento è indispensabile per il corretto funzionamento dei mercati regolamentati. La sua composizione è rappresentativa degli interessi coinvolti nell'attività di negoziazione di titoli, sicchè lo svolgimento delle funzioni istituzionali e di quelle delegate dalla Consob rendono sempre più palese l'interesse ad affidare all'autoregolamentazione l'ampliamento e lo sviluppo del mercato.

Già in una precedente occasione si è avuto modo di sottolineare che non è da escludere a priori l'autoregolamentazione in presenza di caratteristiche imprescindibili del mercato - quali la stabilità, lo spessore e la trasparenza - e neanche è da escludersi l'opportunità di modifiche legislative "ad hoc", se l'Autorità di controllo avvertirà l'esigenza di limitare le proprie responsabilità alla supervisione e alla fissazione degli obiettivi del controllo.

Tra le novità più importanti dello scorso anno va annoverata la legge sull'OPA. In proposito, va senz'altro condiviso l'assunto della Consob: nonostante che il testo



sia tutt'altro che esente da mende, il principio in esse contenuto è irrinunciabile per un' ordinamento che intenda veramente tutelare i risparmiatori e favorire lo sviluppo dell'azionariato diffuso.

Occorre, tuttavia, riconoscere che la legge deve essere emendata e migliorata. In particolare, occorrerà tenere conto dell'esigenza - segnalata dalla Commissione - di un ampliamento dei margini di gestione amministrativa della materia, attese le ben note esigenze di flessibilità procedimentale che sussistono in tale campo. Inoltre, occorrerà valutare la possibilità di un intervento legislativo che chiarisca le ambiguità che il testo presenta in ordine a profili di notevole rilevanza sostanziale; e ciò non senza prendere in attenta considerazione gli orientamenti che la Consob ha finora manifestato, facendosi apprezzabilmente carico, in sede interpretativa delle problematiche applicative emerse nel corso del primo anno di vigenza della normativa in questione.

Anche con riferimento all'OPA va comunque ricordato - ove ve ne fosse ancora bisogno - che le leggi rappresentano soltanto una forma di precondizione istituzionale per lo sviluppo del mercato: non esiste normativa, per quanto perfetta essa sia, che possa sostituirsi al necessario, auspicabile mutamento della mentalità o della cultura di tutti i soggetti che a vario titolo interagiscono nel sistema finanziario.

Per quanto concerne il programma di privatizzazioni, cui la relazione dedica particolare attenzione è da rilevarsi come le iniziative adottate nel corso del 1992 siano state perfezionate da ulteriori

adempimenti governativi volti a conseguire i concreti progressi di dimissione del patrimonio mobiliare dello Stato.

In tale fase, il parlamento ha partecipato all'attività svolta dal Governo, attraverso un'intenso dibattito sia sulle diverse iniziative di legge in materia sia sulla relazione presentata alle Camere dal Ministro del Tesoro nel mese di aprile 1993 e riguardante la definizione dei tempi e delle modalità delle dismissioni previste dal programma.

In particolare, poi, le problematiche concernenti l'impatto delle privatizzazioni nel mercato mobiliare, nonché la preoccupazione di raggiungere l'obiettivo di rafforzare lo stesso, sono tutt'ora oggetto di grande attenzione nell'ambito dell'apposito disegno di legge all'esame delle Camere.

La relazione pone in grande risalto le tematiche fiscali. Si tratta di una sottolineatura sicuramente condivisibile: il passaggio da un sistema finanziario "amministrato" ad uno orientato al mercato e alla concorrenza comporta di per sé la necessità di una globale e sistematica riconsiderazione del trattamento fiscale delle attività finanziarie; in particolare, si tratta di pervenire ad un assetto fondamentalmente ispirato al principio della neutralità fiscale, e per questo occorre abbandonare l'idea dell'uso della leva fiscale quale strumento di complessiva allocazione "dirigistica" dei flussi finanziari.

Naturalmente, tutto ciò non comporta la pedissequa adesione al mito dell'assoluta omogeneità fiscale né, tantomeno, esclude a priori l'opportunità dell'impiego di

strumenti agevolativi. Piuttosto, si tratta di evitare di giustapporre misure legislative di segno contrastante in un contesto privo di coerenza: occorre invece ridisegnare il quadro complessivo sulla base di principi nuovi, che tengano conto anche dei regimi fiscali vigenti in altri Paesi e delle tendenze emergenti a livello comunitario e che consentano innanzitutto il superamento di forme di discriminazione fiscale nei confronti della raccolta di capitale di rischio. In un contesto rinnovato, poi, sarà possibile valutare in maniera razionale ed efficiente la possibilità di politiche agevolative mirate allo sviluppo della borsa che non dovranno contraddire la razionalità complessiva dell'intero sistema.

In tale nuovo quadro dovrà essere riconsiderato anche il problema della tassazione sui "capital gains"; l'esperienza applicativa dell'imposta introdotta nello scorso anno deve essere di ammonimento: il principio è in se valido, ma richiede di essere tradotto in regole che rispecchino la complessa realtà operativa del mercato.

Poiché l'anno 1992 ha segnato l'ingresso sul mercato delle società di intermediazione mobiliare, è particolarmente interessante soffermarsi sull'illustrazione e sull'analisi dell'attività di tali soggetti, soprattutto per capire le motivazioni e le scelte organizzative e operative stimate più adeguate e degli spazi di mercato ritenuti più appetibili. Via via che gli intermediari acquisteranno esperienza e professionalità, e soprattutto saranno in grado di ottenere la fiducia della clientela, le prevedibili difficoltà connesse all'avvio dell'attività saranno ammortizzate ed essi potranno adeguatamente entrare

in concorrenza con gli intermediari provenienti dagli altri Paesi comunitari, non appena verrà realizzata la libertà di stabilimento e di prestazione dei servizi in questo campo.

L'Amministrazione sta curando le predisposizioni per l'attuazione delle direttive comunitarie nr. 93/22/CEE e nr. 93/6/CEE in materia di servizi di investimento in valori mobiliari e di adeguatezza patrimoniale delle società di investimento con l'intento di giungere in tempo all'appuntamento comunitario fissato per il 31 dicembre 1995.

Può essere pertanto sin d'ora preannunciata la presentazione di un emendamento al disegno di legge comunitaria per l'anno 1993, che prevede la delega al Governo per il recepimento di tali direttive così da apporre all'ordinamento nazionale le necessarie modifiche alla legge n. 1/1991. In tale modo le imprese comunitarie potranno liberamente stabilirsi o prestare servizi nel nostro Paese e le imprese italiane armonizzate potranno accedere direttamente ai mercati comunitari.

Vero é che la normativa interna é già abbastanza esauriente; tuttavia essa necessita di limitati ma sostanziali aggiustamenti imposti dalle disposizioni comunitarie anche alla luce dell'esperienza del primo periodo di applicazione di tale normativa; sicuramente le modifiche che verranno proposte si gioveranno dall'apporto costruttivo e valido della CONSOB poiché esso trae origine da profonda esperienza e conoscenza del mercato e degli operatori, seppure limitata nel tempo.

Le responsabilità di vigilanza della Commissione si sono correttamente esplicitate attraverso l'emanazione di

direttive per una precisa applicazione delle nuove norme. A ciò deve aggiungersi la costante osservazione delle vicende societarie, integrata dallo svolgimento di un'intensa attività ispettiva che si é tradotta in proposte di provvedimenti di tipo cautelativo o sanzionatorio che il Ministero del Tesoro ha sollecitamente esaminato ed applicato.



## RELAZIONE ANNUALE

1992





**INDICE**

A - Le questioni in corso e le linee di indirizzo della Commissione .....	Pag.	19
B - I mercati azionari nel quadro macroeconomico nazionale ed internazionale .....	»	91
C - L'attività istituzionale della Consob .....	»	217
D - Appendice .....	»	631



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



## 1. Organizzazione e prospettive del mercato azionario

### Il Circuito Telematico

Nel corso del 1992 ha registrato importanti progressi il processo di profonda trasformazione del mercato borsistico nazionale. La trasformazione ha riguardato sia i soggetti partecipanti, che i metodi e le strutture operative di contrattazione, che, infine, la liquidazione ed il sistema di garanzie delle contrattazioni.

Uno dei punti centrali di tale processo è rappresentato dal passaggio, seppur ancora limitato ad un ristretto numero di titoli, dalla contrattazione alle grida alla contrattazione sul Sistema Telematico delle Borse Valori. Dopo un periodo di rodaggio effettuato su cinque titoli nell'ultimo scorcio del 1991, nella prima metà del 1992 sono infatti stati portati sul circuito telematico altri 30 titoli. Con questo ampliamento si sono potuti apprezzare concretamente i vantaggi derivanti dalla contrattazione telematica. Innanzitutto la maggiore trasparenza che il sistema garantisce agli scambi, consentendo un'immediata diffusione delle informazioni relative ai prezzi ed alle quantità dei contratti conclusi nonché la conoscenza da parte degli operatori dello spessore e della profondità del mercato. La contrattazione telematica, inoltre, consentendo un'effettiva applicazione del principio della concentrazione, rende i prezzi espressione dell'intera domanda ed offerta presenti in ciascun momento sul mercato. Il sistema rende poi possibile l'attuazione del principio di indifferenza di

contropartita e semplifica e rende più sicuri i processi di liquidazione, attraverso il riscontro e la rettifica automatica dei contratti su di esso conclusi.

Nel corso dell'anno si sono però verificati alcuni problemi associati al sistema di negoziazione, con il risultato che lo stesso non è stato operativo per alcuni giorni; le prestazioni sono inoltre peggiorate nei giorni di contrattazioni più intense. A seguito di tali circostanze, il progetto di allargamento dei titoli trattati sul circuito telematico ha subito un deciso rallentamento. Alla data di redazione della presente relazione, comunque, sembra che il processo di trasferimento dei titoli sul circuito telematico possa riprendere, con l'obiettivo, una volta acquisito il parere favorevole del Consiglio di borsa, di portare entro luglio 1993 tutte le principali blue chips sul circuito telematico, che verrebbe così a trattare circa l'85% del volume complessivamente negoziato in borsa.

Gli inconvenienti tecnici verificatisi hanno indotto la Consob ad investire del problema il Consorzio Camerale, che ha affidato alla Logica Finance Ltd. l'incarico di eseguire un audit sul sistema telematico.

Il rapporto della Logica ha affrontato problemi strettamente tecnici e temi più generali, che coinvolgono il disegno da un punto di vista regolamentare di alcune funzionalità del sistema. In sintesi, le conclusioni raggiunte sottolineano che l'architettura del Sistema Telematico soddisfa in linea di massima le esigenze della contrattazione automatizzata per il

mercato italiano e può costituire la base per la sua futura estensione, fino a coprire tutti i titoli quotati. Vanno tuttavia operati interventi dal punto di vista sia delle strutture hardware e software del sistema, sia della revisione delle norme di funzionamento. Tali interventi dovranno essere realizzati all'interno di un piano organico di sviluppo, della cui definizione già si occupano gruppi di lavoro, costituiti anche in base alle raccomandazioni della Logica.

Per quanto riguarda le possibili revisioni delle regole di funzionamento del mercato telematico, la Consob, prendendo spunto anche dalle osservazioni dell'audit, sta attualmente valutando una serie di interventi. I temi allo studio riguardano in particolare le sospensioni automatiche delle contrattazioni sui singoli titoli, il sistema di asta di apertura, l'introduzione di un'asta a chiamata elettronica per i titoli poco liquidi e gli orari di contrattazione.

Si è osservato come le sospensioni automatiche siano troppo frequenti e come il periodo di sospensione (15 minuti) sia eccessivo, rendendo meno attraente il mercato. Non è in discussione la necessità di una pausa di riflessione quando le variazioni dei prezzi superino certe soglie, dal momento che le sospensioni temporanee, se opportunamente calibrate, costituiscono un freno alla volatilità delle quotazioni e un importante segnale per il mercato sulla illiquidità momentanea di un titolo. L'ipotesi allo studio contempla tuttavia la

possibilità che, per alcune categorie di titoli, possa essere rivista l'entità delle soglie. Tale intervento è stato peraltro già adottato con l'allargamento dei parametri di sospensione (dal 2 al 4%), che ha avuto un effetto positivo sul funzionamento del sistema. Si può valutare l'opportunità di modificare ulteriormente tali limiti, ma gli stessi effetti positivi potrebbero ottenersi con una riduzione della durata del periodo di sospensione e con una revisione delle attuali modalità di ripristino delle contrattazioni, adottando, ad esempio, una soluzione che preveda di riaprire direttamente in continua senza dovere procedere ad una nuova asta a chiamata.

Una proposta che invece non sembra in nessun modo condivisibile è l'abolizione del sistema di apertura con asta a chiamata elettronica nella fase di avvio del mercato. Solo in questa fase possono infatti essere gestiti gli ordini della clientela minuta senza limiti di prezzo. Ciò che invece può essere preso in considerazione è una modifica delle modalità di gestione delle proposte senza limite di prezzo (cosiddette proposte APE), in particolare per quanto riguarda il metodo di attribuzione del loro prezzo. Inoltre, poiché i volumi negoziati in apertura non sono elevati, si potrebbe anche concedere la possibilità alle SIM di operare in proprio in questa fase della contrattazione. Quest'ultima proposta, per essere praticabile, richiederebbe anche la modifica dell'informativa attualmente disponibile per il mercato nella fase di apertura; si dovrebbe, in altre parole, concedere al pubblico la visione del book



nella fase di preapertura. Le summenzionate modifiche dovrebbero contribuire a ridurre la volatilità dei prezzi di apertura.

Una richiesta avanzata frequentemente dagli operatori è stata quella di prolungare l'orario di contrattazione sul sistema telematico, che viene attualmente ritenuto insufficiente. Il prolungamento dell'orario di contrattazione sul circuito telematico, tuttavia, deve essere contemporaneo all'ampliamento dei titoli trattati su questo circuito. Il prolungamento, infatti, sarebbe esteso di fatto alle contrattazioni alle grida e dovrebbe tener conto delle difficoltà che potrebbero sorgere presso gli intermediari, chiamati a seguire contemporaneamente due mercati con un aumento delle attuali strutture organizzative ed una conseguente crescita dei costi, ammortizzabile solo con un contestuale aumento dei volumi.

Il prolungamento dell'orario di contrattazione, d'altra parte, potrebbe avere positivi effetti secondari. Ad esempio, esso potrebbe rappresentare una soluzione al problema, da più parti sollevato, della scarsa competitività del Sistema Telematico rispetto al *SEAQ International*. A Londra infatti l'operatività prosegue fino alle 17.00, mentre sul mercato italiano l'operatività pomeridiana è limitata dall'obbligo di concentrazione in borsa e dalle conseguenti norme che regolano le negoziazioni fuori borsa. Su quest'ultimo punto va ricordato che la Consob, con la comunicazione BOR/RM/92008186 del 23.11.1992, ha meglio precisato l'ambito di applicazione della nozione di

miglior prezzo per il cliente, ampliando sensibilmente la possibilità per gli intermediari di operare durante i periodi di chiusura del mercato.

Un altro punto allo studio concerne la definizione di modalità particolari di contrattazione per i titoli poco liquidi e, eventualmente, per i titoli del mercato ristretto. Per i titoli sottili, viene suggerita, come unica modalità di contrattazione, un'asta a chiamata elettronica da effettuarsi in un momento diverso dall'apertura. Per tali titoli non verrebbe effettuata l'asta continua, evitando che i continui tentativi di concludere contratti su tali titoli nella fase di negoziazione continua intralcino il buon funzionamento del sistema, come accade attualmente. Tale ipotesi deve essere attentamente valutata. Si è infatti riscontrato che il passaggio di un titolo sottile dal mercato gridato al mercato telematico ha dato buoni risultati: sebbene il numero dei contratti sia rimasto sempre limitato, il relativo book non è mai vuoto e consente di poter liquidare posizioni, anche non marginali, senza eccessivi sacrifici di prezzo. Allo stato attuale sembra pertanto prematuro indicare nell'asta a chiamata elettronica il miglior sistema per trattare i titoli sottili. Una soluzione intermedia sarebbe quella di prevedere l'avvio delle contrattazioni con un'asta elettronica, seguita da una fase di negoziazione in continua di durata ridotta. Occorre infine ricordare che i titoli sottili non possono essere considerati una categoria stabile e che, pertanto, deve essere conservata una certa facilità nel muovere i titoli da

un sistema di contrattazione all'altro.

Un'ulteriore area di intervento dovrà riguardare l'informativa fornita dal sistema al mercato che è attualmente ritenuta povera, e che genera un alto numero di *enquiry* con un conseguente appesantimento del sistema. Il problema si aggraverà al crescere del numero di titoli trattati sul circuito telematico: una soluzione potrebbe essere quella di fornire agli utenti un flusso informativo addizionale, configurabile eventualmente come servizio aggiuntivo, che gli utenti potrebbero gestire in maniera personalizzata su propri supporti.

Per quanto riguarda gli ulteriori sviluppi del sistema, il circuito telematico dovrebbe costituire il supporto per la negoziazione di tutti i valori mobiliari (azioni, obbligazioni convertibili, warrant, prodotti derivati), anche con differenti modalità di contrattazione (ad esempio, per blocchi e spezzature, la possibilità di prendere in considerazione l'opzione dei *market maker* per i titoli più liquidi). Il problema delle spezzature riveste una particolare urgenza in quanto si riscontrano crescenti difficoltà per i risparmiatori a smobilizzare in tempi ragionevoli le partite inferiori al lotto minimo. Allo stesso modo sembrerebbe opportuno rivedere le modalità di negoziazione dei blocchi, al fine di favorirne il collegamento con il mercato di borsa.

Le linee strategiche di tale processo di sviluppo sono attualmente all'attenzione di specifici gruppi di lavoro.

Il passaggio al contante ed i nuovi mercati a termine

Un altro importante obiettivo del processo di riforma del mercato mobiliare è quello di rendere più efficienti e sicuri i processi di liquidazione delle operazioni, attraverso il passaggio dal regolamento a termine al regolamento a contante. L'esigenza di un mercato più garantito può però scontrarsi con quella di un mercato più liquido. La riduzione dei cicli di liquidazione sul mercato dei titoli, infatti, tende a penalizzare l'operatività speculativa, spingendola verso quei mercati le cui caratteristiche possono facilitarla. Ove non siano previste modalità operative che consentano di recuperare questa importante componente, il mercato perderebbe liquidità ed efficienza. Il passaggio a contanti richiede pertanto che siano approntate, o modificate rispetto all'attuale configurazione, anche quelle forme negoziali, collaterali all'operatività di borsa, che rendono possibile l'attività speculativa (si pensi ai premi, ai riporti, all'istituzione di mercati di futures ed options).

Uno dei primi problemi da risolvere è l'individuazione degli strumenti di mercato più idonei a finanziare l'operatività sul mercato, con particolare riferimento al finanziamento delle posizioni allo scoperto. Le alternative sono essenzialmente due: l'utilizzo del contratto di riporto, modificato per tener conto della riduzione del periodo di regolamento delle operazioni, e il ricorso ad un contratto di mutuo di titoli, con caratteristiche da definirsi.

I vantaggi di ciascuna soluzione possono essere così sintetizzati.

Lo strumento dei riporti, sia pur modificato, consentirebbe di concentrare in unico mercato sia le operazioni di finanziamento in titoli che quelle di finanziamento in lire delle operazioni di borsa. Ne deriverebbe una migliore liquidità del mercato stesso ed un presumibile contenimento del costo di finanziamento in lire per gli operatori.

Il contratto di mutuo separerebbe la domanda ed offerta di titoli dalla domanda ed offerta di lire e permetterebbe, secondo alcuni, una maggiore facilità di gestione di questo contratto. In particolare, con il prestito titoli il mutuatario potrebbe meglio adattare alle proprie esigenze la durata del contratto. La flessibilità per il mutuatario aumenterebbe ulteriormente qualora si prevedesse a suo favore la possibilità di rimborso anticipato. Si avrebbe, pertanto, un mercato del prestito titoli sul quale avviare esclusivamente l'incontro della domanda ed offerta di titoli allo scopo di finanziare le operazioni speculative al ribasso.

L'incontro della domanda ed offerta di lire (finanziamento delle posizioni speculative al rialzo) avverrebbe viceversa secondo schemi negoziali lasciati alla libera determinazione delle controparti come i contratti di riporto e di anticipazione su titoli.

Una volta che il mercato dei titoli sia passato dalla

contrattazione a termine alla contrattazione a contanti, si pone poi il problema di attivare dei mercati su prodotti derivati che consentano agli investitori di operare a termine sfruttando l'effetto leva che tali mercati offrono. In altre parole, da un lato va adeguato il mercato dei premi, che attualmente può essere considerato l'unico mercato esistente di prodotti derivati su titoli azionari, dall'altro va istituito un mercato di opzioni ed uno *stock index future*.

Con il passaggio delle contrattazioni a contanti, il mercato dei premi si troverà presumibilmente a dover assorbire una maggiore operatività. La creazione di altri mercati a termine, quali quelli di *futures* e opzioni, data la loro maggiore efficienza, costituisce comunque l'obiettivo finale cui tendere. Nel frattempo si pone il problema se l'attuale configurazione del mercato dei premi sia in grado di soddisfare tale maggior domanda di operatività a termine, ovvero se siano necessarie modifiche alle attuali modalità operative. E' evidente che le modifiche dovranno tendere a rendere i premi il più possibile simili alle opzioni, dal momento che queste sono l'obiettivo ultimo del processo di riforma. Per muoversi in questa direzione le modifiche da apportare dovranno pertanto cercare di aumentare la standardizzazione dei premi.

Per effettuare il passaggio alla liquidazione a contanti è stato necessario stabilire se passare da un mercato a premio a scadenza fissa (e, quindi, con una durata variabile dei

contratti) ad un mercato a premio a scadenza giornaliera (cioè con contratti a durata fissa) e se modificare le modalità di esercizio della facoltà (facoltà esercitabile in qualunque momento fino alla scadenza, cosiddetta facoltà americana, ovvero esercitabile solo alla data di scadenza, cosiddetta facoltà europea). Tali argomenti sono stati affrontati da un gruppo di lavoro costituito *ad hoc* nel corso del 1991, le cui conclusioni, ritenute ancora oggi valide, possono essere così riassunte:

- la scadenza fissa sembra essere preferibile rispetto a quella giornaliera, in quanto garantisce una maggiore liquidità al mercato, sebbene presenti lo svantaggio di concentrare in pochi giorni l'impatto della risposta premi sul mercato sottostante;
- la scelta tra premi con facoltà europea o americana riveste un'importanza secondaria, in presenza di meccanismi in grado di minimizzare i costi di finanziamento della posizione; in tal caso l'acquirente della facoltà avrà, di norma, una maggiore convenienza ad esercitare la facoltà alla scadenza. Nondimeno, si è ritenuto preferibile optare per l'opzione americana, ritenendo preferibile avvantaggiare il compratore del premio.

Nel corso del 1992 è stato fatto il primo passo concreto verso la realizzazione di un mercato di prodotti derivati. Il 31 marzo 1992 si è infatti costituita la Cassa di Compensazione e Garanzia, di cui poi, come previsto dall'art. 22, comma 3, della legge 1/91, la Consob e la Banca d'Italia hanno d'intesa

emanato le norme di organizzazione e funzionamento. La Cassa di Compensazione e garanzia ha poi iniziato ad operare come una *clearing house* a tutti gli effetti con l'avvio, l' 11 settembre, delle contrattazioni sul Mercato Italiano dei Future (MIF) di un BTP nozionale a dieci anni. Risolto il problema della creazione della *clearing house*, è ora possibile passare alla fase della regolamentazione delle negoziazioni su prodotti derivati relativi a titoli azionari ed ad indici su tali titoli.

L'ipotesi di una contemporanea introduzione dei due strumenti, opzioni e futures, seppur praticabile in linea di principio, non sembra però conveniente. Tali nuovi strumenti finanziari richiedono infatti da parte degli operatori tempi di apprendimento relativamente lunghi, con fasi iniziali caratterizzate da fenomeni di *mispricing* e da conseguenti ampie fluttuazioni dei corsi.

Allo stato attuale dell'analisi, e tenuto conto della presenza di un mercato (quello dei premi) assimilabile alle opzioni, sembrerebbe più opportuno dare la precedenza all'avvio delle negoziazioni su un contratto future sull'indice di borsa. Tale scelta è avvalorata anche dal fatto che il mercato degli *stock index futures*, per la natura dell'oggetto del contratto (un paniere di titoli), è un mercato all'ingrosso sul quale sono presenti principalmente gli investitori istituzionali, data la loro esigenza di coprire in tempi brevi ed a basso costo enormi portafogli di titoli. Per contro, il mercato delle opzioni,



avendo per oggetto un singolo titolo, si presta meglio ad una attività di tipo speculativo ed è un mercato al dettaglio. Di conseguenza, la scelta di dare la precedenza alla realizzazione di un mercato di *stock index futures* si collocherebbe in un'ottica volta a favorire la presenza nel mercato di operatori istituzionali, attraverso l'offerta di strumenti disegnati per le loro esigenze.

Per quanto riguarda la realizzazione di un contratto su uno *stock index future*, un primo fattore che provoca un rallentamento all'avvio delle contrattazioni è rappresentato dal fatto che il probabile paniere di titoli in base al quale costruire l'indice di riferimento per il contratto future conterrebbe titoli trattati con differenti modalità (grida, continua). Una volta superata tale situazione, sulla base dell'esperienza derivante dall'avvio del MIF e dei contatti avuti con i mercati di *futures* di altri Paesi sarà possibile definire in tempi brevi le caratteristiche del contratto e le relative modalità di negoziazione. Infine, anche per accelerare i tempi di avvio delle contrattazioni, si prenderà in considerazione l'ipotesi di adottare sistemi telematici già operanti all'estero, con le modifiche necessarie per adattarli alle caratteristiche del nostro mercato e del sistema di compensazione e garanzia.

Ritornando al punto iniziale, cioè quello di contemperare le esigenze di avere un mercato da un lato garantito e dall'altro liquido, una possibile soluzione transitoria, sulla quale si sta formando un ampio consenso, potrebbe essere l'avvio, il più

presto possibile (la data prevista è quella del 3 gennaio 1994), del mercato per contanti, operando per fasi successive. Inizialmente si tratta di prevedere la coesistenza di una liquidazione a termine con una per contanti (la prima destinata ai titoli più liquidi); una volta creati i mercati di prodotti derivati destinati, a dare liquidità al mercato azionario, si potranno portare tutti i titoli alla liquidazione per contanti.

Gli eventuali adattamenti del mercato dei premi alla liquidazione per contanti non devono comunque far venir meno l'obiettivo della realizzazione di un mercato di opzioni: queste ultime, per le loro caratteristiche di standardizzazione e negoziabilità, sono infatti un prodotto assai più efficiente dei premi.

#### I mercati locali

L'esigenza di ampliare le forme di accesso al mercato dei capitali per le piccole e medie imprese, affinché il finanziamento del loro sviluppo non sia affidato esclusivamente all'indebitamento è stata sempre sentita in Italia. Si è più volte auspicata l'istituzione dei fondi d'investimento mobiliare chiusi e l'adozione di misure di incentivazione all'attività di *merchant banking* e di *venture capital*. Negli ultimi anni, poi, un crescente numero di Camere di Commercio, società finanziarie e banche locali ha manifestato grande interesse per l'istituzione di nuovi mercati - anche su piazze non sedi di borsa - ove

trattare titoli emessi da società medio-piccole. Le imprese con forte radicamento provinciale o regionale, in grado di mobilitare la ricchezza risparmiata principalmente nell'ambito dell'area territoriale in cui operano, potrebbero utilizzare queste nuove strutture del mercato mobiliare per operare i primi tentativi di ricorso diretto al risparmio del pubblico.

Precedentemente all'entrata in vigore della legge 1/91, gli studi di fattibilità si erano sempre scontrati con l'art. 1 della legge 272 del 20 marzo 1913 e con l'art. 1 del relativo regolamento di esecuzione (regio decreto 4 agosto 1913, n. 1068), che riservava la denominazione di "Borsa di Commercio" e "Borsa Valori" a quelle espressamente istituite a norma del summenzionato art. 1 della legge 272/13, poi modificato dall'art. 5 del D.P.R. 138 del 31 marzo 1975, secondo cui l'istituzione delle Borse è disposta con Decreto del Presidente della Repubblica su proposta del Ministro del Tesoro.

L'art. 20, commi 4 e 5, della legge 1/91 riconosce alla Consob potestà regolamentare in materia di:

- istituzione di mercati, anche locali, per la negoziazione di valori mobiliari non quotati in borsa o ammessi alle negoziazioni nei mercati ristretti;
- disciplina relativa a detti mercati, compresi l'istituzione, le attribuzioni ed i poteri di apposito Comitato di gestione composto da soggetti ammessi alle negoziazioni.

Diverse considerazioni appaiono opportune:

- i mercati locali possono svolgere un ruolo importante nel

- finanziamento dello sviluppo della piccola e media impresa;
- questa enunciazione di principio deve essere però supportata dalla dimostrazione dell'effettiva esistenza delle condizioni per lo sviluppo di un mercato, per evitare che questo si trasformi in una scatola vuota, come sono oggi alcuni mercati ristretti presso sedi di borse periferiche;
  - la Consob, conseguentemente, deve definire condizioni minime, riguardanti un numero minimo di società disposte a quotarsi, le potenzialità del mercato (equilibrio contabile) e un impegno finanziario minimo dei promotori che giustifichino l'avvio di un mercato locale;
  - la Consob deve inoltre definire il quadro normativo generale per garantire, pur nell'eterogeneità delle diverse realtà, l'omogeneità delle modalità operative ed il rispetto di uno standard comune di trasparenza ed affidabilità;
  - data la strutturale scarsa liquidità dei titoli negoziati sui mercati locali, dovrà essere prestata particolare attenzione al disegno delle modalità di contrattazione ed al controllo sulla regolarità delle negoziazioni, al fine di prevenire e/o reprimere eventuali eccessi speculativi o manovre manipolative.

#### La regolamentazione dei sistemi di contrattazione telematica

Il progresso tecnologico sta giocando un ruolo sempre più importante nello sviluppo e nell'organizzazione dei mercati

mobiliari e, di conseguenza, pone complessi problemi di regolamentazione. Due aspetti acquistano rilevanza particolare:

- lo sviluppo di circuiti telematici privati, che offrono servizi che vanno dalla semplice diffusione di quotazioni (cosiddetti *bulletin boards*) fino a veri e propri sistemi di contrattazione telematica;
- l'installazione in territorio nazionale di terminali che consentano il collegamento con borse valori di altri Paesi.

Per quanto riguarda il primo problema, va innanzitutto osservato che il nostro ordinamento non riconosce la figura dei sistemi privati di contrattazione telematica. Ne consegue che l'unico modo di regolamentarli è quello di ricondurli nell'alveo di una regolamentazione preesistente, vale a dire riconoscerli come mercato ovvero come intermediario.

In proposito si può osservare che l'automazione tende ad allargare la sfera di azione dei mercati, ovvero dei sistemi di inoltro ordini e di contrattazione multilaterali, rispetto al tradizionale mezzo di contrattazione tramite telefono, che è essenzialmente bilaterale. In questo senso essi sembrano più simili ad un mercato che ad un semplice intermediario. D'altra parte, in termini di assetto proprietario e strutture organizzative, tali sistemi tendono ad essere più simili agli intermediari che ai mercati.

Ne consegue che non è facile decidere se un sistema di contrattazione telematica debba essere regolamentato come un intermediario o come un mercato. Allo stato attuale, comunque,

sarebbe possibile regolamentare i sistemi di contrattazione telematica esclusivamente come intermediari, in quanto i mercati regolamentati in Italia hanno natura pubblicistica. Ciò premesso, al fine di individuare la disciplina applicabile ai sistemi telematici di contrattazione occorre distinguere il tipo di prodotto che si vuole trattare.

Per i titoli già quotati su mercati regolamentati, a prescindere dal problema sopra sollevato circa la natura pubblicistica dei mercati, l'unica soluzione possibile sembrerebbe quella di regolamentare il sistema telematico alla stregua di un intermediario. In questo caso l'operatività dei sistemi di contrattazione telematica sarebbe comunque limitata dagli obblighi di concentrazione. Infatti, su titoli già ammessi alle contrattazioni su mercati regolamentati, un sistema telematico potrà:

- a) operare come semplice raccogliitore di ordini e convogliare poi questi sul mercato regolamentato;
- b) negoziare direttamente gli ordini assicurando al committente la *best execution* (cioè eseguire le negoziazioni al di fuori dei mercati regolamentati avvalendosi del disposto dell'art. 11, comma 2, della legge 1/91);
- c) negoziare direttamente gli ordini se questi si riferiscono a quantitativi di titoli che configurano un blocco ovvero una spezzatura.

Il sistema di contrattazione telematica sarebbe comunque

obbligato a comunicare tutte le operazioni effettuate al mercato entro 90 secondi, oppure, se effettuate a borsa chiusa, entro le ore 9,30 del giorno successivo.

Anche qualora sul sistema di contrattazione telematico vengano negoziati titoli non quotati, per quanto detto sopra, è possibile regolamentare il sistema di contrattazione telematica solo come intermediario. L'istituzione di un mercato telematico di valori mobiliari non quotati sarebbe consentita dall' art. 20, comma 4 della legge 1/91. Anche tale mercato, tuttavia, dovrebbe avere una natura pubblicistica, per cui non potrebbe essere istituito in forma di società. In questa fattispecie, potendo essere autorizzato ad operare solo come intermediario, il sistema telematico sarebbe sottoposto esclusivamente alle norme relative alle regole di comportamento che non impongono alcun obbligo di informativa verso il pubblico.

Un ulteriore problema che ostacola la diffusione su circuiti telematici di proposte di acquisto e vendita di valori mobiliari, siano essi quotati o meno, è rappresentato dall'applicabilità a tali proposte della disciplina relativa alle offerte al pubblico.

Da queste brevi considerazioni emerge l'opportunità di una revisione dell'attuale normativa, in particolare dell'art. 20 comma 4 della legge 1/91, affinché sia consentita l'istituzione di mercati anche in forma societaria. Inoltre, al fine di garantire a questi circuiti telematici un minimo di disclosure accettabile e di non incorrere in violazione della normativa sulla sollecitazione al pubblico, appare necessario

regolamentarli come mercato. D'altro canto, una modifica della normativa nel senso auspicato appare opportuna per non frenare quello che sembra essere ormai un naturale sviluppo delle tecniche di contrattazione dei valori mobiliari e per non limitare il campo di azione dell'industria dei servizi finanziari senza una effettiva ragione di tutela del pubblico.

Il quadro regolamentare in cui collocare il problema del riconoscimento di sistemi telematici di contrattazione collegati a mercati esteri installati sul territorio italiano è definito dall'art. 20 comma 8 della legge 1/91, che autorizza la Consob a stipulare accordi con le corrispondenti autorità di controllo dei mercati mobiliari esteri per il riconoscimento dei rispettivi mercati organizzati e regolamentati, ivi compresi quelli concernenti contratti a termine, anche al fine di estendere la loro operatività sul territorio nazionale mediante collegamenti telematici. In questo caso la Consob dovrà verificare che le informazioni sui titoli e sugli enti emittenti, le modalità di formazione dei prezzi di liquidazione dei contratti, le norme di vigilanza dei mercati e degli intermediari e quant'altro necessario ai fini del riconoscimento siano di effetto equivalente a quello della normativa vigente in Italia, e comunque in grado di assicurare adeguata tutela degli investitori.



## 2. Finalità e modalità del passaggio a forme di autoregolamentazione del mercato

Se la legge 1/91 ha conferito alla Consob tutti i poteri necessari per ridefinire, in termini più moderni e funzionali, un nuovo assetto dei mercati, non meno rilevanti risultano, a questi stessi fini, le innovazioni introdotte nella individuazione degli organi del mercato.

Il riferimento riguarda in particolare l'istituzione del Consiglio di borsa che, ai sensi dell'art. 24 della legge, sostituisce i precedenti organi locali di borsa, caratteristici di un'epoca di localizzazione e separazione delle singole borse. Nel sistema della legge residuano alle Camere di Commercio e, per esse, al Consorzio Camerale per il Coordinamento delle Borse Valori alcune competenze, che peraltro vengono esercitate su specifica delega del Consiglio di borsa.

E' quindi netta la volontà del legislatore di porre al centro del mercato il Consiglio di borsa, che, per più aspetti, si caratterizza come il referente esclusivo e immediato dell'organo di regolamentazione, cioè della Consob.

In primo luogo, la sua composizione vede una assoluta prevalenza delle categorie di operatori e, nell'ambito di esse, di quella degli intermediari di borsa. Nel suo interno sono altresì presenti rappresentanti delle società emittenti, il che assicura un apporto qualificato e, in certa misura, anche dialettico dei principali utenti del mercato. Nel contempo, la presenza degli organi istituzionali (Consob e Banca d'Italia)

rende possibile il necessario e funzionale raccordo con le Autorità di regolamentazione e vigilanza, così che l'azione svolta a sostegno del mercato ne risulterà più incisiva e tempestiva, oltre che coordinata. Infine, la partecipazione, attraverso un proprio esponente, del sistema camerale, cioè del sistema titolare delle strutture di supporto delle borse valori, sembra idonea a garantire, soprattutto nella fase di avvio, un passaggio graduale verso forme organizzative sempre più disancorate da una concezione fisica del mercato, a favore di sistemi globali di contrattazione, installati su supporti elettronici e telematici.

A questa composizione, con una assoluta prevalenza di ruolo degli intermediari, va poi riferito il complesso delle competenze del Consiglio di borsa. Quest'ultimo, come già accennato, è subentrato iure proprio ai poteri ed alle attribuzioni già spettanti agli organi locali di borsa. Per quanto si tratti per lo più di competenze tecniche di gestione degli affari nelle singole borse, non va trascurato che fra esse è anche compreso il compito di predisporre e gestire dinamicamente le strutture di supporto necessarie per il funzionamento dei mercati, a cui accede il potere di riscuotere le entrate a tale scopo già spettanti alle Camere di Commercio ed al Consorzio Camerale. E' dunque evidente che, in una fase di rapida evoluzione delle strutture di mercato, sempre più condizionate dall'efficienza dei mezzi tecnici di supporto, grande sarà la responsabilità

del Consiglio di borsa nell'assecondare i progetti in corso di realizzazione. D'altra parte, proprio in considerazione dell'importanza di tali funzioni, è prevista la possibilità di una loro delega al sistema camerale, quanto mai opportuna nella fase di primo avvio dell'operatività del Consiglio di borsa; possibilità di delega che il Consiglio di borsa ha ritenuto di esercitare, pur riservandosi un compito di indirizzo strategico e di controllo sul regolare andamento del Sistema Telematico di borsa.

E' comunque sul piano dei poteri delegati al Consiglio di borsa dalla Consob che meglio potrà manifestarsi la potenzialità innovativa del sistema verso forme più efficienti di autoregolamentazione dei mercati.

L'ambito delle deleghe conferibili al Consiglio di borsa, come è noto, riguarda le attribuzioni relative all'"organizzazione ed al funzionamento delle borse valori, nonché all'ammissione dei titoli a quotazione" spettanti alla Consob; si tratta quindi di un complesso di competenze assai vasto che, potenzialmente, riduce l'insieme dei poteri di disciplina e di controllo del funzionamento dei mercati.

La Consob, in concomitanza con l'inizio dell'operatività del Consiglio di borsa, avvenuto il 1° febbraio scorso, ha già esercitato la sua facoltà di delega, concentrando nel nuovo organo le attribuzioni in precedenza delegate ai diversi organi locali di borsa. A queste prime misure, intese soprattutto a garantire la continuità di esercizio dei compiti tecnici di

mercato, potrà seguire l'attribuzione di ulteriori poteri e funzioni, nei tempi che il consolidarsi dell'organizzazione e del funzionamento del Consiglio di borsa suggerirà. E' infatti fermo intendimento della Commissione conferire al nuovo organo, nel quadro di indirizzi e direttive ben definiti, responsabilità assai ampie in tutte le materie attinenti al funzionamento dei mercati. Per converso, l'azione della Consob dovrà sempre più concentrarsi sugli aspetti di regolamentazione generale dei mercati, nonché sulla disciplina e sulla vigilanza degli intermediari.

In questo concorso coordinato di ruoli e di funzioni, con il coinvolgimento diretto degli operatori in ogni aspetto attinente al mercato che si manifesterà anche attraverso apporti di tipo consultivo in ogni settore di attività della Commissione, è dunque da individuare un ulteriore importante effetto innovativo della legge n. 1/91. Sebbene il sistema delle competenze non sia ancora compiutamente delineato, è infatti evidente che si sono poste le basi per una sostanziale autoregolamentazione dei mercati. Questo fatto, a sua volta, può preludere ad ulteriori innovazioni legislative intese a privilegiare forme organizzative di mercato ispirate a soluzioni di tipo privatistico, secondo modelli che nei mercati esteri si sono dimostrati altamente efficienti.

L'esperienza confermerà se anche in Italia sussistano le condizioni per una tale evoluzione; la Commissione è comunque

pienamente consapevole delle nuove esigenze del mercato ed opererà al meglio per favorirne, anche sotto l'aspetto di un più funzionale assetto dei poteri e delle competenze, lo sviluppo e l'efficienza.

### 3. L'OPA, le funzioni svolte dalla Consob e le esperienze estere

Come nell'anno precedente, anche nel 1992 si è assistito al varo di numerosi provvedimenti legislativi in materia di diritto dei valori mobiliari.

Sono state infatti definitivamente recepite le direttive comunitarie in materia di prospetto informativo per l'offerta pubblica di valori mobiliari, di comunicazione di partecipazioni rilevanti in società quotate in borsa, di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari e di obblighi conseguenti alla quotazione in borsa. Sono inoltre intervenute modifiche nella disciplina delle società di revisione e nella redazione dei bilanci degli intermediari finanziari.

La novità più significativa è rappresentata comunque dall'introduzione dell'istituto dell'offerta pubblica di acquisto. Era opinione comune che il più importante dei tasselli mancanti all'ordinamento dei mercati mobiliari italiani, dopo le leggi su *Sim* e *insider trading*, fosse proprio la regolamentazione dell'OPA. Un mercato che non sia in grado di riflettere i valori a cui avvengono gli scambi delle partecipazioni sociali di controllo o comunque più importanti viene infatti reputato dagli investitori meno efficiente, e quindi dotato di minori capacità

di attrattiva del risparmio. Oggi, con l'obbligo per l'acquirente del controllo di una società di lanciare un'offerta rivolta a tutti gli azionisti, viene assicurata l'unicità del prezzo delle azioni, eliminando quel premio di maggioranza da molti giudicato causa di gravi disparità di trattamento.

La borsa italiana è venuta dunque a disporre di uno strumento che l'avvicina ai mercati più sofisticati e che pone le basi di una democrazia azionaria fondata sulla proprietà diffusa e su una reale protezione dei soci di minoranza.

Se poi si pensa a un mercato in procinto di assorbire parte del processo di privatizzazione delle imprese pubbliche, meglio si apprezzano la portata innovativa dell'OPA e il ruolo che è destinata a svolgere. Episodi di trasferimento del controllo riguarderanno infatti nel prossimo futuro essenzialmente le società a partecipazione statale e saranno verosimilmente queste operazioni a costituire il banco di prova della legge 149/92.

Occorre essere consapevoli dell'importanza dell'istituto ogniqualevolta le imperfezioni della legge 149/92 inducano l'interprete a muovere critiche al legislatore. Se infatti non è possibile nascondere i difetti di un testo rapidamente approvato senza i necessari coordinamenti nelle ultime settimane della passata legislatura, va nondimeno tenuto presente che ogni eventuale intervento di riforma non dovrà mai tendere ad abrogare o a sospendere l'OPA, ma piuttosto a perfezionare le regole e a chiarirne taluni aspetti applicativi.

La Consob svolge un ruolo fondamentale nell'applicazione della legge sull'OPA. Essa è tenuta, in particolare, ad effettuare l'esame preliminare dei progetti ideati da chi ha intenzione di lanciare un'offerta, per verificarne la conformità al modello legale, nonché a vigilare sul mercato nel corso del procedimento di offerta per assicurare l'osservanza di tutte le norme che regolano la materia.

Le funzioni della Consob appaiono tuttavia ben più ridotte rispetto a quelle svolte da similari autorità di altri Paesi. Infatti, a differenza di quanto è previsto in legislazioni straniere, alla Commissione spetta soltanto il potere di adottare disposizioni generali concernenti gli aspetti procedurali dell'OPA obbligatoria, essendole affidati poteri d'intervento più incisivi unicamente nell'ipotesi di OPA "residuale", in ordine alla quale è tenuta a stabilire il prezzo dell'offerta. Per i profili sostanziali la legge 149/92 contiene una disciplina puntuale e dettagliata che non trova riscontro nelle corrispondenti legislazioni estere, dove la fonte primaria si limita a fissare principi da attuare in via amministrativa.

In Francia, ad esempio, la legge demanda a un regolamento del *Conseil de bourses de valeurs* il compito di fissare a che condizioni e per quali frazioni di capitale sia necessario lanciare un'OPA (art. 6 bis della l. 88-70 del 22 gennaio 1988 come introdotto dall'art. 15 della l. 89-53160 del 2 agosto 1989). L'elasticità dello strumento regolamentare consente in Francia di adattare sollecitamente la normativa alle esigenze

concrete che emergono nell'esperienza applicativa e, soprattutto, di fronteggiare i tentativi di elusione dell'OPA obbligatoria.

Anche in Spagna la determinazione delle fattispecie in cui scatta l'obbligo di OPA è delegata alla fonte regolamentare. Così, la legge 24/88 del *mercado de valores* (art. 60) stabilisce in principio che chiunque intenda acquisire una partecipazione significativa ha l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto diretta a tutti gli azionisti. La soglia significativa, le regole per calcolarla, le modalità dell'offerta, i controlli della *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, gli obblighi di comportamento della società emittente, la disciplina delle offerte concorrenti, i criteri di riparto nonché le eventuali esenzioni sono da determinare con un regolamento.

Parimenti in Belgio, la legge 2 marzo 1989 (art. 15) attribuisce alla fonte subprimaria il potere di determinare i casi in cui, modificandosi il controllo su una società facente appello al pubblico risparmio, deve essere offerto agli altri azionisti di tale società una possibilità di cedere i titoli a condizioni equivalenti. Le modalità per ottenere tale risultato vengono stabilite in un decreto reale deliberato dal consiglio dei ministri su iniziativa della *Commission Bancaire*.

Fin qui gli esempi hanno riguardato ordinamenti molto simili a quello italiano sotto il profilo della tradizione giuridica e della tecnica normativa. Qualora poi si voglia estendere



l'analisi a sistemi come quello britannico che puntano sull'autodisciplina del mercato e sulla volontaria osservanza delle regole da parte degli operatori, la singolarità della legge 149/92 si presenta ancora più marcata.

E' noto che nel Regno Unito il *Panel on take overs and mergers* - un organo i cui membri sono designati dalle associazioni di categoria interessate dal mercato mobiliare (intermediari, emittenti, investitori istituzionali) - emana regole in ordine alla correttezza dei comportamenti e al giusto trattamento degli azionisti. Il *City Code*, che accoglie tali regole, non ha forza di legge ma, essendo riconosciuto dal Governo e dalle altre autorità del mercato finanziario, gode di un prestigio tale che chi non rispetti le disposizioni ivi contenute rischia di essere escluso dal mercato stesso.

Il meccanismo è talmente flessibile che non solo il *Code* viene continuamente aggiornato sulla base dell'esperienza maturata dal *Panel*, ma quest'ultimo è costantemente a disposizione degli interessati per rilasciare pareri sulle operazioni concrete.

Negli Stati Uniti, dove l'OPA volontaria è minuziosamente disciplinata dal *Williams Act* del 1968 e dalle regole amministrative della *Securities and Exchange Commission*, non esiste invece l'istituto dell'OPA obbligatoria. Quella che sembra una lacuna è in realtà la naturale conseguenza di un sistema di proprietà azionaria tradizionalmente fondato sulla *public company*. Negli USA l'azionariato è talmente diffuso che raramente

esistono nelle società quotate pacchetti di maggioranza del cui trasferimento beneficerebbero solo alcuni soci. Al contrario, l'unico mezzo per acquisire il controllo di una società è proprio quello di rivolgersi direttamente a tutti gli azionisti, o chiedendo il loro voto assembleare o, con maggiore frequenza, offrendo l'acquisto delle azioni (tender offer). In buona sostanza non vi è alcuna necessità di imporre per legge un'OPA, giacché questa è di fatto la tecnica più idonea per acquisire il controllo.

Se alla Consob spetta solo un limitato potere di disciplina dell'OPA obbligatoria, tuttavia occorre evidenziare la funzione che la Commissione stessa si è trovata a svolgere di interprete privilegiato della legge n. 149/92. Ciò non consente sempre di colmare le carenze della vigente legislazione, dovendosi mantenere gli interventi entro i limiti posti dai generali criteri di interpretazione delle norme; tuttavia la diffusione degli orientamenti cui perviene l'organo di controllo del mercato mobiliare contribuisce, in ogni caso, a dare maggiori certezze a chi deve operare.

L'ambiguità del testo legislativo e la complessità dell'istituto hanno immediatamente richiesto alla Commissione una continua presenza sul campo a mezzo di delibere interpretative, risposte a quesiti, incontri informali. Bastino tre esempi a testimoniare l'incidenza degli interventi della Consob nella realtà operativa.

L'art. 10 della legge 149/92 non indica espressamente le società controllate tra i soggetti tramite i quali si realizza un acquisto indiretto del controllo. Non è chiaro, pertanto, se sussista l'obbligo di procedere ad un'OPA nel caso l'acquisizione avvenga in modo frazionato da parte di più società controllate da un unico soggetto ovvero da parte di un soggetto e di una o più società da esso controllate. Inoltre il medesimo art. 10 lascia impregiudicata la sussistenza dell'obbligo nell'ipotesi di acquisto del controllo di una società non quotata, che a sua volta possiede una partecipazione significativa in una società quotata.

Considerato che la principale finalità della legge consiste nel riconoscere a tutti gli azionisti analoghe opportunità economiche in occasione del trasferimento di consistenti pacchetti azionari, la Consob, con delibera 6265 del 10 giugno 1992, ha ritenuto che in entrambi i casi sia doveroso procedere all'offerta pubblica. Nel primo caso l'organo di controllo ritiene che il predetto acquisto frazionato sia comunque acrivibile a una disegno unitario. Nel secondo caso occorre promuovere l'OPA obbligatoria quando l'attivo patrimoniale della società non quotata sia essenzialmente rappresentato dalla partecipazione nella società quotata. Si assisterebbe altrimenti a fin troppo facili elusioni della normativa, realizzabili attraverso l'intestazione della partecipazione di controllo a entità non soggette all'OPA obbligatoria.

La Commissione non ritiene invece riscontrabile una finalità

elusiva nell'acquisto del controllo di una società quotata, anche quando altra società quotata rappresenti una parte sostanziale dell'attivo patrimoniale della prima. In altri termini, una volta rispettato l'art. 10 della legge 149/92 per l'acquisto della controllante non vi è obbligo di lanciare un'OPA sulle azioni della controllata. D'altra parte nessun azionista di quest'ultima società verrebbe a realizzare un diretto vantaggio, rimanendo immutata per tutti la rispettiva posizione di partecipazione (comunicazioni SOC/RM/92008534 del 4 dicembre 1992 e SGE/RM/93001300 del 24 febbraio 1993).

Altra questione di difficile soluzione riguarda la cosiddetta azione di concerto in cui più soggetti, ancorché non vincolati da legami societari, agiscono con unitarietà di intenti per acquisire congiuntamente il controllo di una società quotata. La Consob, con riferimento ad una operazione sottoposta al suo esame, ha avuto occasione di esprimere l'avviso che, quando il controllo di una società venga ripartito tra diversi aderenti a un patto, si abbia trasferimento del controllo e debba conseguentemente essere offerta ai soci di minoranza la possibilità di cedere le azioni alle medesime condizioni ottenute dai partecipanti al patto. La Consob non ha ritenuto rilevante, nel caso di specie, la circostanza che il patto non impegnasse i contraenti all'esercizio coordinato del voto in assemblea, reputando sufficiente che lo stesso patto fosse comunque volto a programmare l'attività imprenditoriale della società.

Un ultimo esempio significativo dell'azione svolta dalla Commissione riguarda l'applicazione della norma sulla parità delle condizioni di offerta (art. 19, secondo comma, legge 149/92) ed è costituito dalla operazione oggetto della comunicazione Consob SGE/RM/92008359 del 27 novembre 1992. L'operazione prevedeva che un soggetto lanciaresse un'OPA preventiva per l'acquisizione del 50% più un'azione di una società quotata; l'azionista di controllo di quest'ultima avrebbe aderito all'OPA consegnando una parte della propria partecipazione nella misura determinata dal riparto; prima dell'offerta, l'offerente e l'azionista di controllo avrebbero però convenuto che il primo acquistasse dal secondo le azioni escluse dall'OPA in base al riparto, allo stesso prezzo dell'offerta e dopo la conclusione di questa.

La Commissione ha ritenuto che, nell'operazione prospettata, accordo preventivo, OPA ed esecuzione dell'accordo dopo la chiusura dell'offerta costituissero momenti inscindibili di un'unica operazione. In definitiva, è opinione della Consob che consentire non a tutti i soci ma al solo socio di controllo di cedere l'intera propria partecipazione violi il principio di parità di trattamento.

#### **4. Privatizzazioni e mercato azionario**

Nel corso dell'anno, il Governo ha manifestato attraverso molteplici provvedimenti la propria intenzione di accelerare il programma di privatizzazioni. La delibera del CIPE del 25 marzo

1992 ha indicato nelle privatizzazioni una delle principali misure di politica economica necessarie per il risanamento dei conti del settore pubblico, specificando inoltre le linee di intervento in tale direzione. Il decreto legge n. 333 di luglio ha previsto la trasformazione di ENEL, ENI, INA e IRI in società per azioni, attribuendo la proprietà delle azioni stesse al Ministero del tesoro. Il «Programma di riordino delle partecipazioni statali» del 17 novembre ha meglio specificato gli obiettivi del Governo, di risanamento non più soltanto della finanza pubblica ma anche dell'industria italiana. Nel gennaio 1993 è stato infine presentato il disegno di legge contenente disposizioni in materia di ampliamento del mercato mobiliare, all'interno del quale si prevedono misure di incentivazione per il collocamento e la sottoscrizione anche di titoli di società a partecipazione statale.

Il documento di novembre ha esplicitato il ruolo potenziale del mercato azionario, e più in generale del sistema finanziario, nel processo di privatizzazioni. L'azionista pubblico è ampiamente presente in borsa, dove a fine 1992 controlla 43 società su un totale di 236 società quotate (18.2%), per una capitalizzazione complessiva di oltre 60 mila miliardi in un mercato che valeva complessivamente circa 173 mila miliardi. Undici di queste società, per una capitalizzazione di oltre 18 mila miliardi, fanno capo a fondazioni ed enti pubblici, e non sono interessate al piano di riordino delle partecipazioni

statali.

Se i dati suddetti vengono poi depurati dal fenomeno delle cosiddette scatole cinesi, che interessa principalmente gruppi privati e che gonfia la capitalizzazione di borsa, allora il peso dei gruppi pubblici risulta superiore al 37% del valore del listino.

Il legame tra privatizzazioni e sviluppo del mercato mobiliare è duplice. Da un lato esiste la possibilità di canalizzare verso le imprese da privatizzare il risparmio delle famiglie, tanto più che nelle condizioni di oggettiva debolezza e fragilità in cui si trovano molti gruppi imprenditoriali, sembrano precluse strade alternative nazionali, diverse dal pur necessario ricorso ai mercati esteri. D'altro canto, collocamenti di imprese di ingenti dimensioni - si pensi in particolare alle imprese di pubblica utilità - consentirebbero di aumentare in maniera cospicua lo spessore del mercato italiano. Esistono pertanto i presupposti perché le dismissioni di imprese statali inneschino un circolo virtuoso che dia al mercato italiano dei valori mobiliari un ruolo più adeguato nel sistema economico-produttivo nazionale. Realizzare questo obiettivo non sarà però automatico: rimangono da creare condizioni strutturali, tanto sul lato della domanda quanto su quello dell'offerta, per realizzare l'intero processo di privatizzazioni in modo chiaro e trasparente, assicurando che nel contempo non si ostacolino i più generali obiettivi di politica macroeconomica, fiscale ed industriale.

La scelta del metodo di cessione è un elemento cruciale, strettamente legato alla definizione degli obiettivi specifici che la privatizzazione intende soddisfare.

I risparmiatori che intervengono nel mercato dei valori mobiliari hanno visto troppo spesso disattese le promesse di ricevere un trattamento identico a quello degli azionisti di maggioranza. Ancor più grave sarebbe se ciò avvenisse in occasione delle privatizzazioni: non solo perchè proprio dallo Stato è legittimo attendersi il massimo rispetto dei diritti degli azionisti di minoranza, ma anche perchè contraddittori segnali provocherebbero nel pubblico fenomeni di disaffezione che si ripercuoterebbero negativamente sul successivo sviluppo delle politiche di aggiustamento strutturale. In questo senso è apparso più volte opportuno alla Consob nel corso del 1992 richiamare l'attenzione sul rispetto della legge sulle offerte pubbliche di acquisto.

La Commissione, pur conscia di come la massima riservatezza durante trattative per la cessione di partecipazioni azionarie sia un diritto delle parti, ha anche sottolineato più volte come sia imprescindibile assicurare a tutti gli operatori l'accesso a tutte le informazioni rilevanti. In questo senso si è sviluppata l'attività di analisi e monitoraggio del mercato, che ha portato la Consob a richiedere chiarimenti e maggiori informazioni al fine di evitare fenomeni di *insider trading* ed i conseguenti illeciti guadagni, ricorrendo talvolta alla sospensione



temporanea dei titoli fino alla diffusione delle notizie richieste.

Analoghe esigenze di chiarezza impongono una definizione accurata delle clausole preferenziali accordate all'azionista pubblico nelle società in cui esso mantenga una partecipazione. L'istituto della *golden share* è stato utilizzato in alcune esperienze straniere per salvaguardare l'esigenza di mantenere il controllo nazionale in imprese particolarmente importanti dal punto di vista della sicurezza nazionale e dell'accumulazione tecnologica. La definizione di interesse nazionale va però circoscritta in materia inequivocabile, al fine di evitare che elementi di arbitrio possano poi influenzare il valore dell'impresa, arrivando a deprimere pertanto il rendimento dell'investimento per il pubblico dei risparmiatori.

Analoghe esigenze di trasparenza vanno soddisfatte con grande attenzione nel caso in cui si proceda a formare nuclei duri di azionisti, associati a premi di fedeltà azionaria, cui affidare poteri di indirizzo che assicurino la stabilità degli assetti societari, al riparo da scalate ostili. Tale modello ha ricevuto attenzione in Italia sulla scorta della sua adozione in Francia. Non occorre però dimenticare come in questo caso esso sia stato utilizzato per ritrasferire ai privati società nazionalizzate solo pochi anni prima. Alcune esperienze italiane impongono grande cautela per evitare che la scelta da parte del Governo degli azionisti cui conferire il controllo delle società da privatizzare risponda a criteri extra-economici.

Da un punto di vista strutturale, è doveroso chiedersi come il desiderato mutamento degli assetti proprietari possa contribuire alla ristrutturazione dell'economia italiana. Nella letteratura economica si segnala come ciò che distingue un sistema economico in cui il finanziamento degli investimenti avviene attraverso il mercato mobiliare sia innanzitutto il monitoraggio che questo esercita sulla gestione d'impresa. Questo modello di interrelazione, particolarmente presente nei Paesi anglosassoni, rischia peraltro di dare eccessiva attenzione ai risultati di breve periodo, penalizzando strategie di crescita imprenditoriale che, soprattutto nei settori tecnologicamente più sofisticati, presentano orizzonti temporali maggiormente allungati.

L'esigenza di creare il cosiddetto capitalismo popolare, diffondendo l'investimento in azioni, appare in maniera precisa nei documenti del Governo. Sono chiari i motivi che rendono tale esigenza condivisibile, ma, data la molteplicità di forme disponibili per soddisfarla, vanno valutati costi e benefici di ogni strategia.

Già nella Relazione 1991 la Consob segnalò l'opportunità di misure per incrementare la domanda di titoli azionari. Varie proposte di agevolazione fiscale per la sottoscrizione e l'acquisto di titoli azionari, per il collocamento di nuove società e per l'applicazione di un regime di cedolare secca per l'imposizione di redditi da dividendi sono state avanzate dal Governo e sono oggetto di esame in sede parlamentare. Sul piano

della politica economica, tali misure, pur di indubbio valore, vanno però iscritte all'interno di una improrogabile revisione dell'intero sistema di imposizione sulle rendite da capitale in modo tale da ridurre l'area dei privilegi. E' poi necessario valutare se l'obiettivo delle agevolazioni stesse non debba essere la diffusione dell'investimento azionario di qualsiasi tipo, piuttosto che il positivo esito delle dismissioni di partecipazioni pubbliche; in quest'ultimo caso, al costo fiscale delle agevolazioni corrisponderebbe una semplice ricomposizione di portafoglio.

In sede di collocamento sul mercato delle società privatizzabili, vanno poi richiamati i potenziali benefici realizzabili attraverso vendite scaglionate nel tempo. Sarebbe in questo modo possibile incorporare nel prezzo che lo Stato riceve dalla cessione di imprese pubbliche il valore di mercato dei titoli delle imprese da alienare, limitando alla prima emissione l'*underpricing*. Né il fatto di non seguire un programma fissato in anticipo può essere considerato come la prova di un più tiepido impegno a cedere le imprese statali. In Gran Bretagna, infatti, le scelte afferenti le società da alienare sono state prese in funzione del mutare del quadro congiunturale, ma è stato inequivocabile fin dall'inizio come l'obiettivo del Governo restasse in qualunque caso quello di trasferirne immediatamente e definitivamente il controllo. In altre parole, la credibilità va considerata come un processo dinamico acquisibile con la coerenza delle decisioni politiche, ed è un fattore difficilmente

riconducibile a semplici formule.

Per modificare il modello di sviluppo seguito nel nostro Paese, basato sull'autofinanziamento delle imprese, sul controllo familiare e sull'indebitamento, non sono però sufficienti misure ad hoc che condizionino il godimento degli incentivi fiscali alla detenzione prolungata delle azioni. Se ciò appare legittimo al fine di evitare facili guadagni speculativi, nondimeno suscita perplessità vincolare la libera disponibilità delle azioni da parte dei risparmiatori in quanto ciò li rende potenzialmente ostaggi di amministratori inefficienti. E questo non fa che aggiungere una nuova limitazione alle capacità di monitoraggio del piccolo azionista, già di per sé ridotti dai noti problemi di aggregazione delle scelte collettive che insorgono quando la proprietà di una società è diffusa.

Soluzione più razionale all'obiettivo di agevolare il collocamento delle azioni, salvaguardando nel contempo quello di migliorare la corporate governance delle imprese, sembra essere costituita dallo sviluppo degli investitori istituzionali, in particolare dei fondi pensione.

Sebbene appaiano semplicistiche analisi del loro comportamento che ne sottolineano eccessivamente il contributo alla stabilità dei mercati, è certo che, grazie ai più lunghi orizzonti di cui dispongono, essi possono svolgere funzioni qualitativamente e quantitativamente cruciali in sede di sviluppo della borsa e allocazione del risparmio del sistema. Recenti

esperienze nord-americane (Westinghouse, IBM, American Express) segnalano come, attraverso sofisticati strumenti per la valutazione produttivo-gestionale e non esclusivamente finanziaria delle imprese quotate, i fondi pensione possano esercitare forti pressioni per scuotere una gestione inefficiente e per ridefinire i termini dei contratti che regolano i rapporti tra amministratori e azionisti.

Il maggiore attivismo dimostrato da tali investitori, tra i quali si segnalano particolarmente i fondi pensione dei dipendenti pubblici, ha posto negli Stati Uniti problemi nuovi di natura giuridica ed economica, e l'evidenza empirica è ancora troppo limitata per trarre conclusioni definitive. Appare comunque opportuno che nel nostro Paese la riflessione su questo tema si avvii presto.

Non ci si può d'altra parte attendere dai fondi pensione un contributo eccessivo in sede di acquisto di azioni o sottoscrizione di nuove emissioni, e ciò per due ordini di motivi. In primo luogo, le strategie di portafoglio di operatori che agiscono sul mercato finanziario nazionale riflettono lo squilibrio tra i rendimenti dei diversi strumenti, in particolare l'anomalia rappresentata dal trattamento accordato ai titoli del debito pubblico. E' peraltro vero che una sostituzione di debito con capitale di rischio come modalità di finanziamento delle privatizzazioni consentirebbe di ridurre tale squilibrio.

In secondo luogo, importanti esperienze straniere dimostrano come, affinché i fondi pensione possano dare un contributo

significativo alle privatizzazioni ed allo sviluppo della borsa, sia necessario un periodo di apprendimento, durante il quale si accumulino anche le capacità regolamentative dell'operatore pubblico. Non vanno infatti sottovalutati i rischi d'illiquidità provocati da una gestione poco rigorosa dei risparmi dei lavoratori; diventa pertanto cruciale definire con chiarezza costi e benefici dei modelli alternativi di fondi pensione a contributi o a prestazioni definite, così come della gestione diretta e indiretta.

L'obiettivo deve essere quello di pervenire ad una normativa che meglio risponda alle esigenze di sviluppo del mercato dei capitali, senza assegnare al risparmio previdenziale complementare quel ruolo taumaturgico nei confronti del mercato azionario che qualcuno, con troppo entusiasmo, sembra attribuirgli.

Il superiore controllo che il sistema finanziario nelle sue diverse articolazioni può esercitare sulle imprese rappresenta forse l'elemento di maggior cambiamento potenzialmente ottenibile attraverso le privatizzazioni. Non va del resto dimenticato come, parallelamente all'interesse dimostrato per un coinvolgimento della borsa, anche la normativa che ha tradizionalmente vietato alle banche di assumere partecipazioni azionarie in società industriali sia sottoposta ad un complessivo ripensamento.

Anche in Italia gli investitori istituzionali possono svolgere funzioni preziose in tal senso; appare però

imprescindibile che il passaggio di proprietà delle imprese avvenga anche nel nostro Paese attraverso il mercato azionario.

L'Italia ha la grossa opportunità di fare tesoro dell'esperienza straniera per costruire normative adeguate per raggiungere, anche nei grandi gruppi familiari nazionali, il miglior equilibrio tra modelli di monitoraggio interni ed esterni all'impresa. I prossimi anni costituiscono una sfida probante perché tale definizione soddisfi le esigenze di ristrutturazione produttiva, assicurando al nostro Paese un ritmo sostenibile e soddisfacente di sviluppo economico.

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

L'evoluzione dei mercati finanziari e la disciplina fiscale delle attività finanziarie sono due fenomeni strettamente collegati. Gli operatori del mercato finanziario tendono infatti ad effettuare le proprie scelte sulla base di parametri su cui l'imposizione fiscale incide in modo rilevante.

Particolare rilevanza assume l'effetto di "cuneo fiscale" che si stabilisce tra rendimenti lordi e netti delle attività finanziarie, e che è determinato dall'aliquota di imposizione. La misura di questo fenomeno influisce sulla possibilità di incontro tra domanda e offerta di fondi, in quanto per i prenditori, cioè gli emittenti di attività finanziarie, il costo del finanziamento è rappresentato dal rendimento al lordo dell'imposizione fiscale, mentre per chi offre i fondi, cioè gli acquirenti di strumenti finanziari, il rendimento deve essere

valutato al netto dell'imposizione fiscale. La disciplina fiscale influenza direttamente le scelte degli operatori sia riguardo al volume complessivo delle loro operazioni, sia riguardo alla loro composizione tra le diverse forme di attività finanziarie. L'imposizione fiscale può pertanto condizionare, in via generale, la destinazione del reddito tra risparmio e consumo e, più in particolare, l'allocazione del risparmio tra diverse forme di impiego, in base a elementi discriminatori che possono riguardare gli strumenti finanziari, la natura degli emittenti o dei canali di investimento utilizzati.

Quest'ultimo aspetto, che è particolarmente rilevante per valutare le relazioni tra sistema fiscale e struttura dei mercati finanziari, in Italia ha fortemente condizionato l'evoluzione dei diversi comparti del mercato finanziario. Nei fatti la disciplina fiscale dei rendimenti delle attività finanziarie ha assunto un ruolo di indirizzo e di controllo dei mercati finanziari, da un lato influenzando sulla canalizzazione del risparmio attraverso misure agevolative volte a particolari strumenti o emittenti, dall'altro introducendo misure correttive per tenere conto di attività innovative che potevano favorire fenomeni di elusione fiscale. Il risultato di questa evoluzione è stata la creazione di un sistema fiscale complesso e articolato, che presenta accentuati caratteri di discriminazione e di non neutralità che si riflettono sulle decisioni degli operatori, e quindi sullo sviluppo delle diverse forme di



attività finanziarie.

La valutazione della validità di tale sistema può essere condotta con riferimento a due approcci anche teorici che fanno riferimento a diversi parametri e obiettivi. Il primo approccio sottolinea l'importanza delle caratteristiche di neutralità e di efficienza del sistema fiscale per consentire che il mercato determini spontaneamente l'allocazione delle risorse finanziarie tra le varie forme di impiego, con minimi effetti distorsivi da parte dell'imposizione fiscale. Il secondo approccio, accettando la possibilità di influenzare l'allocazione delle risorse tramite politiche fiscali mirate, cerca di verificare l'efficacia delle misure adottate rispetto al raggiungimento degli obiettivi di politica economica che si intende perseguire. In tale ottica, con il mutare degli obiettivi è necessario di volta in volta riparametrare la disciplina fiscale in modo da renderla funzionale al raggiungimento degli obiettivi prefissati.

Nella realtà questi due approcci tendono ad essere integrati. Da un lato, infatti, pur ponendosi nell'ottica della neutralità del sistema fiscale, l'impossibilità di raggiungere una completa omogeneità della disciplina fiscale pone il problema di valutare gli effetti delle discriminazioni esistenti, e lascia spazio a politiche di agevolazione volte a superare ostacoli strutturali allo sviluppo di particolari strumenti o segmenti del mercato. Dall'altro, anche volendo utilizzare lo strumento fiscale come misura di politica economica per influenzare l'allocazione delle risorse, esiste l'esigenza di assicurare condizioni minime di

uniformità della tassazione delle attività finanziarie, anche per rendere più efficaci eventuali misure di agevolazione.

Nel nostro Paese la struttura dell'imposizione delle attività finanziarie è caratterizzata dalla presenza di rilevanti asimmetrie che concorrono a determinare un quadro generale squilibrato, che influenza la natura e l'andamento del mercato finanziario, con particolare evidenza per quanto riguarda il comparto azionario.

Le principali manifestazioni di tale squilibrio sono individuabili nella tassazione dei redditi finanziari in capo alle persone fisiche diverse dalle società di persone e nella disciplina del finanziamento delle imprese. Con l'eccezione degli utili distribuiti, tutti i redditi derivanti dal possesso di attività finanziarie sono infatti esclusi dalla tassazione IRPEF e soggetti a tassazione sostitutiva. Anche le recenti ipotesi di modifica che prevedono una opzione per una tassazione sostitutiva (cedolare secca), stante il disegno delle aliquote, non modificano il quadro sfavorevole.

Il principio della tassazione sostitutiva dei rendimenti delle attività finanziarie è accompagnato da una differenziazione delle aliquote relative ai diversi strumenti. Viene così a determinarsi un sistema di tassazione che assegna uno scarso peso all'equità, privilegiando invece le possibilità di intervenire, operando sulla struttura delle aliquote, sulla canalizzazione dei flussi di risparmio. L'esclusione dei

rendimenti delle attività finanziarie dal reddito complessivo ai fini IRPEF è stata a suo tempo motivata dall'intenzione di mantenere un regime fiscale non penalizzante per il risparmio e da considerazioni sull'efficienza della riscossione e sul rischio di deflussi di capitali verso Paesi esteri.

La generale evoluzione dei mercati finanziari e dei processi che regolano le scelte di portafoglio delle famiglie consentono di riconsiderare le ragioni che, quasi venti anni fa, avevano diretto l'azione del legislatore al disegno di un sistema di tassazione sostanzialmente non omogeneo, e aprono gli spazi per valutare con maggiore attenzione i problemi legati all'equità della tassazione.

Sul versante del finanziamento delle imprese lo squilibrio si manifesta nel diverso trattamento riservato al ricorso all'indebitamento rispetto alla raccolta di capitale di rischio. Le spese sostenute per il pagamento degli interessi sui debiti contratti concorrono infatti a ridurre gli utili complessivi che formano la base imponibile. Nel processo di scelta delle fonti di finanziamento delle imprese, il ricorso a capitale di debito si trova pertanto avvantaggiato rispetto al ricorso a capitale di rischio.

Nel corso del 1992 il tema della tassazione delle attività finanziarie è stato al centro del dibattito di politica economica in relazione a tre ordini di problemi tra loro strettamente collegati. In primo luogo, il regime di tassazione delle plusvalenze azionarie introdotto con la legge 102/91 ha suscitato

un ampio confronto sugli effetti del sistema di tassazione adottato sulla funzionalità del mercato azionario e sulla coerenza di tale sistema con la tassazione delle altre forme di attività finanziarie, che ha condotto nel novembre 1992 alla sospensione dell'imposta fino al 30 settembre 1993. In secondo luogo, è stata sottolineata l'esigenza di predisporre misure di agevolazione all'investimento azionario per superare gli ostacoli, anche di natura fiscale, che attualmente condizionano lo sviluppo del mercato mobiliare. Su questo obiettivo sembra essersi realizzata un'ampia convergenza di vedute che coinvolge sia le autorità di Governo che gli operatori. Infine, l'introduzione di una normativa sui fondi pensione che prevede forme di agevolazione fiscale alla loro diffusione ha posto il problema di definire un trattamento fiscale del risparmio in grado di conciliare l'obiettivo di incentivazione con quello di assicurare una certa neutralità rispetto ai canali di investimento.

Alla base del complesso delle problematiche emerse si pone l'esigenza di provvedere ad una riforma globale del regime di tassazione delle attività finanziarie volta a ridurre le attuali discriminazioni tra le diverse forme di attività finanziaria. Tale riforma dovrebbe essere attuata entro il 30 settembre 1993, così come disposto dall'art.18 della legge 408/90, che delega il Governo a provvedere al riordino del trattamento tributario dei redditi da capitale. Al disegno complessivo delineato dalla

riforma dovranno essere ricondotti gli aspetti specifici riguardanti la tassazione delle plusvalenze e la predisposizione di politiche di incentivazione del risparmio di lungo periodo, al cui interno possono anche essere comprese misure specifiche di agevolazione dell' investimento azionario.

Il problema del superamento delle attuali discriminazioni che pesano in particolare sul mercato azionario è di tipo strutturale, e non può essere risolto semplicisticamente introducendo, come spesso in passato, ulteriori distorsioni in un quadro in cui già agiscono numerosi elementi di squilibrio. La soluzione risiede in un necessario processo di armonizzazione del trattamento fiscale delle diverse forme di investimento finanziario, che può essere articolato lungo quattro linee alternative.

Agendo in linea con l'impostazione di base prevalente nel nostro sistema di tassazione delle attività finanziarie, si potrebbe allargare l'imposizione separata a tutti i redditi da capitale, stabilendo un opportuno set di aliquote più omogeneo di quello attuale, le cui eventuali differenziazioni dovrebbero essere principalmente dirette a favorire gli investimenti a lungo termine.

Seguendo invece una impostazione più vicina alla *comprehensive income taxation*, si potrebbe applicare ai diversi redditi una struttura di ritenute a titolo di acconto, prevedendo la successiva inclusione di tali redditi negli imponibili IRPEF o IRPEG.

La terza ipotesi vedrebbe applicato un sistema opzionale misto, in cui spetti al contribuente scegliere se far valere la ritenuta a titolo di acconto o a titolo di imposta, optando in questo caso per l'esclusione dall'inserimento nell'imponibile IRPEF. La struttura delle aliquote va opportunamente disegnata, in modo da prevedere per la ritenuta a titolo di imposta livelli sufficientemente elevati in cambio dell'anonimato. Il regime opzionale è quello esplicitamente indicato nella delega governativa sopra accennata, anche se la discussione sulla linea da seguire è ancora aperta.

L'ultima ipotesi privilegia le considerazioni di efficienza rispetto a quelle di equità, e prevede un sistema di imposizione differenziato a seconda del canale utilizzato per l'investimento, con una configurazione che, privilegiando il ricorso agli investitori istituzionali, preveda una forma di tassazione sugli ammontari complessivi. Nel quadro del più generale processo di riordino della tassazione delle attività finanziarie, il mercato azionario è interessato in particolare dalle linee che saranno seguite per la tassazione delle plusvalenze su valori mobiliari. In particolare emerge la necessità di considerare il regime di tassazione dei *capital gains* nel quadro più complessivo della tassazione dei redditi da capitale, al fine di garantire l'integrazione e la necessaria coerenza del sistema impositivo.

Sotto tale aspetto, la normativa introdotta dalle legge

102/91 ha rappresentato un primo riconoscimento della sostanziale equivalenza sotto il profilo economico delle due tipologie di reddito costituite dai redditi da capitale e dalle plusvalenze.

L'adozione di un sistema di tassazione delle plusvalenze pone diversi problemi applicativi, che riguardano principalmente le modalità di accertamento e la scelta del momento della tassazione. La formulazione adottata dalla legge 102/91 non si è rilevata soddisfacente sia sul piano dell'equità che su quello dell'efficienza.

La caratteristica cruciale di tale normativa era la previsione di un duplice regime, analitico e forfettario, con facoltà di opzione per il contribuente. Tale impostazione rispondeva alla duplice esigenza di garantire un prelievo alla fonte, a tutela dell'anonimato, e di non gravare gli intermediari degli oneri e delle responsabilità connesse ad un prelievo sostitutivo sulle plusvalenze effettivamente realizzate. Il sistema adottato ha dato luogo a notevoli problemi, specialmente per quanto riguarda l'introduzione di distorsioni nel comportamento degli operatori e il profilo dell'elusione fiscale. In particolare, la configurazione assegnata al regime forfettario ha reso la misura del prelievo del tutto svincolata sia dall'esistenza che dall'entità delle plusvalenze.

Nel definire il nuovo regime di tassazione delle plusvalenze sarà quindi opportuno tener conto di due esigenze prioritarie:

- la necessità del coordinamento del prelievo sui capital gains con quello sui redditi da capitale nel loro complesso;

- l'esigenza di definire un prelievo che abbia caratteristiche applicative tali da evitare di provocare distorsioni nei comportamenti degli operatori e di minimizzare i comportamenti elusivi.

Per quanto riguarda l'introduzione di misure di agevolazione fiscale all'investimento azionario, il Governo ha presentato alla fine del 1992 il disegno di legge n. 2140 concernente disposizioni in materia di ampliamento del mercato mobiliare. Il disegno di legge contiene un insieme di misure eterogenee che possono essere ricondotte a tre diverse tipologie di interventi.

La prima tipologia è di carattere istituzionale ed è volta a rafforzare l'autonomia dell'organo di controllo della borsa, la Consob, prevedendo la creazione di un meccanismo di autofinanziamento che ne favorisca l'autonomia funzionale e organizzativa.

La seconda tipologia di interventi ha un carattere generale di incentivazione all'allargamento dimensionale del mercato. In tale ambito rientrano da un lato le misure volte a incentivare l'offerta di titoli attraverso la riduzione dei carichi fiscali su operazioni che comportano l'ampia diffusione di titoli di società quotate o che abbiano richiesto l'ammissione a quotazione; dall'altro l'introduzione di un regime opzionale di tassazione dei dividendi per le persone fisiche, che consente di pagare un'imposta sostitutiva, la cosiddetta cedolare secca, in luogo dell'inclusione dei dividendi nel reddito imponibile



individuale.

La terza tipologia di misure considerate è finalizzata a favorire la realizzazione sul mercato azionario delle operazioni di dismissione delle partecipazioni di maggioranza delle società a controllo pubblico. In tale ambito rientrano le misure agevolative all'investimento azionario delle persone fisiche, che sono estese alle azioni di tutte le società, anche private, che collochino sul mercato quote sufficienti alla perdita del controllo, la previsione di modalità di pagamento di azioni cedute dal Tesoro attraverso la cessione di titoli di Stato, e le norme che regolano il mantenimento di *golden shares* nelle mani dell'azionista pubblico.

Per quanto riguarda le misure volte a favorire l'offerta di azioni, dall'osservazione della realtà italiana emerge con chiarezza la difficoltà strutturale delle imprese ad entrare sul mercato azionario regolamentato e ad utilizzarlo come importante canale di finanziamento. Queste difficoltà derivano, oltre che da aspetti culturali e storici legati all'assetto proprietario dell'economia italiana e alla struttura finanziaria che si è creata a partire dalla legge bancaria, anche dal funzionamento carente dei processi di valutazione dell'informazione propri del mercato mobiliare.

Nel breve periodo può però essere opportuno introdurre misure di incentivazione alla diffusione della proprietà azionaria che vadano a ridurre i costi di tali operazioni, che nelle situazioni attuali devono scontare il permanere dei limiti

strutturali di cui si è detto. In questo quadro le misure proposte dal Governo possono costituire uno stimolo all'allargamento dell'offerta di azioni, facilitando l'entrata di nuove società sul mercato e la diffusione della proprietà azionaria. L'efficacia di tale misura agevolativa deve però essere limitata nel tempo, al fine di non alterare stabilmente il meccanismo di selezione che deve essere esercitato dal mercato.

#### 6. Le nuove forme di controllo degli intermediari

Nell'anno trascorso la Commissione ha compiuto un intenso sforzo teso all'elaborazione ed alla razionalizzazione delle proprie procedure di controllo. Tale sforzo è stato principalmente motivato dalla precisa definizione delle competenze di vigilanza della Consob recata dalla recente legislazione sul mercato mobiliare. Di pari passo con l'evoluzione della normativa anche l'attività di controllo della Consob sta pertanto mutando di contenuti sia con riferimento agli intermediari che ai mercati mobiliari.

Volendo descrivere sinteticamente il contenuto della vigilanza della Commissione sugli intermediari sembra possibile individuare i seguenti oggetti di controllo:

- a) gli obblighi di informazione che si sostanziano in quei doveri di comunicazione al cliente/investitore di ogni notizia, atto o fatto che gli sia utile, tanto nella fase preliminare alla costituzione del rapporto con

l'intermediario, quanto nel corso dello stesso per prendere appropriate decisioni di investimento;

- b) gli obblighi di correttezza che sono espressione ed applicazione dei generali principi di diligenza e professionalità e si dipanano in una serie di regole di condotta, più o meno articolate a seconda dei casi, che devono guidare l'intermediario nella scelta dei comportamenti da tenere in occasione di particolari situazioni;
- c) la regolarità delle negoziazioni di valori mobiliari, oggetto di controllo da parte della Commissione anche prima dell'emanazione della legge 1/91, tradizionalmente esplicitasi nella verifica del rispetto degli obblighi di garanzia delle operazioni a termine ex delibera 929/81.

Con riferimento ai mercati, oltre alla vigilanza sul regolare andamento degli scambi e sull'informazione da rendere agli investitori, alla Commissione spettano oggi i compiti di controllo sull'*insider trading* e sulla manipolazione dei prezzi.

L'esercizio dei poteri di controllo che l'ordinamento ha riservato alla Consob, non solo con riferimento alla correttezza e trasparenza di comportamento degli intermediari, ma anche alla regolarità delle negoziazioni eseguite e, non ultima, alla repressione dei fenomeni di *insider trading* e di manipolazione dei corsi, hanno richiesto l'abbandono delle tecniche tradizionalmente utilizzate per la vigilanza in altre materie. Lo svolgimento dei nuovi compiti impone, infatti, alla Commissione di abbandonare i modelli di analisi basati su rilevazioni

contabili aggregate concernenti l'intero spettro delle attività esercitate dall'intermediario, per concentrarsi sui singoli aspetti delle singole operazioni - l'oggetto, le quantità, il prezzo, l'ora di esecuzione, le commissioni applicate - da confrontare poi con gli andamenti complessivi del mercato e la diffusione delle notizie societarie, nel caso dell'insider, e con le qualità intrinseche del singolo investitore - qualificato, non qualificato - nel caso delle regole di condotta.

Partendo dall'osservazione che l'oggetto della vigilanza di competenza della Consob sono le operazioni di intermediazione nella loro individualità, la Commissione ha ritenuto di doversi dotare di una strumentazione atta a catturare le informazioni concernenti le operazioni stesse e ad elaborarle secondo parametri di riferimento predefiniti. Del resto tali necessità erano già state avvertite dal legislatore della legge 1/91 e di quella sull'insider trading che ha riservato alla Consob ampi poteri in tema di tenuta, da parte degli intermediari, di registrazioni elettroniche relative alle transazioni effettuate e, da parte dei mercati, di registrazione (sempre elettroniche) delle operazioni concluse sui mercati medesimi.

Proprio in attuazione delle disposizioni recate dalle leggi citate, la Consob, per ciò che attiene agli intermediari, ha elaborato un apposito "sistema dati di vigilanza per la correttezza" con il quale sono stati prescritti gli obblighi di rilevazione ed archiviazione delle informazioni necessarie ai

fini del controllo del rispetto delle regole di comportamento e trasparenza e, per ciò che attiene al mercato, nel regolamento concernente il sistema telematico delle borse valori, ha stabilito precisi obblighi di archiviazione e di messa a disposizione delle informazioni sulle contrattazioni.

In pratica il sistema di controllo elaborato dalla Commissione, considerato nella sua interezza, consente, partendo dalle registrazioni di mercato sino ad arrivare a quelle presso i singoli intermediari, di:

- a) individuare i singoli intermediari che hanno effettuato singole operazioni sul mercato;
- b) individuare i singoli investitori che hanno ordinato l'esecuzione di tali operazioni agli intermediari di cui al punto a).

E' da notare che, nel caso in cui tra cliente finale ed intermediario negoziatore si sia frapposto un altro intermediario (ad esempio un gestore o un raccoglitore di ordini), la ricostruzione è comunque possibile, in quanto anche tale interposizione è soggetta ad appositi obblighi di registrazione.

A ciò va aggiunto che l'analisi può essere condotta anche partendo dall'ordine conferito all'intermediario ricostruendo tutte le fasi della sua esecuzione secondo il seguente flusso:

- a) il cliente impartisce l'ordine ad un intermediario raccoglitore;
- b) l'intermediario lo registra e lo trasmette al negoziatore;
- c) l'intermediario negoziatore registra l'ordine pervenutogli

- dal raccoglitore e lo esecue sul mercato;
- d) il mercato registra i dati concernenti l'operazione eseguita;
  - e) il negoziatore fornisce l'eseguito all'intermediario raccoglitore;
  - f) il raccoglitore informa il cliente dell'esito dell'ordine.

Poiché tutte le informazioni rilevanti per l'esercizio dei controlli sono state individuate attraverso appositi codici univoci che tutti gli intermediari saranno tenuti ad utilizzare, il suddetto sistema, una volta completamente realizzato, potrà essere utilizzato in due diverse maniere. Da un lato, direttamente presso gli intermediari sarà possibile acquisire i dati necessari alle indagini secondo procedure e standard di interrogazione predefiniti; dall'altro la Commissione potrà acquisire in via informatica gli stessi dati per poi elaborarli ed utilizzarli per le proprie finalità di controllo. In questo secondo caso, peraltro, sarà possibile elaborare ingenti masse di dati ed analizzare, sempre in via informatica, tutte le operazioni effettuate da un intermediario in un dato periodo.

#### **7. L'attività internazionale della Consob**

La crescente internazionalizzazione dei mercati di valori mobiliari si sostanzia, essenzialmente, nella possibilità del libero accesso ai diversi mercati da parte di investitori non residenti, nella libera circolazione degli intermediari che

operano in diversi mercati (direttamente o tramite società controllate o succursali) e nell'offerta dei medesimi prodotti finanziari o nel collocamento simultaneo di emissioni in diversi mercati. Tale fenomeno pone agli organismi di vigilanza e regolamentazione dei mercati mobiliari nuovi obiettivi al fine di assicurare l'integrità, la stabilità e l'efficienza dei mercati medesimi e tutelare in modo adeguato il pubblico degli investitori.

Da un lato, infatti, l'effettivo esercizio delle libertà di circolazione degli intermediari e di accesso ai mercati comporta non solo l'eliminazione degli ostacoli di carattere giuridico che ancora permangono ma, anche e soprattutto, un improrogabile processo di armonizzazione delle diverse regolamentazioni nazionali. Va infatti evitato che l'internazionalizzazione dei mercati si traduca in una indiscriminata deregolamentazione, lasciata al libero gioco delle forze del mercato e, conseguentemente, in una diminuzione delle tutele del mercato e degli investitori. Si tratta di un confronto che deve investire i diversi soggetti (mercati, intermediari, emittenti) e che non può che avvenire nell'ambito di organizzazioni sovranazionali, quali la CEE o la IOSCO, cui viene demandato il compito di individuare sia le priorità sia il livello di armonizzazione auspicabile per assicurare un giusto punto di equilibrio tra interesse degli operatori e degli investitori.

D'altro lato, l'internazionalizzazione dei mercati comporta necessariamente un'accresciuta cooperazione da parte delle

autorità di controllo non soltanto nella fase della predisposizione delle regole ma anche e, soprattutto, nell'esercizio delle rispettive funzioni di vigilanza.

All'interno di questo quadro generale può essere riassunta l'attività internazionale della Consob, in sede comunitaria ma anche nell'ambito delle organizzazioni internazionali, prima tra tutte lo IOSCO, cui la Commissione aderisce.

Il panorama comunitario è stato contraddistinto, nel corso del 1992 e all'inizio del 1993, da due eventi particolarmente significativi: l'adozione, dopo anni di discussione, di una posizione comune sulla proposta di direttiva concernente i servizi di investimento, nonché della direttiva sui requisiti patrimoniali degli intermediari; le contestazioni di incompatibilità con i principi sanciti dal diritto comunitario mosse dalla Commissione CEE nei confronti della legge sulle SIM.

La proposta di direttiva sui servizi di investimento si prefigge l'obiettivo di rimuovere gli ostacoli che limitano, per i soggetti che operano sui mercati di valori mobiliari, la libertà di stabilimento e di prestazione dei servizi nello spazio economico europeo che, una volta entrato in vigore l'apposito accordo, comprenderà anche i Paesi dell'EFTA (esclusa la Svizzera). A tal fine, la proposta di direttiva prevede che le imprese di investimento, all'uopo autorizzate dalle competenti autorità del Paese di origine, siano abilitate ad esercitare la propria attività su tutto il territorio comunitario, senza essere



assoggettate ad ulteriori procedimenti autorizzativi. In questo modo verrà assicurata alle imprese di investimento la stessa possibilità di operare in base al principio della autorizzazione unica che è già adesso consentito, in virtù della seconda e della terza direttiva, agli intermediari costituiti in forma di enti creditizi e assicurativi.

A differenza della seconda direttiva banche, la posizione comune sulla proposta di direttiva sui servizi di investimento non si limita a stabilire condizioni minimali che le imprese devono possedere per poter essere autorizzate, ma contiene anche disposizioni che attengono alle modalità di esercizio delle attività (regole di comportamento) e regole che potranno incidere anche sull'assetto organizzativo dei mercati di valori mobiliari. Quest'ultimo aspetto, in particolare, ha suscitato ampi dibattiti tra le autorità comunitarie e i singoli stati membri e ha reso difficile un accordo sul testo della direttiva. Nell'ambito di queste disposizioni, i punti maggiormente controversi sono l'accesso degli intermediari autorizzati al mercato, la definizione di mercato regolamentato e la trasparenza del mercato nei confronti degli investitori e delle autorità di controllo.

Quanto all'accesso degli intermediari autorizzati ai mercati regolamentati, la controversia verteva sulla possibilità di ricomprendere in tale categoria anche gli enti creditizi. In Italia, ma anche in altri Paesi, le banche non possono operare direttamente sul mercato di borsa, ma devono avvalersi di intermediari appositamente autorizzati. La soluzione di

compromesso, accolta dalla posizione comune, è stata consentire agli Stati membri di mantenere in vigore il loro regime restrittivo (divieto di accesso diretto delle banche) per un lasso di tempo predeterminato (31 dicembre 1996 per Italia, Francia e Belgio e 31 dicembre 1999 per Spagna, Grecia e Portogallo), prefigurando altresì la possibilità, soltanto per gli ultimi tre Paesi, di una revisione futura dell'assetto normativo così delineato.

L'accordo della definizione di mercato regolamentato raggiunto con la posizione comune si limita ad elencare una serie di elementi, senza in alcun modo definirne o armonizzarne i contenuti. In particolare, si richiede che il mercato funzioni regolarmente, che sia prevista una disciplina che ne definisca le condizioni di funzionamento e di accesso degli intermediari e dei titoli, e che siano adottate le disposizioni minime di trasparenza nella misura stabilita dalla posizione comune sulla proposta di direttiva medesima. Ogni Stato membro è tenuto a predisporre una lista dei mercati che presentano nel proprio ordinamento tali caratteristiche e che possono essere pertanto ricompresi tra i mercati regolamentati.

La direttiva sui requisiti patrimoniali degli intermediari, anch'essa raggiunta dopo discussioni a lungo protrattesi, costituisce il necessario complemento della disciplina contenuta nella proposta di direttiva sui servizi di investimento, in quanto indica i requisiti che gli intermediari devono presentare

a garanzia della loro stabilità. In particolare, essa stabilisce l'entità del capitale iniziale, l'entità dei fondi propri che le imprese di investimento devono possedere e le misure prudenziali che devono adottare per far fronte ai diversi tipi di rischio. Il legislatore comunitario ha scelto, così come già stabilito dalla disciplina italiana, il metodo analitico di copertura dei rischi noto con la definizione di *building block approach*, che suddivide i rischi cui devono far fronte gli intermediari nelle tre categorie del rischio di posizione, di contropartita/liquidazione e di cambio. Il rischio di posizione è quello dovuto all'oscillazione del corso dei titoli; il rischio di contropartita/liquidazione è quello connesso all'inadempimento della controparte; il rischio di cambio è invece definibile come il rischio legato alla fluttuazione delle valute. La normativa comunitaria si applicherà tanto agli intermediari puri quanto agli enti creditizi che operano in valori mobiliari.

In relazione alla libertà di stabilimento e di prestazione dei servizi da parte degli intermediari mobiliari, va fatto cenno alla contestazione mossa all'Italia dalla Commissione CEE in relazione alla legge 1/91. Essa riserva in via esclusiva alle SIM l'esercizio delle attività di intermediazione e richiede per la concessione dell'autorizzazione la costituzione di una società per azioni con sede in Italia, rendendo agli intermediari di altri Paesi comunitari impossibile operare sul mercato italiano attraverso semplici succursali o in regime di libera prestazione dei servizi.

Secondo la Commissione CEE tale legge violerebbe sia il disposto dell'art. 52 del Trattato CEE sulla libertà di stabilimento sia il disposto dell'art. 59 sulla libera prestazione dei servizi. Si tratta di norme che, secondo la costante giurisprudenza della Corte di Giustizia, dovrebbero ritenersi immediatamente applicabili pur in assenza di specifiche direttive di armonizzazione. Tuttavia, la richiesta della sede statutaria in Italia costituisce garanzia idonea ad assicurare un adeguato livello di tutela del mercato e dei risparmiatori attraverso l'osservanza da parte dell'intermediario di norme di correttezza e di stabilità. Ciò in assenza della necessaria armonizzazione nella complessa materia che è prevista, invece, nella posizione comune concernente la proposta di direttiva sui servizi di investimento e nella direttiva sui requisiti patrimoniali degli intermediari.

La vigente disciplina italiana non sembra violare il diritto comunitario in quanto, essendo posta a tutela del pubblico risparmio e del mercato in genere, potrebbe rientrare nell'ambito delle disposizioni adottate per motivi di interesse generale e, come tali, in grado di costituire eccezione al principio della libera e diretta applicabilità della normativa comunitaria contenuta nel Trattato. La giustificazione addotta, peraltro, è stata riconosciuta anche da giurisprudenza della Corte di Giustizia, che in più occasioni ha consentito agli Stati membri di mantenere in vigore norme restrittive se stabilite per

interessi di carattere generale e, in particolare, se necessarie per la tutela del pubblico.

Nel dibattito in sede comunitaria va sempre più emergendo la consapevolezza che l'armonizzazione raggiunta appare scarsamente significativa se isolata dal più ampio contesto mondiale. Paesi come gli Stati Uniti, il Giappone ed il Canada rappresentano, infatti, la quota maggioritaria del mercato dei valori mobiliari. Per tale motivo, l'elaborazione ed il confronto all'interno dello IOSCO assumono crescente rilievo con evidenti ripercussioni anche sulla legislazione comunitaria in fieri. A questo proposito devono, in particolare, essere menzionati gli studi e le discussioni volti alla elaborazione di orientamenti comuni in tema di requisiti patrimoniali degli intermediari. Si scontrano infatti all'interno dello IOSCO due diversi orientamenti: uno prevede il ricorso al *building block approach*, l'altro quello al cosiddetto *comprehensive method*. Quest'ultimo metodo, invece di considerare singolarmente i diversi tipi di rischio di flessione del valore del portafoglio titoli, ha riguardo ad un unico rischio globale, cui si fa fronte con la individuazione di un solo indice di copertura patrimoniale. Il metodo analitico, confluito come si è detto nella direttiva sui requisiti patrimoniali degli intermediari mobiliari, inclusi gli enti creditizi, è ovviamente sostenuto dagli organi di controllo dei Paesi CEE. Tale sistema, particolarmente adatto all'esame dei rischi di portafoglio degli enti creditizi, è applicabile sia all'attività delle banche

allorché operano sui mercati di valori mobiliari, sia alle società d'investimento mobiliare. L'adozione di requisiti patrimoniali uniformi per intermediari creditizi e non creditizi appare agli Stati appartenenti alla CEE indispensabile ad evitare distorsioni della concorrenza nei sistemi dove opera la banca universale unitamente ad intermediari puri. L'esigenza di un metodo di calcolo unitario è invece meno avvertita nei Paesi nei quali vi è una netta separatezza tra i due segmenti di mercato (mobiliare e creditizio), come nel caso degli Stati Uniti.

Sempre nell'ambito delle interazioni tra normativa comunitaria e contesto internazionale, particolare interesse assume il rapporto sulla trasparenza dei mercati di valori mobiliari nel quale si analizzano le diverse filosofie sottese alle regolamentazioni nazionali. Questo documento, predisposto dalla Consob nell'ambito dei lavori del Comitato Tecnico dello IOSCO e di cui il Comitato medesimo ha deciso la pubblicazione, sottolinea come l'elaborazione di principi comuni sia resa tanto più urgente in quanto gli intermediari di fatto già operano sul piano globale, trattando i medesimi prodotti ma con livelli di trasparenza non omogenei.

Si è accennato come la vigilanza sui mercati nazionali non possa essere efficacemente espletata nel contesto dell'internazionalizzazione dei mercati senza la cooperazione e lo scambio di informazioni tra le autorità di controllo. Il problema, in questo caso, si pone in termini diversi a seconda

che si tratti di Stati appartenenti alla CEE oppure di Stati terzi. Per quanto riguarda i primi, infatti, la cooperazione è contemplata e prevista dallo stesso legislatore comunitario che lo ha inserito come vero e proprio obbligo all'interno delle singole direttive che riguardano il mercato di valori mobiliari.

Per quanto riguarda invece gli Stati terzi, tale attività deve essere prevista nell'ambito di appositi accordi tra le singole autorità di controllo. Al proposito si deve ricordare che lo IOSCO, ritenendo prioritaria questa attività di mutua assistenza, ha approvato nel 1991 una serie di principi generali che presiedono alla stipula di *memoranda of understanding*, auspicandone l'adozione da parte degli aderenti. La cooperazione, secondo l'orientamento dello IOSCO, deve riguardare anche le autorità di mercato e, in particolare, i problemi relativi allo scambio di informazioni tra tali autorità in caso di eventi eccezionali tali da provocare situazioni critiche nell'andamento dei diversi mercati. E' in quest'ambito che la Consob ha siglato il 12 novembre 1992 un *memorandum of understanding* con la SEC. L'accordo è stato reso possibile dalla approvazione della legge sull'*insider trading* che, con l'art. 9, ha stabilito che la Consob, se previsto da accordi basati sulla reciprocità, può collaborare a scambiare informazioni con le autorità competenti degli Stati non appartenenti alle Comunità Europee, venendo meno il vincolo del segreto d'ufficio previsto in via generale dall'art. 1 comma 11 della legge 216/74.

L'accordo stipulato con la SEC prevede che le due Autorità

si scambino informazioni, non soltanto ai fini della repressione di reati di *insider trading* o manipolazione dei corsi, ma anche per quanto attiene più in generale allo svolgimento delle loro funzioni di vigilanza sui mercati e sugli operatori.

Crescente attenzione è stata altresì dedicata al fenomeno delle conglomerate finanziarie che comprendono banche, assicurazioni ed intermediari mobiliari. A tal fine, lo IOSCO ha approvato una serie di principi per un maggiore controllo di detti gruppi di società al fine di evitare che il rischio di segmenti non regolamentati del gruppo si ripercuota negativamente sulle altre società appartenenti al gruppo in questione. Nei principi approvati è stata ravvisata la necessità di un *lead regulator* al fine di permettere un ampio scambio di informazioni in ambito internazionale quando società costituite in diversi Paesi siano ricomprese nell'ambito di una stessa conglomerata. Si tratta, comunque, di un tema ancora all'esame in ambito IOSCO in parallelo ad analogo studio condotto dal gruppo di lavoro costituito presso il Comitato di Basilea che riunisce, invece, gli organi di controllo del settore creditizio.

E' presumibile un ulteriore accrescimento della interpenetrazione dei mercati di valori mobiliari e, in particolare, dei mercati comunitari; in tal senso si prefigurano ulteriori sviluppi dell'attività sia di cooperazione tra le autorità di controllo sia di armonizzazione, che per la Comunità Europea in particolare riguarda la materia della ammissione a



quotazione di borsa. Una volta approvata definitivamente la normativa sugli intermediari, il legislatore comunitario appare orientato a modificare la disciplina del prospetto informativo per l'ammissione a quotazione. E' stata infatti recentemente presentata una proposta di direttiva volta a semplificare gli obblighi di informazione al pubblico in sede di ammissione a quotazione per quegli emittenti i cui titoli siano già quotati in una o più borse della Comunità europea. Sebbene non si tratti ancora di una fattispecie di quotazione multipla, che consenta all'emittente di ottenere l'ammissione automatica in altre borse valori, si tratta tuttavia di una semplificazione degli adempimenti richiesti agli emittenti.



**I MERCATI AZIONARI NEL QUADRO MACROECONOMICO  
NAZIONALE ED INTERNAZIONALE**



## 1. Il quadro macroeconomico e finanziario

### 1.1 L'economia internazionale

Nel corso del 1992, l'andamento dell'economia mondiale è stato negativamente influenzato dalle incerte prospettive del processo di integrazione europea e dai crescenti ritardi accumulati per la positiva conclusione dell'Uruguay Round del GATT. Ulteriore incertezza è derivata dal fatto che lo scorso anno in sei dei sette paesi più industrializzati (G7) si sono svolte consultazioni elettorali a livello nazionale. Verso la fine dell'anno sono però giunti segnali di una fine della recessione negli Stati Uniti, la cui economia è cresciuta nell'ultimo semestre al ritmo del 3,8% annuo, il valore più alto dal 1988 in poi.

Il tasso di crescita in termini reali nei paesi OCSE è stato dell'1,5%. In particolare, il Prodotto Interno Lordo è cresciuto dell'1,1% nella CEE, del 2,1% negli Stati Uniti e dell'1,3% in Giappone. Il protrarsi del processo di transizione nelle ex-economie pianificate dell'Europa Centro-Orientale è stato all'origine del calo della produzione, anche se, soprattutto in Polonia, si sono manifestati i primi timidi segnali di ripresa. Maggiori tassi di crescita si sono invece registrati nel corso del 1992 in Asia Sud-Orientale (+6,6%) ed in America Latina (+2,7%), mentre enormi problemi hanno inasprito la povertà in Africa.

La riduzione dei tassi di crescita ed il calo degli

investimenti hanno prodotto un notevole affievolirsi delle pressioni inflazionistiche. Il prezzo del greggio si è stabilizzato sui 20 dollari al barile, dopo la breve fiammata in occasione con la Guerra del Golfo del 1990-91. Nei G7 la crescita media dell'indice dei prezzi al consumo è stata del 2,9%, da un minimo dell'1,5% in Canada ad un massimo del 5,5% in Italia. Per la prima volta dalla nascita del Sistema Monetario Europeo, l'inflazione è stata superiore in Germania (4,0%) che in Francia (2,8%) e Regno Unito (3,7%).

Il più rilevante fenomeno dell'anno sul piano della politica economica internazionale è stata la crisi dello SME. La sconfitta della proposta di approvazione del Trattato di Maastricht in occasione del referendum tenutosi in Danimarca in giugno è stata all'origine delle iniziali pressioni all'interno dello SME. A partire da giugno sono andate rafforzandosi le aspettative di un riallineamento delle parità centrali dello SME che hanno generato attacchi speculativi contro le valute più deboli.

In settembre, Italia e Regno Unito hanno svalutato le proprie monete e sono poi usciti temporaneamente dal Sistema, anche se non è ancora chiaro quando vi rientreranno. La vittoria della proposta di approvazione nel referendum francese di settembre ha salvato lo SME da un tracollo forse definitivo. In novembre però sia Portogallo che Spagna, che già aveva svalutato due mesi prima, sono stati costretti a chiedere il riallineamento delle parità, mentre tra la fine del 1992 e l'inizio del 1993 la

speculazione ha interessato la Sterlina irlandese, poi puntualmente svalutata alla fine di gennaio, la Corona danese ed il Franco francese. Anche i paesi scandinavi, che pur non aderendo allo SME fluttuavano le proprie valute all'interno di una banda di oscillazione con l'ECU fissata unilateralmente, hanno subito le negative conseguenze di queste fortissime pressioni, tanto da costringere le autorità monetarie finniche e svedesi a rinunciare all'ancoraggio delle rispettive divise con il Marco tedesco.

Al minor grado di coordinamento delle politiche economiche comunitarie, evidenziato dalla crisi dello SME, è corrisposta la sempre crescente centralità degli interventi della Bundesbank come perno della politica monetaria europea. In occasione della crisi di settembre, allorché la posizione complessiva sull'estero della Banca d'Italia si ridusse da più di 62 mila a poco meno di 33 mila miliardi di lire, la Bundesbank ha proceduto ad ingenti interventi di difesa della lira, per il cui rimborso la Repubblica Italiana ha lanciato all'inizio del 1993 un maxi-prestito internazionale in valuta. L'istituto d'emissione tedesco ha inoltre operato a sostegno delle autorità monetarie francesi, ogni qualvolta la stabilità del Franco è stata in pericolo, con le conseguenti pressioni per arrivare alla svalutazione della divisa francese. Va sottolineato come le pressioni speculative sul Franco siano avvenute a dispetto del fatto che le variabili fondamentali dell'economia francese registrino valori migliori di quelli tedeschi: la Francia è più vicina della Germania al

rispetto delle condizioni per la realizzazione dell'Unione Monetaria Europea.

Dopo la riduzione avvenuta nel 1991, il differenziale tra i tassi ufficiali di riferimento nei paesi della Comunità ha avuto un andamento erratico. Mentre tra i due valori estremi, quelli di Italia e Germania, c'era nel dicembre 1991 una differenza di 4 punti, a settembre tale spread era cresciuto fino a 6,75 punti, salvo poi ridursi nuovamente fino al 3,75% a dicembre (graf. B.1.2). Riguardo ai tassi di mercato è invece di molto aumentata la divergenza, sia per ciò che attiene al lungo che al breve periodo. Anche la dispersione, misurata dalla deviazione standard, è cresciuta in ambedue i casi, anche se l'incremento è stato più attenuato nel caso dei tassi a lungo (da 2,05 a 2,61) che in quello dei tassi a breve (da 2,45 a 3,75).

Nel corso del 1992 la Federal Reserve ha ridotto i tassi ufficiali di riferimento in una sola occasione, a luglio, passando dal 3,5% di gennaio al 3%. La politica monetaria ha sostenuto la tendenza storica di riduzione del tasso di crescita della moneta, che a metà anno si è avvicinata al livello zero. I tassi di mercato monetario hanno oscillato nel corso dell'anno tra un massimo del 4,04% in marzo ed un minimo del 2,86% in ottobre, mentre la riduzione dei tassi obbligazionari è stata inferiore a causa dell'aumento dell'inflazione che gli operatori si attendono in occasione della prevista ripresa nel 1993. Di conseguenza, la curva per scadenze dei tassi d'interesse



statunitense ha accentuato l'inclinazione positiva, essendo il differenziale tra i tassi del mercato obbligazionario e quelli del mercato monetario passato dal 3% di dicembre 1991 al 3,55% di dicembre 1992.

Le difficoltà dell'unificazione tedesca si sono dimostrate più persistenti di quanto in un primo tempo previsto. La parità unitaria per il Marco dell'ex-Germania Orientale ha provocato una forte crescita dei costi di produzione, ma la riorganizzazione produttiva è stata anche all'origine dell'aumento del tasso di disoccupazione dal 4,3% al 5%. Le tensioni inflazionistiche ed il deficit delle partite correnti hanno indotto la Bundesbank ad adottare una politica monetaria ancor più restrittiva che in passato. Il tasso ufficiale è stato aumentato da 8 a 8,75 punti percentuali in luglio, scendendo poi all'8,25 in settembre. I tassi a breve hanno seguito solo parzialmente l'aumento del tasso ufficiale di riferimento. La fiducia degli operatori nel successo della lotta anti-inflazionistica si è riflessa nel profilo negativo della curva per scadenze. All'inizio del 1993 la Bundesbank ha ulteriormente limato di un quarto di punto il tasso di sconto, ed il tasso Lombard al 9%.

La Banque de France ha mantenuto inalterato fino a novembre il tasso di sconto, poi ridotto da 9,60 a 9,10 punti percentuali. Le pressioni speculative hanno peraltro provocato durante l'estate un aumento dei tassi del mercato monetario, passati dal 9,98% di inizio anno all'11,34% di dicembre. Il differenziale rispetto al tasso del mercato obbligazionario è passato da -1,54%

a -3,20%, interrompendo la tendenza all'appiattimento della curva per scadenze.

Nel Regno Unito, la severità della recessione ha consigliato alle autorità di ridurre il tasso di riferimento dal 10,50% di dicembre 1991 al 6% di gennaio 1993. Sul mercato monetario la riduzione è però stata inferiore. Il differenziale, negativo alla fine del 1991, è stato dell'1,68% a dicembre 1992.

Anche in Giappone, infine, il rallentamento della crescita ha originato la riduzione del tasso di sconto, da 4,50 a 3,25 punti. All'inizio del 1993 il costo del denaro è sceso di altri tre quarti di punto. I tassi a breve sono scesi in maniera sostanziale, mentre più contenuto è stato l'adeguamento dei tassi a lungo. Il differenziale, praticamente nullo in gennaio, ha assunto valori positivi a fine anno.

E' noto come i titoli a reddito fisso ed i titoli azionari rappresentino modalità alternative di investimento in concorrenza tra loro. Un aumento del tasso d'interesse, pertanto, causando una diminuzione del prezzo dei titoli a prezzo fisso rende più conveniente l'investimento sul mercato azionario. Va poi osservato come la diminuzione del costo del denaro abbia un ulteriore effetto positivo sulle azioni in quanto riduce l'onere delle società quotate nel finanziare i propri investimenti.

Questa relazione viene confermata empiricamente allorché le prospettive di redditività delle società quotate siano sostanzialmente stabili e quando non si creino sui mercati dei

Tavola B.1.1

## TASSI DI CAMBIO DELLA LIRA

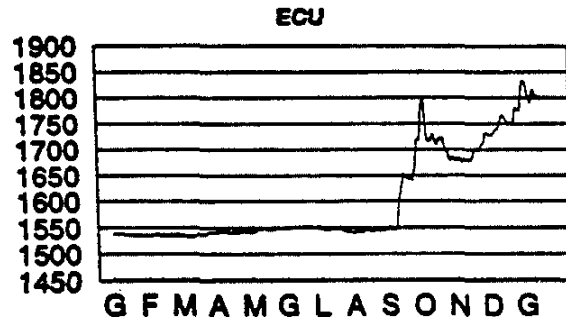
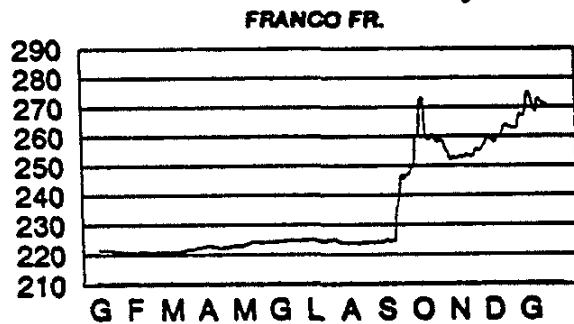
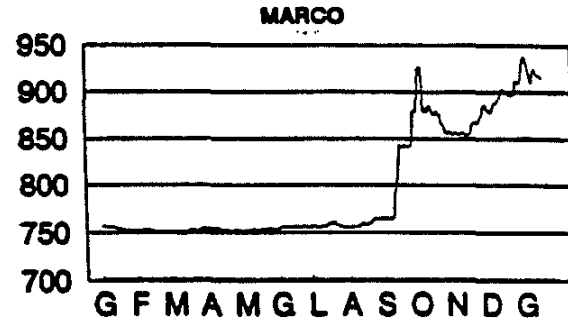
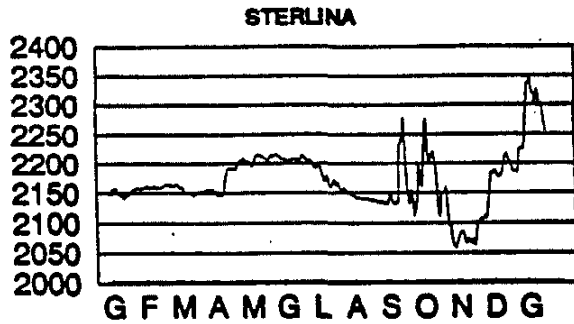
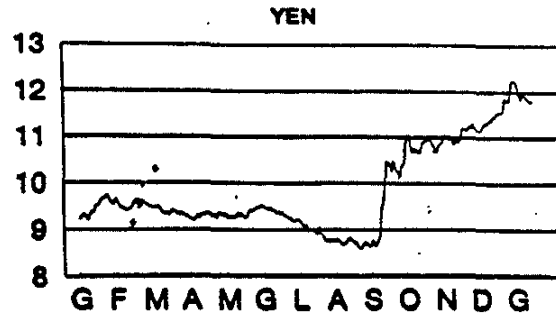
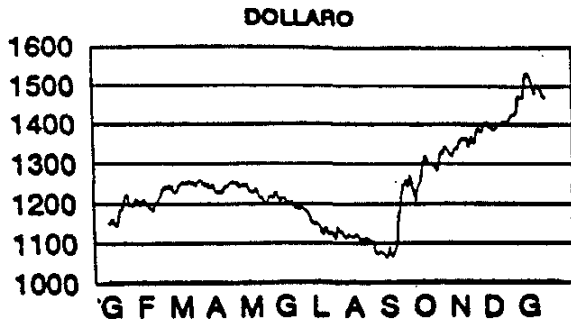
### DATI DI FINE ANNO

	1989	1990	1991	1992
DOLLARO AUSTRALIANO	1 004,500	870,250	874,000	1 013,720
SCellino AUSTRIACO	106,640	107,230	107,676	129,370
FRANCO BELGA	35,642	36,527	36,795	44,310
DOLLARO CANADESE	1 095,500	971,950	996,350	1 160,170
CORONA DANESE	192,685	195,495	194,600	235,580
MARCO FINLANDESE	313,000	312,125	278,200	280,700
FRANCO FRANCESE	219,300	221,775	221,775	267,140
MARCO TEDESCO	749,725	754,300	757,735	910,190
YEN GIAPPONESE	8,829	8,325	9,207	11,805
DRACMA GRECA	8,068	7,187	6,552	6,849
LIRA IRLANDESE	1 972,250	2 006,250	2 013,700	2 397,650
CORONA NORVEGESE	192,150	192,280	192,395	212,410
FIORINO OLANDESE	664,140	668,525	672,640	810,120
ESCUDO PORTOGHESE	8,484	8,474	8,582	10,084
STERLINA INGLESE	2 042,100	2 176,000	2 155,250	2 225,410
PESETA SPAGNOLA	11,601	11,803	11,892	12,832
DOLLARO USA	1 270,500	1 130,145	1 151,055	1 470,860
CORONA SVEDESE	204,475	200,925	207,400	208,430
FRANCO SVIZZERO	825,800	885,000	848,800	1 008,130

Elaborazioni Consob

Grafico B.1.1

### TASSI DI CAMBIO DELLA LIRA ANDAMENTO NEL CORSO DEL 1992

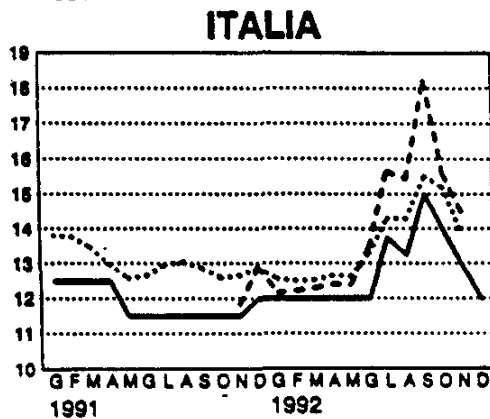
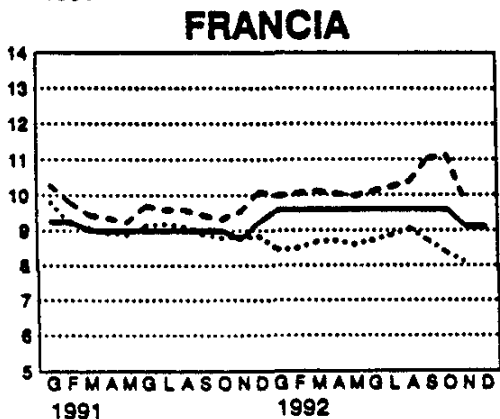
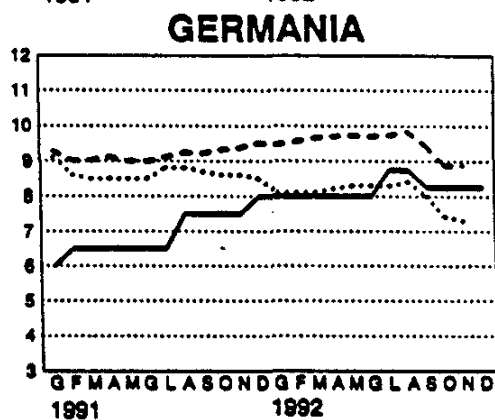
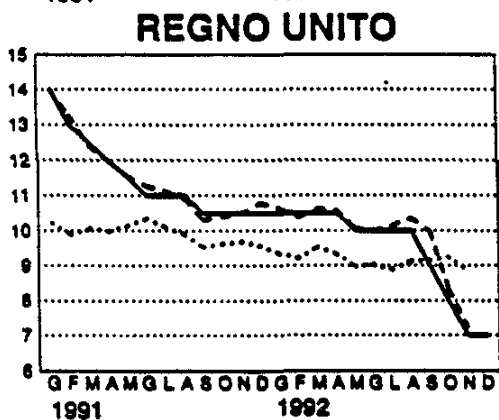
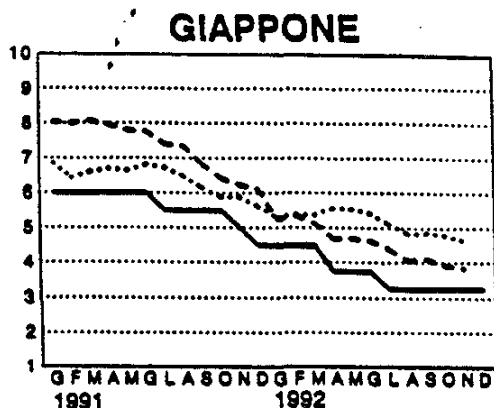
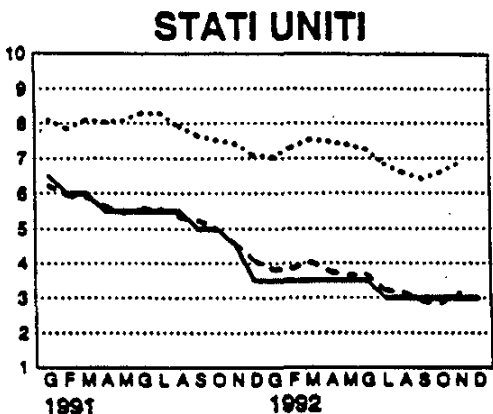


Elaborazioni Consob su dati BI-UIC

Grafico B.1.2

### TASSI DI INTERESSE NEI PRINCIPALI MERCATI FINANZIARI

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



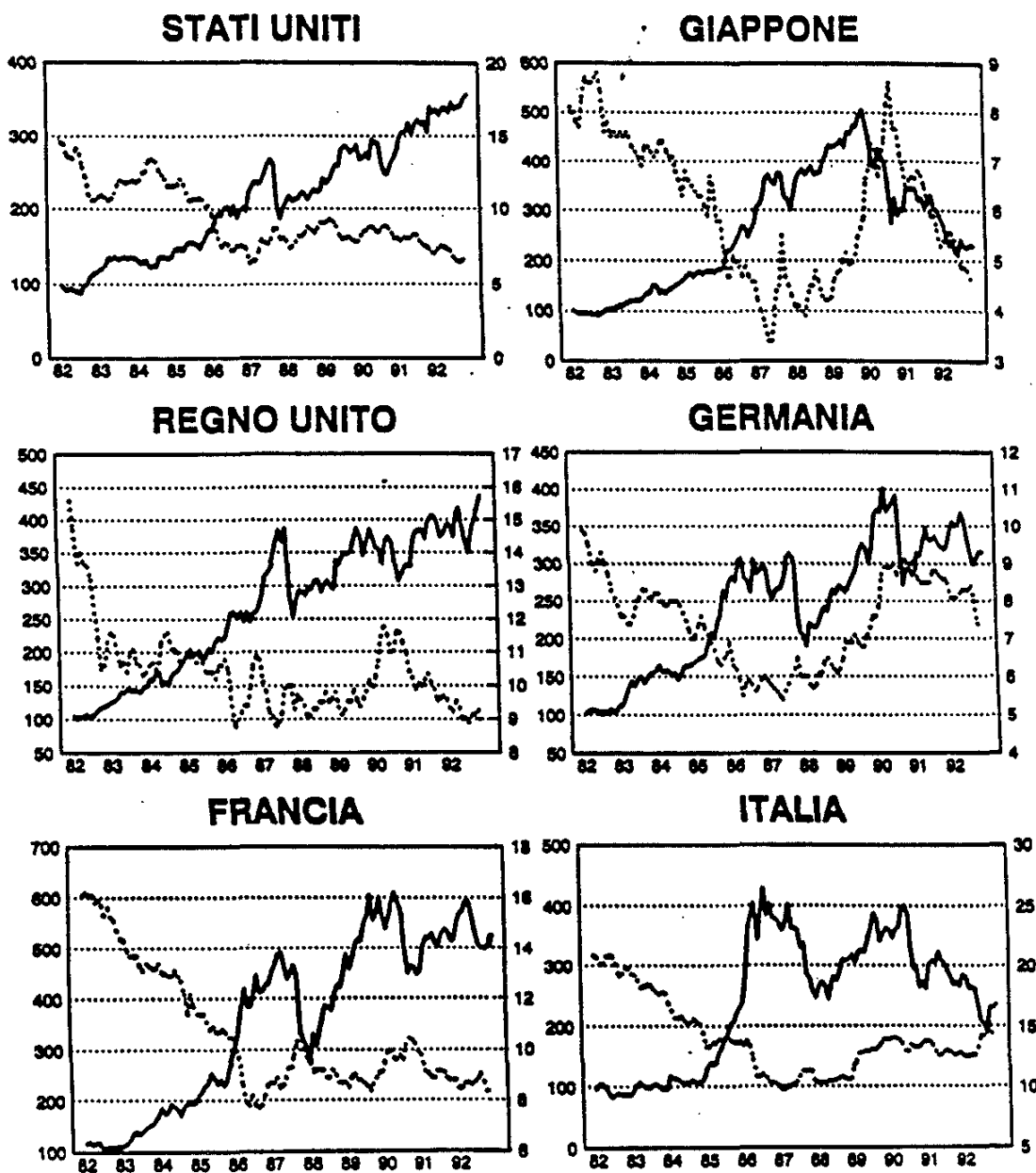
Elaborazioni CONSOB

Grafico B.1.3

# INDICI DI BORSA E TASSI DI INTERESSE NEI PRINCIPALI MERCATI - PERIODO 1982-92

scala sinistra: — indici di borsa base 31 dicembre 1981=100

scala destra: ..... tassi di interesse del mercato obbligazionario

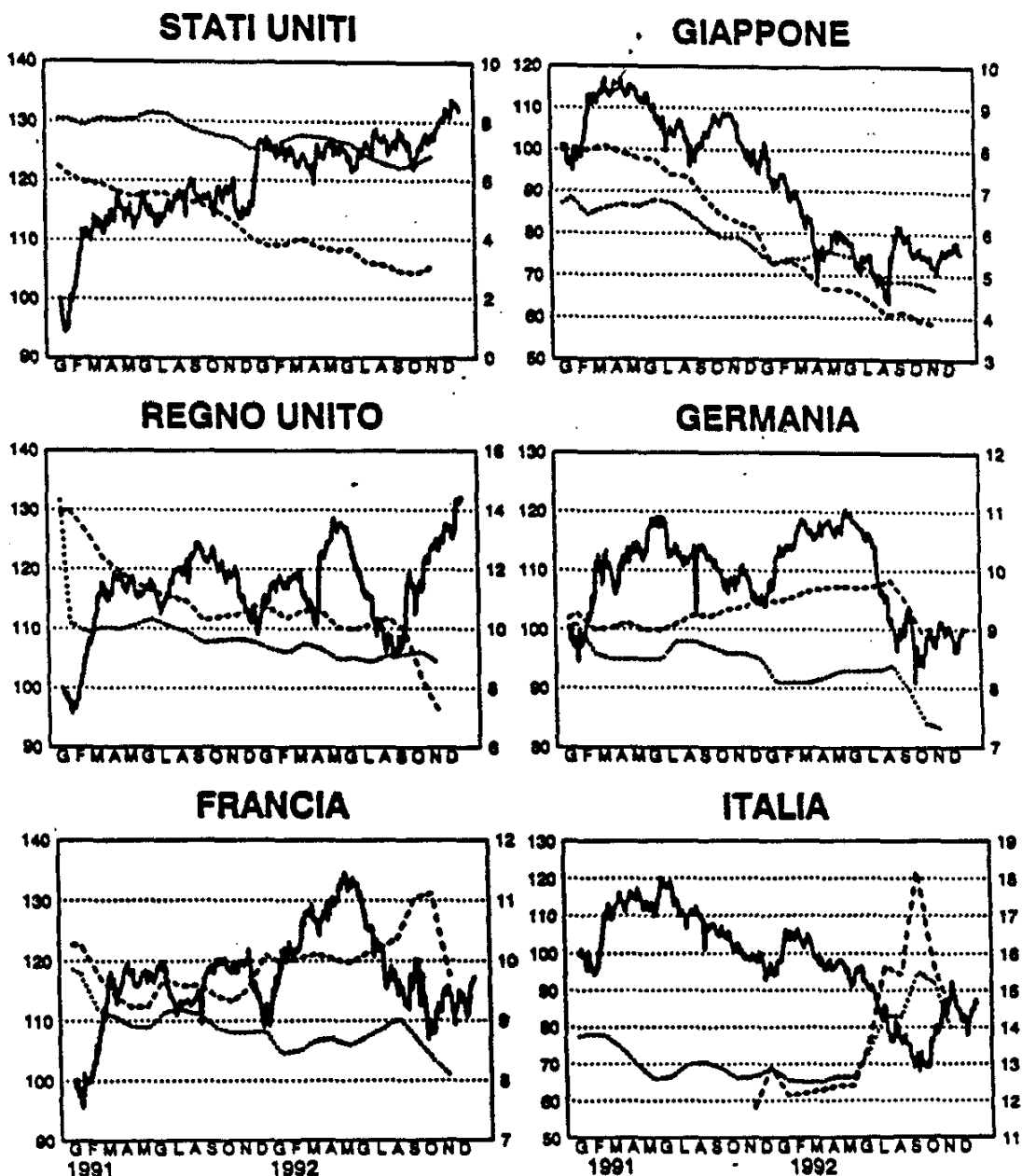


Elaborazioni CONSOB

Grafico B.1.4

## INDICI DI BORSA E TASSI DI INTERESSE NEI PRINCIPALI MERCATI - PERIODO 1991-92

scala sinistra: ——— Indici di borsa base 31 dicembre 1990 = 100  
 scala destra: - - - - - tassi di interesse del mercato monetario  
 ..... tassi di interesse del mercato obbligazionario



Indici di borsa utilizzati: SP500, Topix, FT-Ali, Faz, Cac Général, MIB Storico.

Elaborazioni Consob

valori mobiliari bolle speculative. D'altro canto, periodi di cambiamento strutturale ed incertezza congiunturale coincidono con profonde riallocazioni nei portafogli degli investitori che alterano la relazione tra mercato azionario e mercato obbligazionario (graf. B.1.3 e graf. B.1.4).

La tavola B.1.2 mostra la correlazione tra indici di borsa e tassi d'interesse di lungo periodo nei sei principali paesi industrializzati. Nel corso dell'ultimo quinquennio tale legame si è fortemente attenuato, come dimostrato dal fatto che in solo due paesi l'indice di correlazione ha significatività statistica. E' interessante osservare come nel biennio 1991-92 tale relazione sia tornata ad essere significativa. Il segno è negativo, come atteso, in tutti i paesi tranne che in Germania e Giappone. Sono questi paesi in cui ad un mercato mobiliare quantitativamente rilevante corrisponde una logica dell'impegno di lungo periodo dell'investitore che ne differenzia la borsa da un mercato pienamente concorrenziale per il controllo societario. In questo senso si spiega come non si sia assistito ad una ricomposizione di portafoglio degli investitori in una fase del ciclo economico caratterizzata in ambedue i paesi da aspettative di inflazione crescente, tassi d'interesse in aumento e redditività societaria in forte contrazione.

## 1.2 L'economia italiana

La mancata ripresa dello sviluppo economico internazionale ha reso concreti i timori di un'involuzione recessiva dell'economia



italiana, il cui tasso di crescita si è ulteriormente ridotto rispetto al risultato già modesto dell'anno precedente, passando dall'1,3% allo 0,9%.

La crisi è stata avvertita soprattutto nell'industria, in cui si è aggravata la fase negativa del ciclo. La flessione della produzione rispetto al 1991, dopo una fase di smaltimento delle scorte accumulate, è stata inferiore all'1%. La sfavorevole congiuntura è confermata sia dal calo dell'occupazione e dall'aumentato ricorso alla Cassa integrazione guadagni, sia dal marcato peggioramento della redditività delle imprese.

Le diverse componenti della domanda aggregata hanno seguito andamenti non omogenei. I consumi delle famiglie si sono sviluppati ad un tasso ancora elevato nel primo trimestre, rallentando nel prosieguo dell'anno fino ad assumere valori negativi nel quarto trimestre. La dinamica degli investimenti è stata costantemente negativa, contribuendo ad amplificare la fase congiunturale recessiva. Gli investimenti fissi lordi sono diminuiti di circa il 2% nel 1992: dal punto di vista strutturale questo calo ha riguardato soprattutto il settore delle macchine ed attrezzature, mentre gli investimenti in costruzioni sono rimasti pressoché stazionari. La componente esterna ha in parte compensato la fase recessiva. Nel primo semestre la crescita delle importazioni è stata superiore all'aumento delle esportazioni, a causa della rivalutazione reale del cambio. Dopo la svalutazione della lira sono però aumentate le vendite all'estero, soprattutto in alcuni comparti specifici (macchine ed

## Tavola B.1.2

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

	1982-92	1982-87	1988-92	1991-92
FRANCIA	-0.87	-0.92	..	-0.43
GERMANIA	..	-0.91	0.77	0.34
GIAPPONE	-0.60	-0.93	..	0.85
ITALIA	-0.80	-0.87	..	-0.71
REGNO UNITO	-0.65	-0.72	..	-0.45
STATI UNITI	-0.85	-0.89	-0.68	-0.81

(\*) Sono riportati soltanto i coefficienti che hanno una significatività statistica superiore al 95%.

Elaborazioni Consob su dati delle singole borse valori, Banca d'Italia e OCSE

attrezzature, calzature, piastrelle, ecc.), mentre il costo delle importazioni di prodotti energetici è cresciuto meno del previsto. Nel complesso dell'anno, il tasso d'incremento è stato del 5,2% per le esportazioni e del 3,5% per le importazioni.

La manovra di contenimento del deficit non ha conseguito nel 1992 i risultati auspicati. In assenza degli introiti previsti dalla privatizzazione dell'IMI e dall'alienazione del patrimonio immobiliare dello Stato, il fabbisogno complessivo è stato di circa 163.000 miliardi, superiore sia al livello del 1991 (152.000 miliardi) che all'obiettivo di 127.800 miliardi indicato nella Relazione previsionale e programmatica per il 1992. Alla riduzione del rapporto tra fabbisogno al netto delle regolazioni di debiti pregressi e PIL, la tendenza manifestatasi nello scorso decennio ha confermato il suo arresto, essendo questo indicatore rimasto inalterato al 10,7%.

Il tasso d'inflazione, misurato dalla crescita dell'indice dei prezzi al consumo, si è ridotto nel corso dell'anno, anche se è rimasto superiore alla media dei paesi più industrializzati. L'inflazione tendenziale a dicembre è stata del 4,8%, contro il 6,1% del corrispondente mese del 1991. Questo risultato, consentito dalla recessione e dall'abolizione dei meccanismi di indicizzazione dei salari, rischia però di essere vanificato dagli effetti della svalutazione sul costo delle importazioni.

La politica monetaria italiana è stata finalizzata negli ultimi anni alla tenuta della lira intorno alla parità stabilita

all'interno dello SME. A partire da metà anno la gestione del cambio è stata resa via via più difficile dalla ricomposizione dei portafogli in favore di attività denominate in valuta. La Banca d'Italia ha utilizzato la gestione del tasso ufficiale di sconto e di quello sulle anticipazioni a scadenza fissa per difendere la lira, aumentando il primo dal 12% al 13% il 5 luglio, e di nuovo al 13,75% in 16 luglio sulla scorta di analogo provvedimento della Bundesbank.

Dopo una fase di relativa stabilità nel corso dell'estate, in risposta alla manovra correttiva di luglio ed all'accordo raggiunto dal governo sul costo del lavoro, questi interventi non sono stati sufficienti di fronte alla violenza delle pressioni valutarie. Ciò ha reso impossibile proseguire la difesa della parità: il 17 settembre le autorità hanno deciso di sospendere gli interventi sul mercato dei cambi ed hanno successivamente annunciato che avrebbero considerato la crescita degli aggregati monetari e creditizi come nuovo punto di riferimento. Tale cambiamento è stato confermato nel quarto trimestre dell'anno dai dati sulla crescita degli impieghi bancari in lire e della dinamica della moneta (M2). Nel complesso dell'anno, le consistenze di M2 sono cresciute del 5,9%, rispetto al +8,3% registrato nel 1991: il tasso programmato per il 1992 era il 5%, ma lo scarto rispetto all'obiettivo è stato concentrato nel primo semestre.

Le difficoltà del processo di stabilizzazione macroeconomica e l'incertezza che ha dominato il mercato dei cambi hanno fatto

si che l'aumento dei tassi a breve si sia riflesso anche sul mercato degli strumenti finanziari a più lungo termine. Nel grafico B.1.5 è rappresentato l'andamento dei rendimenti all'emissione delle attività finanziarie calcolate al netto della ritenuta fiscale, confrontato con l'andamento dell'inflazione. Esso mostra come nel corso dell'anno la decelerazione della dinamica dei prezzi non si sia riflessa sui rendimenti. Tutti i tassi sono calati all'inizio dell'anno, dopo l'impennata che aveva accompagnato le pressioni sul cambio alla fine del 1991. La crescita tendenziale a partire dal secondo trimestre, pur con due modeste interruzioni, contrasta con la discesa dell'inflazione e ha pertanto provocato un rialzo ancor più marcato dei rendimenti reali.

Il tasso di incremento del totale delle attività finanziarie del settore non statale al netto delle azioni è stato del 7,4%, rispetto al +11,7% fatto registrare nel 1991. Il peso delle attività liquide è rimasto pressoché inalterato intorno ai due terzi delle consistenze totali (graf. B.1.6). La quota di M2 è però calata (dal 42% al 41%, con un minimo del 38,6% in agosto) mentre è cresciuta, soprattutto nel secondo semestre dopo l'istituzione del prelievo straordinario del 6 per mille sui depositi bancari, quella di BOT (dal 14,3% al 15,7%) e dei titoli acquistati pronti contro termini (dal 2,3% al 3,9%). Nel complesso è proseguito il fenomeno della disintermediazione bancaria, testimoniato dal calo dei depositi dal 38,8% al 37,7%.

E' ovviamente rimasta immutata anche la quota delle attività finanziarie meno liquide quali obbligazioni, titoli di Stato e quote dei fondi comuni sul totale delle consistenze. I fondi comuni, in particolare, sono cresciuti fino a maggio, portando a 16 i mesi consecutivi in cui la raccolta è aumentata, ma le consistenze sono poi diminuite nella seconda metà dell'anno, con un deflusso netto di risorse di 3.000 miliardi nel periodo giugno-settembre. La tendenza si è però invertita nel quarto trimestre, per cui il bilancio di fine anno mostra una crescita delle consistenze dell'8%, meno della metà comunque dell'incremento fatto registrare nel 1991.

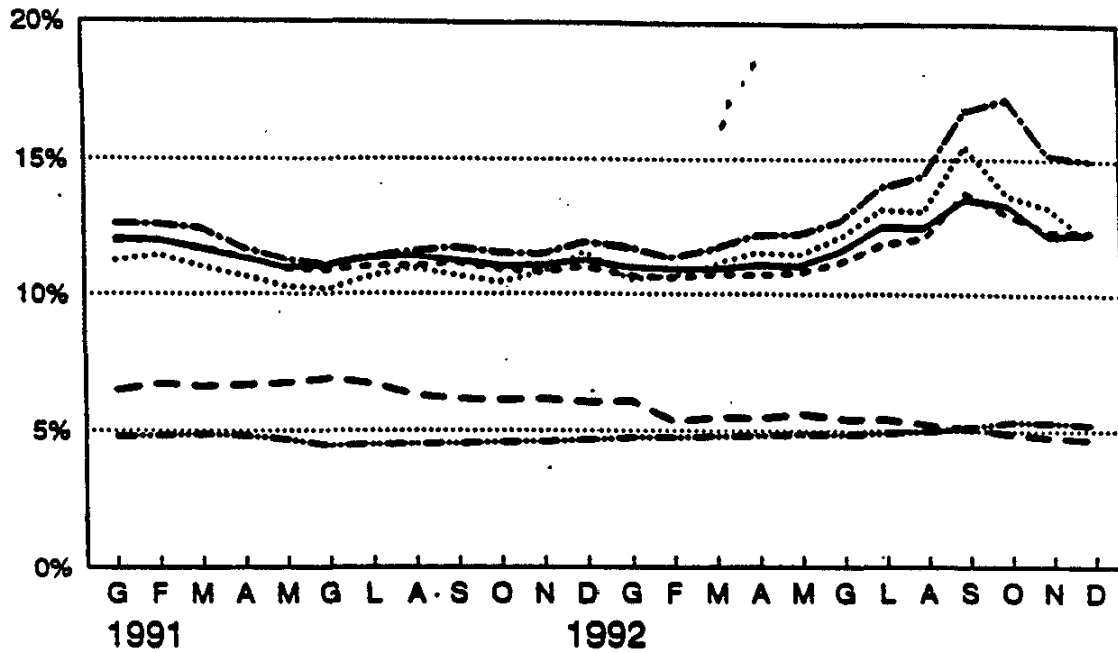
Le emissioni nette di titoli di Stato sono ammontate a circa 137 mila miliardi di lire. La turbolenza sui mercati delle monete e le aspettative per tassi crescenti hanno ridotto il peso degli strumenti a tasso fisso, spingendo invece all'acquisto di titoli a breve termine o a tasso indicizzato. In particolare, le emissioni di BTP, che nel 1991 avevano assicurato due terzi del collocamento netto sul mercato primario, si sono più che dimezzate; parallelamente, le emissioni nette di BOT sono passate da 14 mila a quasi 45 mila miliardi e quelle di CCT a cedola variabile da 9 mila a oltre 60 mila miliardi.

La crisi dello SME ha negativamente influenzato i collocamenti dei titoli di Stato durante l'autunno. La crescita delle emissioni di titoli a breve termine ha provocato la riduzione della vita media del debito al di sotto dei tre anni, rispetto al valore massimo di tre anni e un mese toccato a

Grafico B.1.5

**RENDIMENTI EX-ANTE DELLE ATTIVITA' FINANZIARIE  
AL NETTO DELLE RITENUTE FISCALI**

— INFLAZIONE — DEPOSITI ..... BOT — BTP — CCT — OBBLIGAZIONI

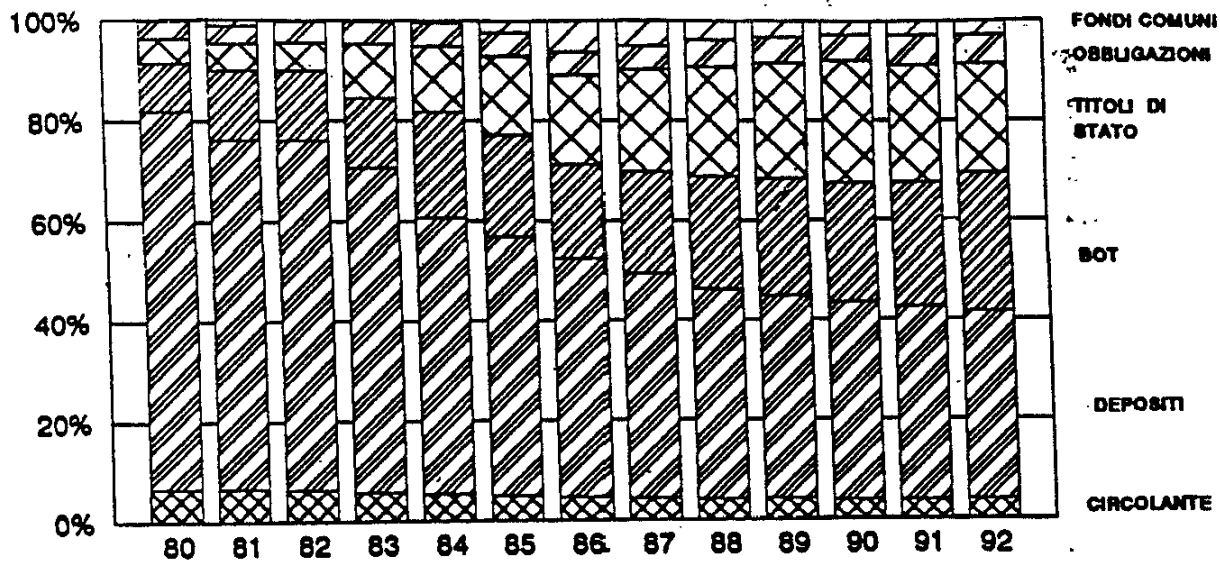


Elaborazioni Consob su dati Banca d'Italia e Istat

Grafico B.1.6

**ATTIVITA' FINANZIARIE DEL SETTORE NON STATALE  
SULL'INTERNO AL NETTO DELLE AZIONI**

Composizione delle consistenze a fine anno



Elaborazioni Consob su dati Banca d'Italia



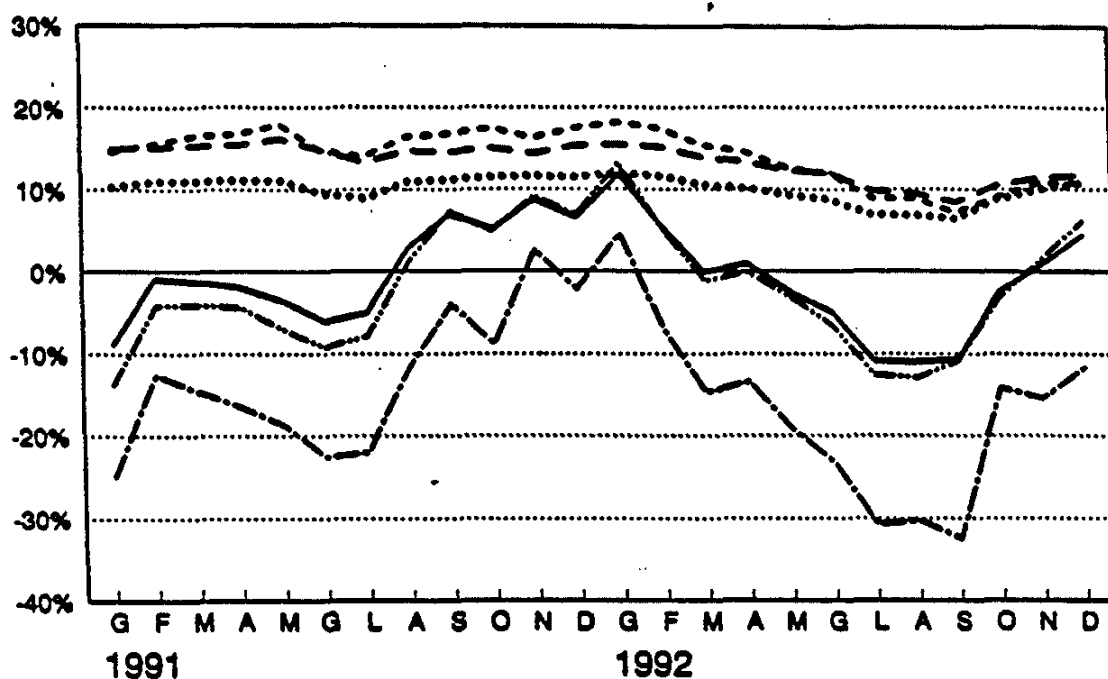
Grafico B.1.7

## RENDIMENTI NOMINALI EX-POST DEI VALORI MOBILIARI

RISULTATI DI UN INVESTIMENTO ANNUALE CONCLUSO NEL MESE CORRENTE

---BTP —CCT ---AZIONI

FONDI: .... OBBLIGAZIONARI — MISTI --- AZIONARI



Elaborazioni Consob su dati Banca d'Italia e Consiglio di Borsa

maggio.

Le emissioni nette di valori mobiliari sono state di poco inferiori a 160 mila miliardi, circa il 3,5% meno che nel 1991. I titoli del debito pubblico hanno rappresentato l'85% di tale aggregato, mentre è leggermente diminuita la quota delle emissioni nette di nuove azioni, dall'11,1% al 9,7%.

E' proseguita la crescita di spessore del mercato telematico dei titoli di Stato, sul quale le quantità scambiate sono aumentate del 35%. Per effetto della crisi valutaria, durante l'estate lo scarto tra le quotazioni lettera e denaro su questo mercato ha raggiunto punte di eccezionale ampiezza. Al dimezzamento di tale scostamento tra ottobre e novembre è però corrisposto un nuovo aumento a partire da dicembre.

Durante l'estate è diminuito anche il controvalore degli scambi a pronti e delle contrattazioni futures sul mercato LIFFE di Londra. L'11 settembre è poi entrato in funzione il mercato italiano dei futures (MIF), i cui indici di operatività hanno presto superato i valori del LIFFE. Particolare successo è corrisposto al comparto a medio termine alimentato dal future a cinque anni, sul quale all'inizio del 1993 si è concentrato il 44% degli scambi complessivi del MIF.

L'analisi dei rendimenti effettuati sul mercato mobiliare è illustrata nel grafico B.1.7, dove sono riportati, relativamente agli ultimi tre anni, i rendimenti di investimenti di durata annuale in BTP, CCT, azioni e nelle tre tipologie di fondi comuni

di investimento (azionari, obbligazionari e misti). Tutte le tipologie di investimento hanno registrato un calo del rispettivo rendimento fino al mese di settembre, assumendo in tre casi valori negativi. In particolare, il rendimento dell'investimento azionario (misurato dalla performance dell'indice MIB) è stato di gran lunga il peggiore, scendendo sotto la soglia del -30% durante l'estate. A partire dall'uscita della lira dallo SME, i rendimenti di tutti gli investimenti hanno registrato, sia pur con diversa intensità, una tendenza positiva.

## 2. I mercati azionari internazionali

Nel 1992 le borse internazionali sono state caratterizzate da un andamento generalmente negativo: gli indici elaborati per misurare la performance globale su scala internazionale segnalano una flessione del 7%, a fronte della crescita del 16% registrata l'anno precedente. Tra i principali mercati (tav. B.2.1, graf. B.2.1), i migliori risultati sono stati quelli di Hong Kong (+28,3%), Zurigo (+17,7%) e Londra (+14,8%). Un andamento più contenuto, ma sempre positivo, ha caratterizzato le borse di New York (+4,5%), Amsterdam (+3,5%), Johannesburg (+4,6%) e Parigi (+1,6%). Hanno invece registrato una flessione le piazze di Toronto (-4,8%), Francoforte (-5,8%), Sidney (-6,2%) e, per il terzo anno consecutivo, Milano (-11,7%) e Tokio (-23,7%).

L'andamento generale, confermato dall'evoluzione degli indicatori di *dividend yield* e *price/earning*, è stato influenzato dal quadro congiunturale che ha visto il perdurare di una

situazione di incertezza sulle prospettive di una stabile ripresa dell'attività produttiva. In entrambi i casi, e nel secondo in particolare, si tratta di indicatori non pienamente confrontabili su scala internazionale, in quanto riflettono diverse situazioni di natura statistica e contabile. L'analisi della loro evoluzione temporale all'interno delle singole realtà nazionali consente comunque di individuare una tendenza verso una lieve riduzione del rapporto tra dividendi e prezzi di mercato, che misura la redditività dei titoli azionari, accompagnata da una parallela crescita del rapporto tra prezzo e utile per azione, dovuta, in un quadro di generale stabilità dei corsi, ad una contrazione degli utili delle società emittenti.

A differenza degli anni immediatamente precedenti, l'andamento dei mercati non è stato influenzato da eventi di portata internazionale: l'evoluzione degli indici di borsa non è stata pertanto caratterizzata da un rilevante grado di sincronia. A fronte di una sostanziale stabilità della borsa di New York (graf. B.2.2), le principali piazze europee si sono distinte per un andamento positivo nel primo semestre, seguito da una flessione nei mesi estivi e da una differente reazione alla fase di tensione originata dallo shock valutario di settembre. Durante l'ultimo quadrimestre, caratterizzato da una crescita generalizzata della volatilità delle borse europee, la borsa di Londra ha recuperato e superato i livelli massimi annuali, mentre le principali piazze continentali sono restates sostanzialmente

stabili.

E' ulteriormente proseguita la fase negativa che da oltre tre anni caratterizza i mercati azionari di Milano e Tokio, in cui gli indici sono scesi di circa la metà dei rispettivi massimi storici, mentre le altre principali piazze continuano a seguire una tendenza di medio termine chiaramente positiva (graf. B.1.3 e graf. B.2.4). Il forte deprezzamento della nostra valuta ha contribuito ad ampliare la distanza dalle performances delle altre principali borse calcolata con riferimento all'evoluzione congiunta degli indici di borsa e dei tassi di cambio (tav. B.2.1).

In generale, gli scambi hanno confermato il quadro appena descritto: si è assistito infatti ad una moderata crescita dei controvalori scambiati, più marcata per la borsa di Londra. Il mercato di Tokio è stato interessato da una fortissima riduzione dell'attività, con una drastica riduzione delle quantità scambiate.

La piazza londinese si è contraddistinta anche per l'elevato volume degli scambi di azioni estere, stabilmente attestato sopra il 40% del totale. Nel corso di questi ultimi anni la borsa di Londra, grazie alle condizioni di efficienza operativa e flessibilità organizzativa, ha confermato la sua preminenza nell'area comunitaria (graf. B.2.3) e si è affermata come il centro finanziario più aperto all'attività internazionale: attualmente vi sono quotati sul mercato ufficiale oltre 500 titoli esteri, mentre un numero di poco superiore viene scambiato

Tavola B.2.1

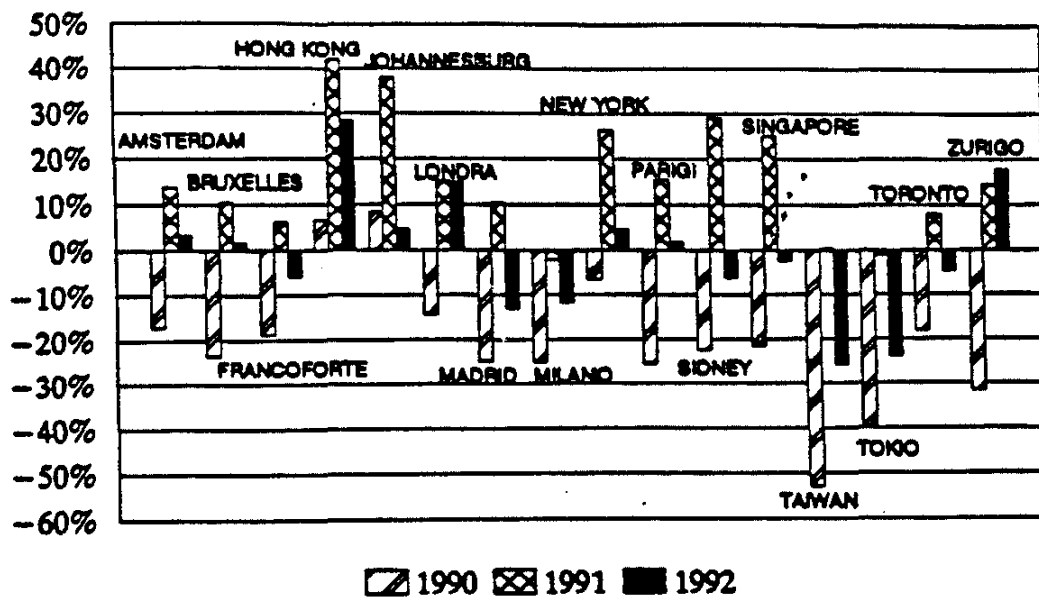
## ANDAMENTO DELLE BORSE INTERNAZIONALI

	R. NDIMENTO ANNUALE ESPRESSO IN VALUTA LOCALE			RENDIMENTO ANNUALE ESPRESSO IN LIRE		
	1990	1991	1992	1990	1991	1992
AMSTERDAM	-17.01%	13.73%	3.45%	-16.46%	14.43%	24.59%
ATENE	102.86%	-13.12%	-16.97%	80.75%	-20.80%	-13.21%
BRUXELLES	-23.36%	10.43%	1.58%	-21.45%	11.24%	22.33%
COPENHAGEN	-13.33%	11.99%	-25.80%	-12.07%	11.48%	-10.18%
DUBLINO	-31.94%	14.85%	-11.08%	-30.77%	15.28%	5.88%
FRANCOFORTE	-18.61%	6.18%	-5.83%	-18.11%	6.66%	13.11%
HELSINKI	-35.04%	-21.82%	6.03%	-35.22%	-30.31%	6.98%
HONG KONG	6.63%	42.08%	28.27%	-4.42%	41.96%	64.70%
JOHANNESBURG	8.35%	37.94%	4.83%	-1.61%	26.26%	21.34%
LISBONA	-32.95%	-2.30%	-11.21%	-33.02%	-1.05%	4.33%
LONDRA	-14.31%	15.06%	14.83%	-8.70%	13.96%	18.56%
LUSSEMBURGO	-12.14%	5.72%	-5.97%	-9.96%	6.50%	13.24%
MADRID	-24.78%	10.30%	-12.99%	-23.47%	11.13%	-6.11%
MILANO	-25.06%	-2.21%	-11.67%	-25.06%	-2.21%	-11.67%
NEW YORK	-6.56%	28.31%	4.46%	-16.88%	28.64%	33.49%
OSLO	-1.44%	-0.89%	-10.02%	-1.37%	-0.83%	-0.66%
PARIGI	-25.40%	15.40%	1.64%	-24.56%	15.40%	22.43%
SEOUL	-17.60%	-12.24%	11.05%	-30.97%	-16.06%	37.91%
SIDNEY	-22.39%	29.04%	-6.15%	-32.76%	29.59%	8.86%
SINGAPORE	-21.47%	25.12%	-2.44%	-22.00%	32.18%	23.45%
STOCCOLMA	-29.70%	4.84%	-0.01%	-30.92%	8.22%	0.49%
TAIWAN	-52.93%	0.23%	-25.62%	-59.25%	5.41%	-3.98%
TOKIO	-39.83%	-1.10%	-23.74%	-43.26%	9.37%	-2.22%
TORONTO	-17.96%	8.00%	-4.75%	-27.21%	10.71%	10.92%
VIENNA	-10.75%	-14.87%	-16.83%	-10.26%	-14.51%	-0.07%
ZURIGO	-31.62%	14.40%	17.74%	-28.72%	9.72%	39.84%

Elaborazioni Consob

Grafico B.2.1

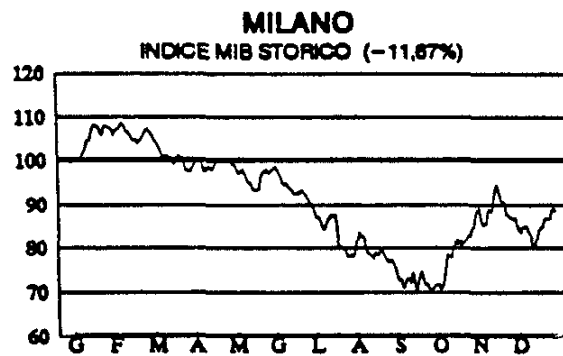
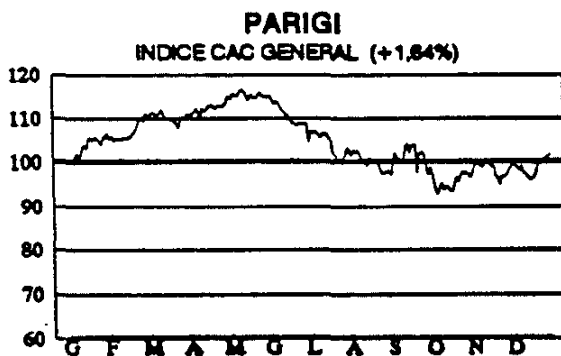
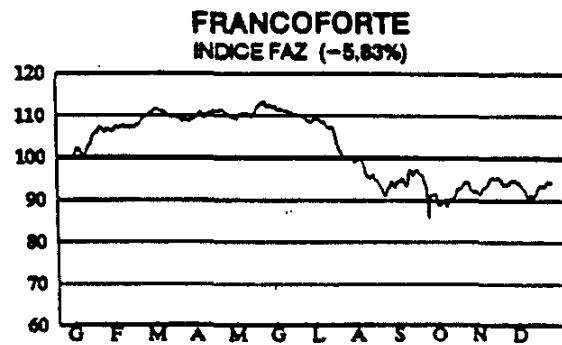
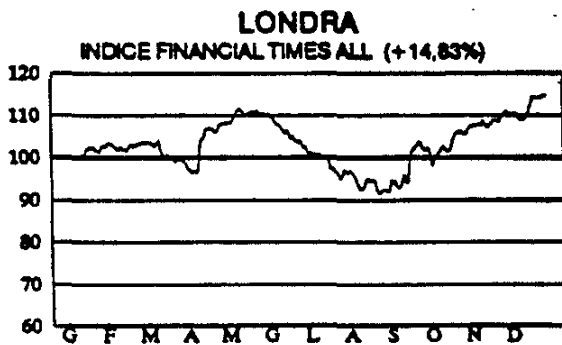
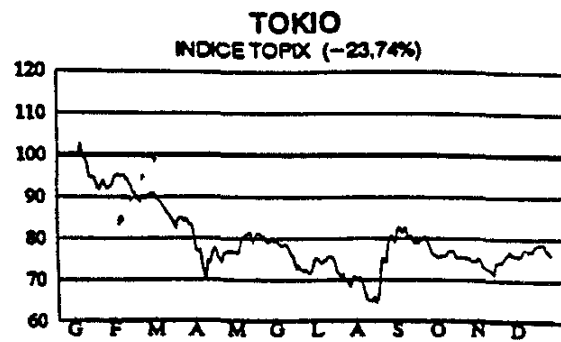
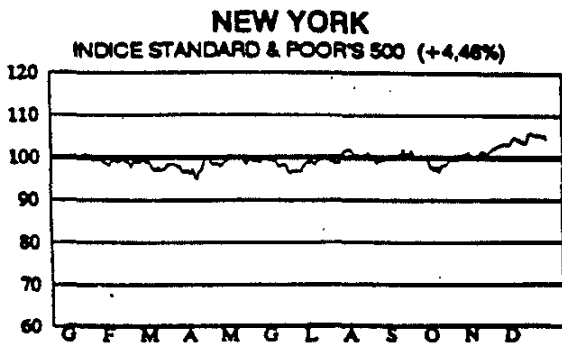
### ANDAMENTO DELLE PRINCIPALI BORSE VARIAZIONE PERCENTUALE ANNUA DEGLI INDICI



Elaborazione Consob

Grafico B.2.2

**ANDAMENTO DELLE PRINCIPALI BORSE INTERNAZIONALI NEL 1992**  
**INDICI BASE 31 DICEMBRE 1991 = 100**

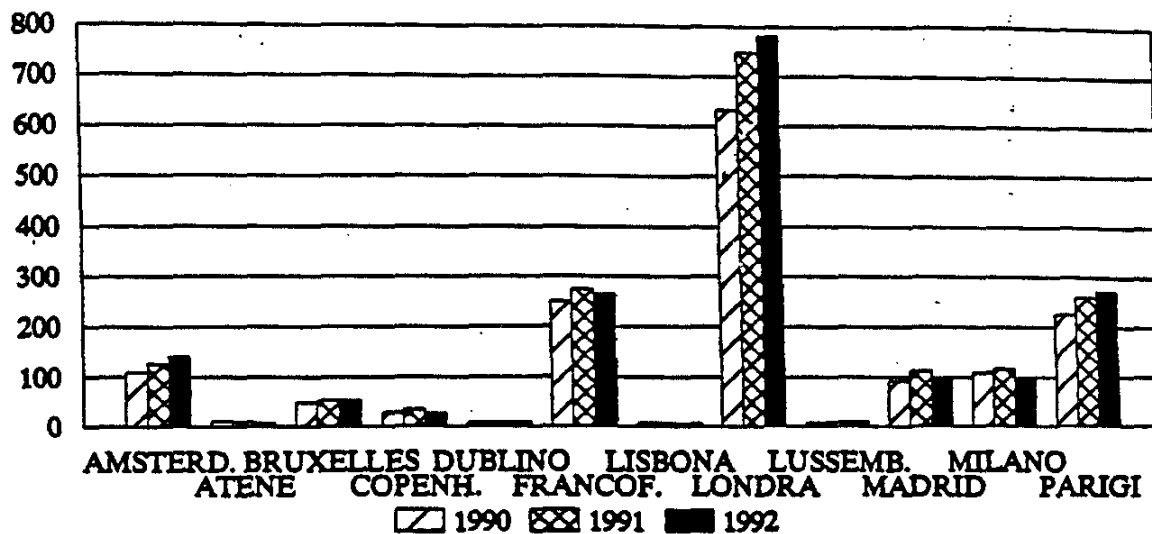


Elaborazioni Consob



Grafico B.2.3

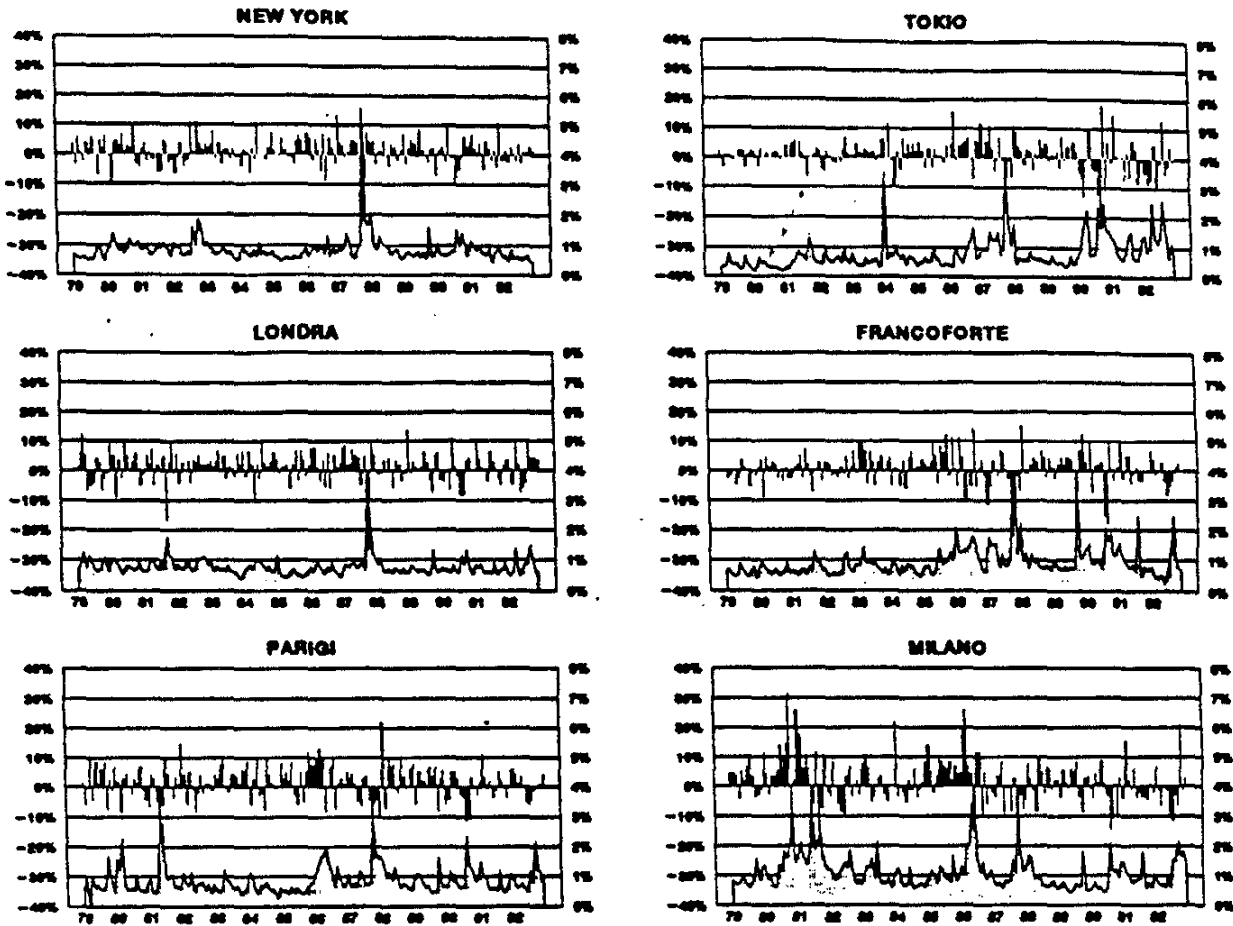
### CAPITALIZZAZIONE DELLE BORSE CEE VALORI A FINE ANNO IN MILIARDI DI ECU



Elaborazioni Consob

Grafico B.2.4

**RENDIMENTO E VOLATILITA' DELLE PRINCIPALI BORSE INTERNAZIONALI**  
(Scala di sinistra - istogramma: rendimento mensile; scala di destra - area: volatilità mensile)



Elaborazioni Consob

sul circuito del *SEAQ International*. Per quanto riguarda i prodotti derivati, il cui scambio è stato centralizzato sul *LIFFE*, sono inoltre negoziati contratti *futures* e *options* riferiti a Stati Uniti, Germania, Giappone, Svizzera, Italia ed espressi in ECU.

La dinamica contenuta del mercato azionario italiano, nonostante la ripresa degli ultimi mesi dell'anno, ha confermato la limitata rilevanza rivestita dalla borsa milanese nel quadro dei mercati azionari internazionali. Come esposto nelle tavole a2 e a3 dell'Appendice, i principali indicatori dell'importanza relativa dei mercati azionari evidenziano come il nostro Paese si trovi nettamente distanziato dai Paesi dalla simile struttura economica.

Come è possibile notare, i valori più alti del rapporto tra capitalizzazione di borsa e PIL, fatta eccezione per alcune realtà caratterizzate da particolarità di natura contabile, sono riscontrabili a Londra (96%) e Zurigo (85%); per i principali Paesi dell'OCSE e la maggior maggior parte dei nostri partner comunitari tale indicatore varia poi tra il 25% e il 60%, su livelli più che doppi rispetto al nostro 11,5%.

L'osservazione del rapporto di turnover è utile per valutare il grado di liquidità dei diversi mercati, con le cautele derivanti dalle differenze nella struttura di intermediazione, negli assetti proprietari delle società quotate e nelle modalità di rilevazione degli scambi. Anche sotto questo profilo la borsa

di Milano (20%) presenta uno dei valori più ridotti, in un quadro al cui interno risalta la rilevante contrazione del dato della borsa di Tokio, dimezzatosi nel giro di un solo anno.

La tavola B.2.2 e i grafici B.2.5 e B.2.6 illustrano in modo sintetico l'evoluzione dell'interdipendenza e della volatilità delle principali borse internazionali a partire dall'inizio degli anni '80. Il diverso orizzonte temporale permette di analizzare il comportamento dei mercati azionari tanto nel brevissimo periodo (dati giornalieri), quanto relativamente alla tendenza generale (dati mensili).

Nel primo caso è possibile valutare il grado di influenza esercitato sulle diverse borse dalla trasmissione di shock improvvisi, come il crollo di Wall Street dell'ottobre 1989 o il tentato colpo di stato a Mosca nell'agosto 1991. Per quanto riguarda il periodo più recente, l'analisi evidenzia in particolare come la crescita della volatilità nella seconda metà del 1992 sia stata accompagnata da un andamento non sincrono degli indici di borsa. L'interdipendenza globale tra i mercati si è ridotta, rimanendo elevata - e crescente - solo tra i mercati dell'Europa continentale.

L'analisi su dati mensili è invece finalizzata a descrivere l'evoluzione del processo di integrazione che, originato dalla crescente interrelazione delle economie reali, dal processo di internazionalizzazione dei mercati finanziari e dalla conseguente espansione delle operazioni di investimento estero ed arbitraggio tra i mercati, ha interessato nel corso dell'ultimo decennio i

## Tavola B.2.2

### INTERDIPENDENZA DELLE PRINCIPALI BORSE INTERNAZIONALI COEFFICIENTI DI CORRELAZIONE (1)

#### DIAGONALE SUPERIORE: ANALISI GIORNALIERA (2)

	NEW YORK	TOKIO	LONDRA	FRANCOF.	PARIGI	MILANO
<b>NEW YORK</b>						
81-86	..	0.264	0.322	0.370	0.475	0.084
87-92	..	0.381	0.351	0.262	0.466	0.340
1991	..	0.318	0.315	0.245	0.471	0.285
1992	..	0.323	0.242	0.379	0.170	0.192
<b>TOKIO</b>						
81-86	0.314	..	0.204	0.358	0.133	0.328
87-92	0.415	..	0.384	0.468	0.395	0.548
1991	..	..	0.432	0.284	0.502	0.181
1992	..	..	0.494	0.340	0.311	0.149
<b>LONDRA</b>						
81-86	0.516	0.424	..	0.232	0.120	0.336
87-92	0.773	0.406	..	0.448	0.357	0.427
1991	0.639	0.712	..	0.528	0.495	0.190
1992	..	..	..	0.354	0.314	0.221
<b>FRANCOFORTE</b>						
81-86	0.291	0.342	0.431	..	0.177	0.475
87-92	0.481	0.344	0.528	..	0.485	0.580
1991	..	..	..	..	0.621	0.362
1992	..	..	..	..	0.503	0.153
<b>PARIGI</b>						
81-86	0.372	0.302	0.434	0.380	..	..
87-92	0.598	0.418	0.539	0.699	..	0.434
1991	..	0.698	0.778	0.641	..	0.576
1992	..	..	0.590	0.823	..	0.302
<b>MILANO</b>						
81-86	..	0.302	0.342	..	0.281	..
87-92	0.338	0.411	0.478	0.628	0.568	..
1991	..	0.610	0.621	0.761	0.712	..
1992	..	..	..	0.582	..	..

#### DIAGONALE INFERIORE: ANALISI MENSILE

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

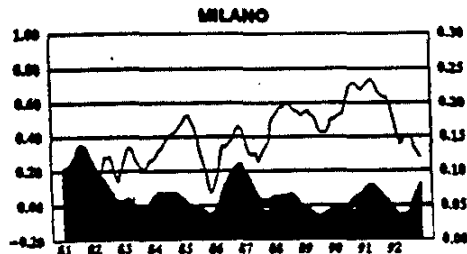
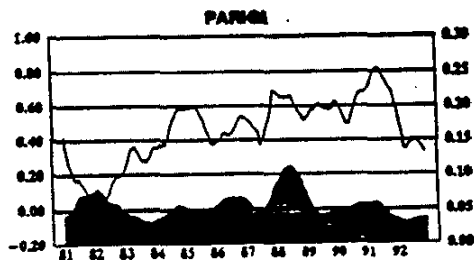
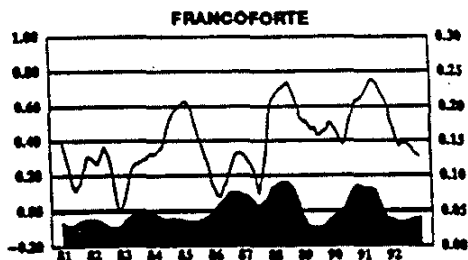
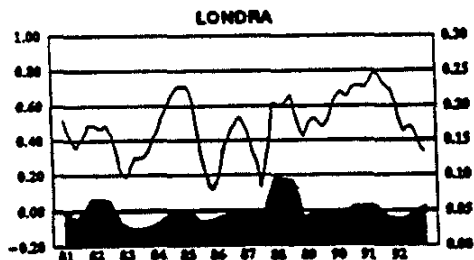
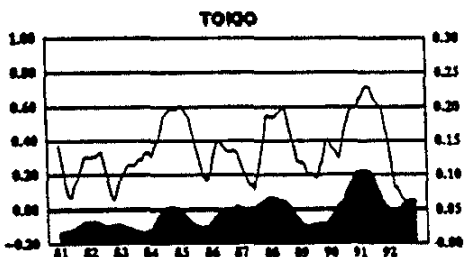
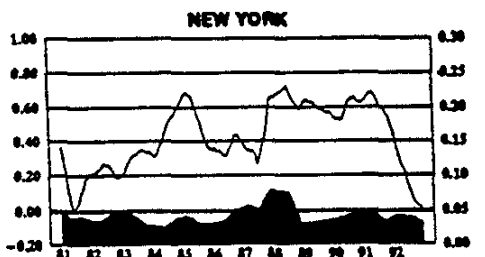
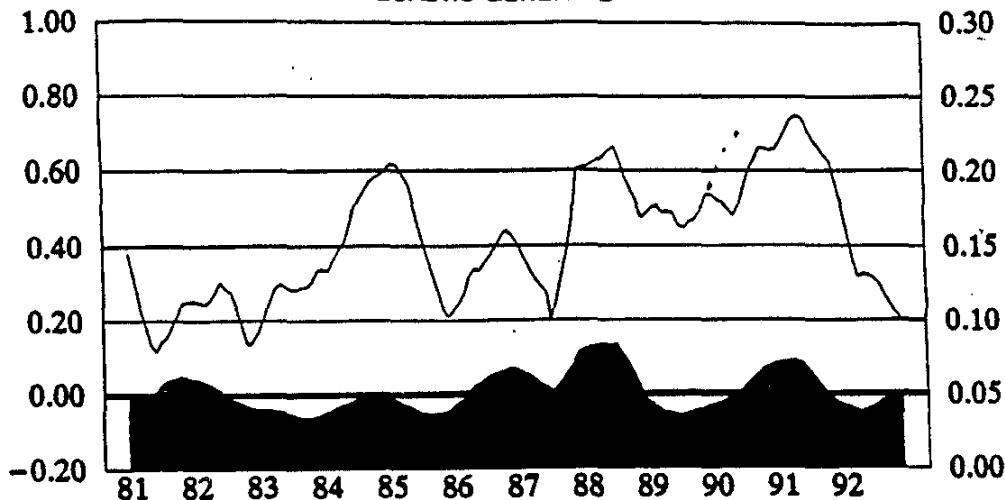
(2) Per tener conto dell'effetto dovuto al fuso orario, si è considerata la relazione tra le borse al giorno  $t$  e la borsa di New York al giorno  $t-1$ .

Grafico B.2.5

### INTERDIPENDENZA E VOLATILITA' DELLE BORSE INTERNAZIONALI ELABORAZIONI SU DATI MENSILI

(scala di sinistra - linea: interdipendenza; scala di destra - area: volatilità)

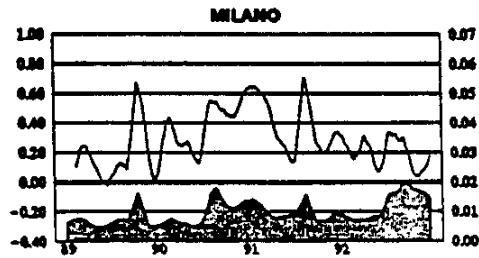
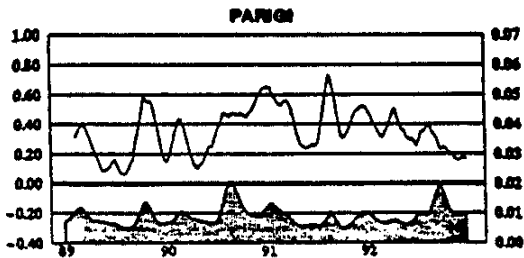
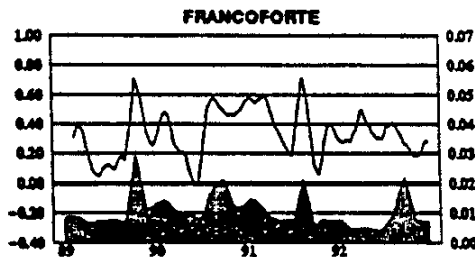
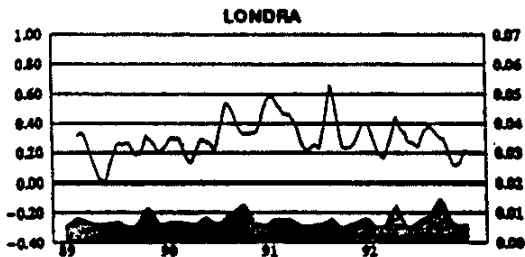
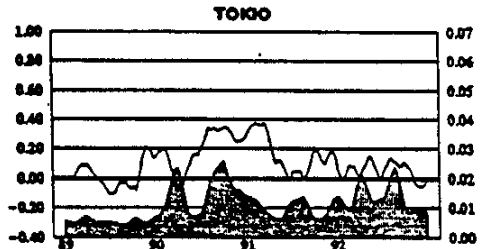
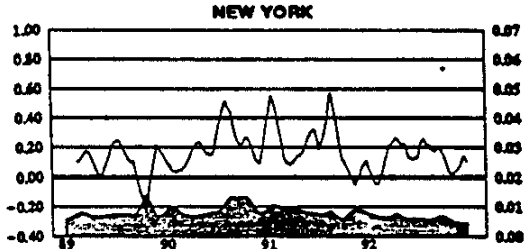
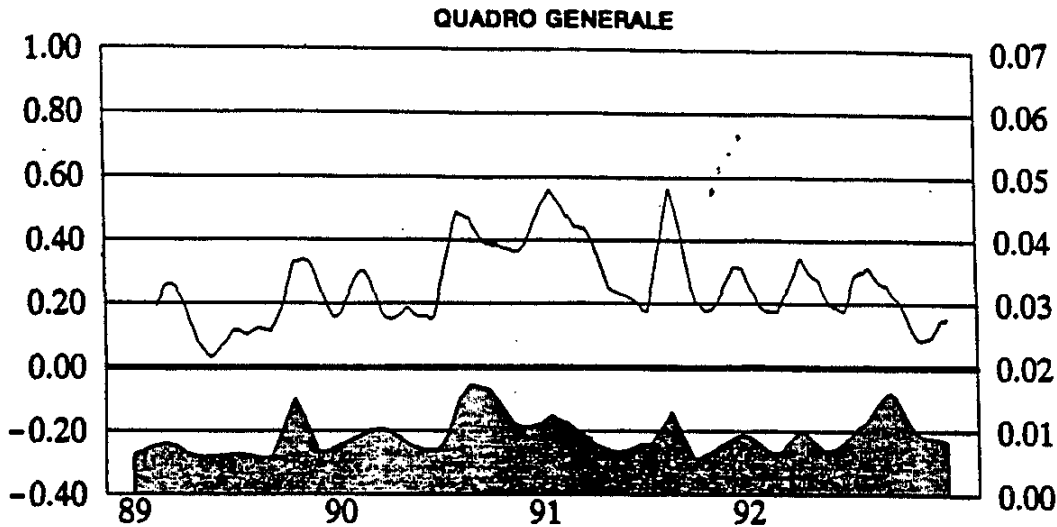
#### QUADRO GENERALE



Elaborazioni Consob

Grafico B.2.6

**INTERDIPENDENZA E VOLATILITA' DELLE BORSE INTERNAZIONALI**  
ELABORAZIONI SU DATI GIORNALIERI  
(scala di sinistra - linee: interdipendenza; scala di destra - area: volatilità)



principali mercati finanziari.

Sotto questo punto di vista la riduzione dell'interdipendenza globale e specifica nel 1992 risulta particolarmente evidente. A partire dalla conclusione della crisi del Golfo ha infatti avuto inizio una fase di progressiva diminuzione del grado di correlazione tra le principali borse. Il fenomeno richiede però un'analisi più approfondita, estesa ad un maggiore numero di mercati, dal momento che la situazione attuale sembra imputabile al simultaneo andamento negativo che coinvolge tre (Tokio, Francoforte e Milano) delle sei piazze considerate. L'analisi descritta tende comunque a confermare l'ipotesi secondo cui l'interdipendenza tra le principali borse ha raggiunto nel corso degli anni '80 un livello sostanzialmente stabile, da cui si discosta solo in occasione di improvvisi e rapidi shocks.

L'andamento dei mercati finanziari nello scorso anno è stato caratterizzato da eventi circoscritti a singole aree (lo shock valutario in Europa e il calo della borsa giapponese), che non hanno avuto rilevanti ripercussioni su scala internazionale, anche se - come evidenziato nella tavola B.2.2 - il grado di integrazione delle principali borse europee resta stabile ed elevato (nel valutare la riduzione dei coefficienti di correlazione rispetto ai livelli del 1991 bisogna infatti considerare che questi ultimi erano influenzati dalla ripresa generalizzata dei corsi che aveva accompagnato la conclusione della crisi del Golfo).



### 3. La borsa valori

#### 3.1. Il quadro generale

Nel corso del 1992 l'andamento delle quotazioni del mercato azionario italiano, misurato dalla variazione dell'indice MIB, ha registrato una performance negativa dell'11,7% proseguendo una discesa la cui origine risale alla metà del 1990.

Dopo un periodo di relativa stabilità, coincidente con i cicli di gennaio e febbraio (il 6 febbraio il MIB corrente raggiungeva il massimo dell'anno a 1087), il progressivo indebolimento dei corsi si è accentuato. Il minimo è stato raggiunto nel mese di settembre (il 16 il MIB registrava il minimo a quota 696, - 30,4% dall'inizio dell'anno), in coincidenza con la crisi valutaria e con la conseguente uscita della lira dal Sistema Monetario Europeo. Successivamente, anche a seguito dei provvedimenti per il contenimento del deficit pubblico adottati in sede di presentazione della Legge Finanziaria 1993, il mercato azionario ha registrato una sostanziale ripresa delle quotazioni, riducendo le perdite dall'inizio dell'anno (graf. B.3.1).

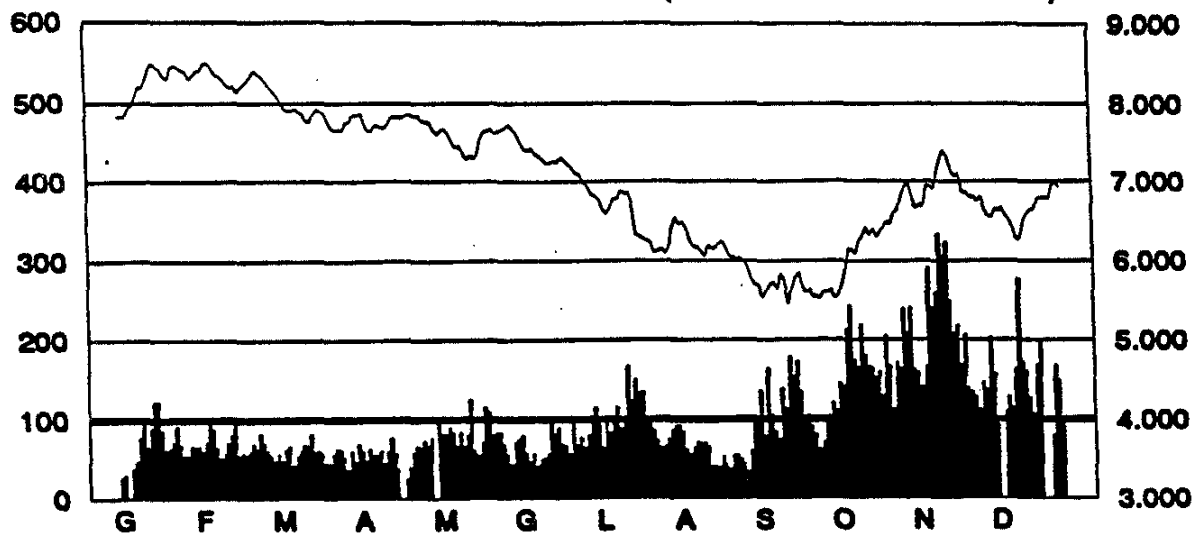
L'andamento negativo del mercato azionario italiano, nella sua eccezionalità in quanto a durata e profondità, si iscrive in parte in una tendenza internazionale che ha colpito in particolar modo le borse dell'Europa continentale. La flessione complessiva della borsa italiana è stata tuttavia sensibilmente maggiore;

Grafico B.3.1

## BORSA VALORI DI MILANO ANDAMENTO NEL 1992

scala sinistra - istogramma: volume degli scambi \* (media 1992 = 100)

scala destra - linea: indice MIB Storico (base 2.01.1975 = 1000)



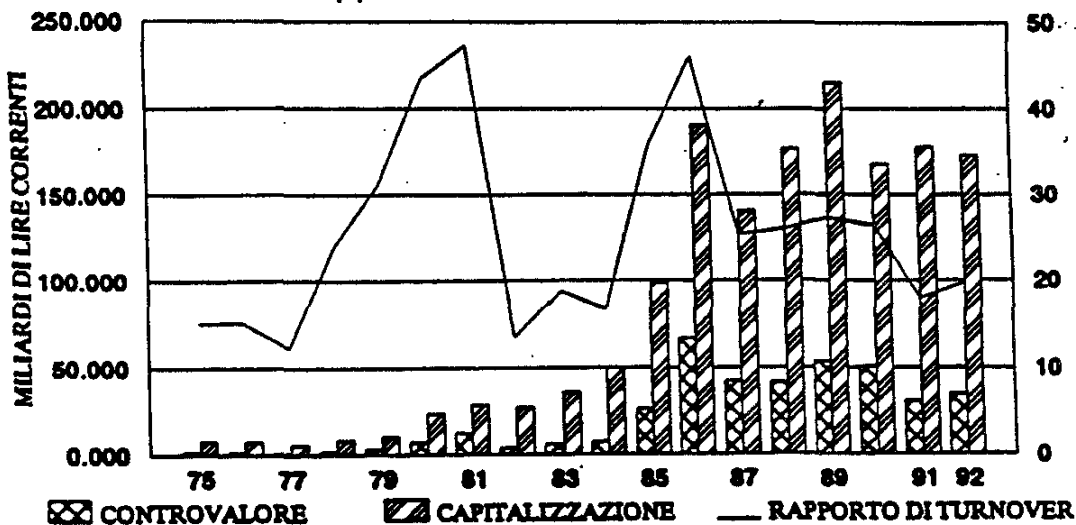
\* controvalore deflazionato dall'andamento dell'indice MIB.

Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa.

Grafico B.3.2

## BORSA VALORI DI MILANO EVOLUZIONE DEI PRINCIPALI INDICATORI

scala sinistra - istogramma: controvalore scambiato e capitalizzazione  
scala destra - linea: rapporto di turnover



Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa.

inoltre, mentre le altre piazze internazionali, ad eccezione di Tokio, si sono poi riportate, nel corso del 1992, in prossimità dei loro massimi storici, il massimo assoluto del mercato italiano risale al maggio 1986 e la riduzione rispetto a tale valore si avvicina, alla fine del 1992, al 50%.

L'andamento negativo della borsa in Italia nel 1992 può in gran parte essere attribuito alla difficile situazione congiunturale che, con il trascorrere dei mesi, ha mostrato sempre di più la sua eccezionalità, soprattutto se confrontata con le vicende dell'economia italiana dell'ultimo decennio. L'allontanamento nel tempo dei sintomi di ripresa del ciclo ha ulteriormente depresso le aspettative di una migliore redditività delle imprese, con conseguenti riflessi negativi sui corsi dei titoli quotati e, in generale, sulle possibilità di ricorso al capitale di rischio.

Nel corso del 1992, infatti, il numero di società quotate presso la borsa valori di Milano è sceso da 231 a 229 (da 227 a 224 al netto di quelle sospese dalle contrattazioni). Il numero dei titoli iscritti sul listino è rimasto stabile a 342. Le operazioni sul capitale sono scese a 20 dalle 36 del 1991, con un'ulteriore riduzione dei capitali effettivamente raccolti dalle società scesi a 3.027 (- 37,7% rispetto al 1991). La capitalizzazione della borsa valori di Milano è scesa a 173 mila miliardi (graf. B.3.2).

Il 1992, oltre a rappresentare un anno congiunturalmente

sfavorevole, è stato inoltre caratterizzato dalla particolare concentrazione di eventi, interni ed internazionali, di indubbio rilievo per l'andamento a breve del mercato mobiliare italiano. In particolare occorre sottolineare le vicende legate all'evoluzione del processo di unificazione europeo, che con i vincoli posti all'economie comunitarie più deboli ha reso particolarmente drammatica per l'economia italiana l'azione per riportare sotto controllo i principali aggregati di finanza pubblica. L'azione delle autorità di politica economica si iscrive in un contesto dove le tensioni scaturite dall'esito negativo del referendum danese sul trattato di Maastricht hanno riportato in primo piano le divergenze tra le principali economie della comunità. L'accelerazione del trend negativo del mercato azionario italiano registrato a partire dal ciclo borsistico di agosto coincide, infatti, con i provvedimenti monetari adottati dalla banca centrale tedesca il 16 luglio, e con le conseguenti prime forti tensioni sui mercati valutari. In questo contesto, le forti oscillazioni dei corsi registrate alla borsa di Milano (soprattutto quella di lunedì 20 luglio, -5,8%) hanno assunto una intensità del tutto particolare, caratteristica dei momenti di forte tensione dei mercati azionari, come ad esempio la crisi mediorientale dell'estate 1990 o il tentativo di golpe in URSS dell'agosto 1991. La componente ribassista contribuiva ad accentuare la flessione dei corsi; in particolare venerdì 17 luglio, sulla scia della notizia del rialzo del tasso di sconto in Italia, le vendite allo scoperto raggiungevano il

controvalore di 31 miliardi (il 16% di quanto complessivamente scambiato sul mercato).

Gli eventi valutari, tuttavia, sono sopravvenuti nel momento stesso in cui le autorità di governo erano già impegnate in un'importante azione di contenimento del disavanzo pubblico 1992. L'11 luglio, infatti, erano stati presentati provvedimenti che prevedevano l'avvio di riforme strutturali in quattro settori fondamentali del settore pubblico (sanità, pubblico impiego, previdenza e finanza territoriale), accompagnati da una manovra di circa 30 mila miliardi finalizzata al contenimento del deficit sui livelli del 1991. Insieme ai sopracitati provvedimenti, il governo ha messo in atto il primo provvedimento concreto di avvio del processo di privatizzazione, peraltro già previsto nella Legge Finanziaria del 1992, trasformando gli Enti pubblici (tra cui IRI ed ENI) in società per azioni, e annunciando un rapido programma di riordino delle partecipazioni dello Stato in queste società.

La campagna dividendi '92 si è distinta per la decisione delle società di puntare complessivamente alla stabilizzazione dell'importo dei dividendi distribuiti. Nel 1991 gli utili netti delle società quotate sono diminuiti del 12% circa rispetto all'anno precedente, attestandosi a 9.997 miliardi, interrompendo un trend decennale di crescita e tornando sui livelli del 1988. I dividendi distribuiti hanno invece registrato una minore contrazione, pari a - 5,5%, per un importo complessivo di 5.526

miliardi. Conseguentemente il pay-out, cioè la percentuale di utili distribuiti come dividendo rispetto al totale degli utili realizzati, è passato dal 54,3% al 58,5%. Le società che hanno mantenuto il dividendo sono state 157, mentre il 24% del totale lo hanno ridotto o sospeso. Tra le 42 società che non hanno distribuito dividendi, 21 hanno seguito lo stesso comportamento dell'anno precedente.

La difficile situazione del mercato borsistico italiano (nel solo ciclo mensile di agosto 1992 l'indice MIB ha registrato una perdita del 10,5%) ha accelerato i tempi per l'adozione di specifici provvedimenti a favore del mercato mobiliare. Alla metà di agosto il governo iniziava l'esame di un disegno di legge specifico contenente misure di carattere tributario volte al sostegno della borsa, tra le quali risaltava la modifica all'imposta sul capital gain, da tempo al centro di accesi contrasti ed indicata da molti come una tra le cause principali della riduzione dei volumi scambiati.

Nello stesso mese di agosto, con l'inizio del ciclo borsistico di settembre, diveniva operativo uno strumento tra i più importanti per il buon fine della liquidazione dei contratti di borsa. Il 14 agosto, infatti, iniziava ad operare la Cassa di compensazione e garanzia che, assicurando indistintamente (tramite il cosiddetto Fondo liquidazione mensile) l'adempimento delle contropartite di borsa, realizza di fatto l'indifferenza di contropartita ed elimina il rischio di inadempimento.

Nonostante questi ultimi eventi, che teoricamente avrebbero dovuto riflettersi positivamente sul mercato, l'inasprirsi delle condizioni monetarie (le violente azioni speculative nei confronti della lira prolungatesi per tutto il mese di agosto impegnavano la banca centrale in una strenua difesa del cambio), le incertezze sul processo di risanamento della finanza pubblica e il deterioramento della situazione congiunturale determinavano ulteriori disinvestimenti, con accentuate cadute dei corsi. Nella prima settimana di settembre, appena dopo il rialzo di un punto e tre quarti del tasso di sconto da parte della Banca d'Italia (per la prima volta effettuata a mercati aperti), le quotazioni scendevano precipitosamente. Una sessantina di titoli facevano segnare prezzi abbondantemente al di sotto del valore nominale e numerosi altri, tra cui Montedison e Ferfin, erano prossimi a tale valore. Venivano superate anche numerose soglie considerate storiche; la Fiat, per la prima volta dal 1985 scendeva sotto le 4.000 lire, mentre Mediobanca si portava sotto le 9.000 lire.

Il contesto in cui tali eventi si producevano era quello di un mercato essenzialmente dominato dall'assenza di compratori. Il volume degli scambi, infatti, rimaneva su livelli estremamente bassi (con una media giornaliera di circa 70 miliardi), evidenziando forti difficoltà di assorbimento. I soggetti maggiormente impegnati dal lato delle vendite risultavano essere i fondi comuni, e le gestioni patrimoniali e soprattutto gli investitori esteri, oramai convinti di una prossima svalutazione



della lira. In particolare, i fondi comuni italiani si vedevano obbligati a vendere per i disinvestimenti dei loro clienti che mostravano una netta prevalenza ad abbandonare il mercato azionario italiano a favore dei fondi azionari esteri o dei fondi obbligazionari, anch'essi a forte prevalenza di titoli esteri. La ricomposizione del portafoglio dei fondi azionari vedeva una diminuzione della quota di azioni italiane al livello del 28% (contro una media del 40% nel 1991).

La svalutazione della lira modificava sostanzialmente il quadro di riferimento. Innanzitutto la sospensione degli interventi sul mercato dei cambi e la libera fluttuazione della lira, attenuando le tensioni valutarie, consentiva un graduale allentamento delle restrizioni monetarie; e soprattutto apriva favorevoli prospettive per le capacità reddituali delle imprese italiane sia sul mercato interno che su quelli internazionali. Il recupero di competitività era inoltre rafforzato dagli effetti dell'accordo del 31 luglio 1992 firmato dalle parti sociali e dal governo, che abolendo il meccanismo di scala mobile e sospendendo per il 1993 la contrattazione aziendale, sanciva una netta decelerazione della dinamica del costo del lavoro.

Altro evento di particolare rilevanza si verificava il 9 settembre, allorché veniva diffusa la notizia circa la decisione del Consiglio dei Ministri di procedere alla privatizzazione del Credito Italiano e del Nuovo Pignone. L'oggetto della notizia, ancorché relativo ad un fatto la cui definizione avrebbe avuto tempi lunghi, era di rilevanza cruciale e tale da provocare un

impatto sui prezzi dei titoli interessati. Ciò faceva ritenere opportuno procedere alla sospensione dei titoli emessi dalle due società, per concedere al mercato una pausa di riflessione necessaria per valutare la portata della notizia.

L'insieme di questi fattori positivi, seppure contrastato in parte da alcuni provvedimenti fiscali contenuti nella manovra di bilancio per il 1993 (tassa sul patrimonio delle imprese, indeducibilità dell'ILOR, etc.), avviava una decisa fase di ripresa del mercato azionario nel mese di ottobre. La ripresa dei corsi e dei volumi scambiati trovava poi un robusto sostegno nel provvedimento, annunciato ai primi di ottobre e approvato dal parlamento nei primi giorni di novembre, di sospensione fino al settembre 1993 dell'imposta sulle plusvalenze derivanti dalla cessione a titolo oneroso di valori mobiliari quotati (*capital gains*).

Il 1992 è il primo anno in cui si concretizza, secondo quanto dettato dalla legge 1/91, l'obbligo di concentrazione degli scambi di valori mobiliari ammessi a quotazione presso le borse valori o negoziati presso i mercati ristretti. L'ammontare di quanto complessivamente negoziato nell'anno non sembra suggerire un effetto significativo di tale disposizione. Il controvalore degli scambi nel 1992, presso la borsa valori di Milano, è infatti aumentato solo dell'11,6% rispetto all'anno precedente, collocandosi sui 34.649 miliardi rispetto ai 31.057 miliardi del 1991. Il dato globale tuttavia, comprende, come si è visto, un

sostanziale aumento dei volumi registratosi nell'ultimo trimestre dell'an. 7. Per il resto, l'andamento dei primi nove mesi del 1992 ha ristagnato su livelli tra i più bassi degli ultimi anni (graf. B.3.3).

Le norme sull'obbligo di concentrazione, però, hanno consentito di aumentare i flussi informativi concernenti l'entità e la composizione degli scambi. Con la comunicazione n. BOR/RM/92004043 dell' 8-6-1992, la Consob ha disposto, a partire dal mese borsistico di luglio, la segnalazione per il tramite del Servizio Riscontro e Rettifica Giornaliero, da parte degli intermediari autorizzati alla negoziazione in borsa e nel mercato ristretto, delle quantità oggetto di contrattazione al listino compensate internamente a fronte di ordini di segno opposto. Con tale disposizione sono stati inglobati nella rilevazione delle quantità negoziate al listino volumi che sino al 15 giugno 1992 non erano compresi in tale rilevazione con conseguenze negative in ordine alla conoscenza delle reali quantità scambiate sui mercati ufficiali. La disposizione appena richiamata ha avuto un riflesso non trascurabile sulla significatività dei dati ufficiali degli scambi. E' infatti evidente che il confronto tra i volumi del 1991 e quelli del 1992 è alterato da questo effetto statistico.

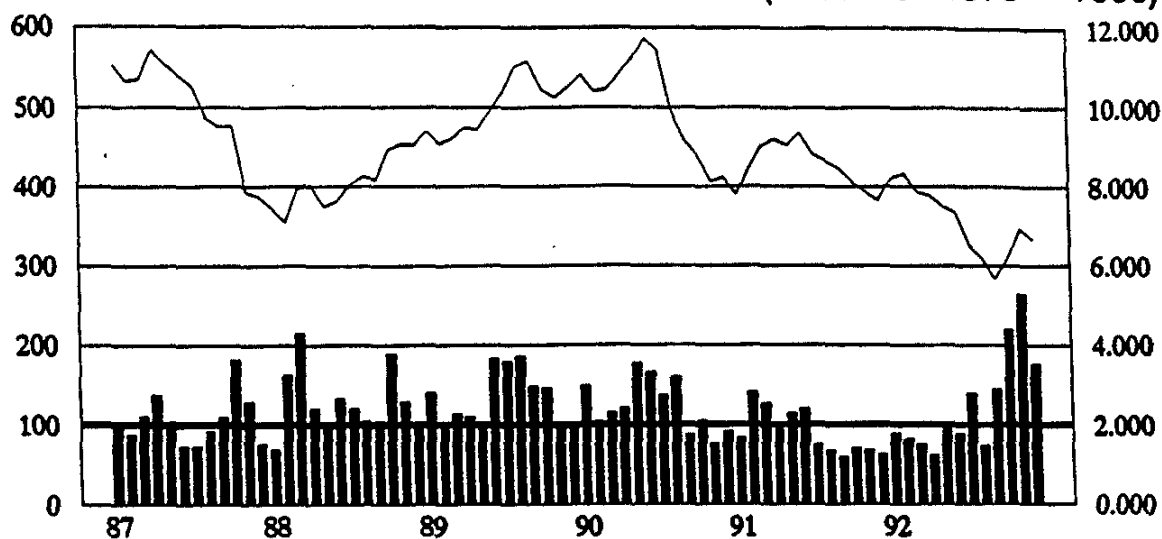
La possibilità di derogare al principio della concentrazione ha inoltre dato modo di ottenere altre significative informazioni su l'entità degli scambi al di fuori dei mercati ufficiali; in particolare per l'anno in esame, è possibile avere

Grafico B.3.3

## BORSA VALORI DI MILANO ANDAMENTO MENSILE

scala sinistra - istogramma: volume scambi \* (gennaio 1980 = 100)

scala destra - linea: media indice MIB Storico (base 2.01.1975 = 1000)



\* controvalore deflazionato dall'andamento dell'indice MIB.

Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa.

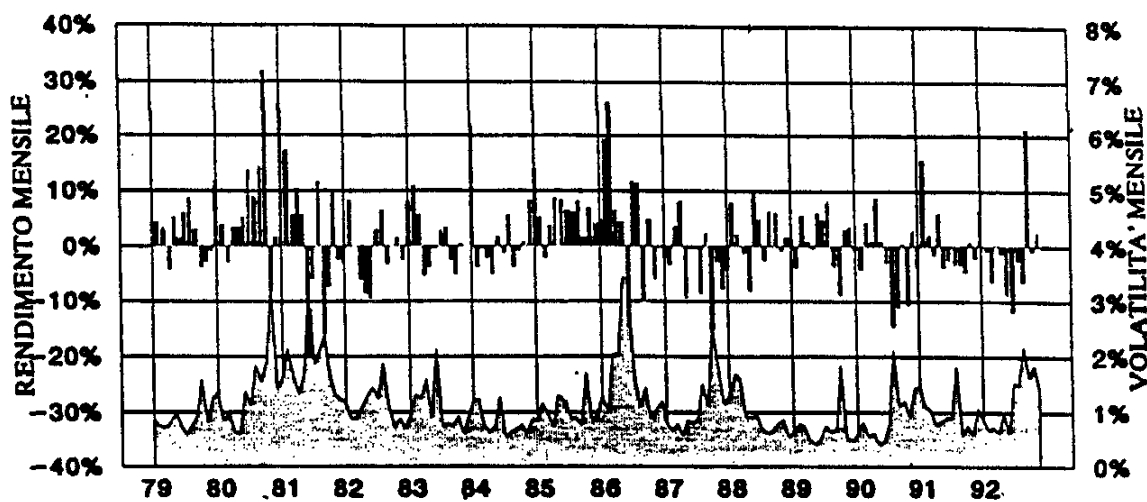
Grafico B.3.4

## BORSA VALORI DI MILANO

### RENDIMENTO E VOLATILITA' SU BASE MENSILE

scala sinistra - istogramma: variazione mensile dell'indice MIB

scala destra - area: deviazione standard mensile dell'indice MIB



Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa

un'idea delle operazioni aventi ad oggetto blocchi di titoli e di quelle rientranti nella cosiddetta *best execution*.

A partire dal 5 gennaio 1992, in ottemperanza a quanto disposto dalla delibera Consob n. 5552/91, è iniziata la rilevazione delle operazioni aventi ad oggetto blocchi di titoli. A fine dicembre '92 l'ammontare complessivo di tali operazioni ha raggiunto i 9.870 miliardi, pari al 28,5% di quanto scambiato sul mercato ufficiale.

Un altro fenomeno importante, di cui per la prima volta si ha una conoscenza abbastanza esatta della dimensione, è quello delle operazioni concluse fuori mercato, nei casi in cui il cliente abbia preventivamente autorizzato per iscritto l'esecuzione e questa sia stata eseguita ad un prezzo migliore di quello espresso dal mercato medesimo (*best execution*). In virtù di questa norma, nel 1992 sono state concluse operazioni per un controvalore complessivo di 2.076 miliardi. L'operatività rientrante in questa fattispecie è strettamente collegata alle modalità operative del mercato borsistico italiano. In particolare, le norme riguardanti la *best execution* hanno reso possibile trattare in Italia diverse operazioni pomeridiane che, a causa della chiusura delle borse valori italiane intorno alle ore 14, erano dirottate presso il *SEAQ International* di Londra. E' proprio quest'ultima la finalità sottintesa alla comunicazione CONSOB n. BOR/RM/92008186 del 23 novembre 1992.

Tra gli avvenimenti di rilievo del 1992, infine, vanno

segnalate le offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio lanciate dopo l'entrata in vigore della legge sulle OPA. Le offerte, alcune volontarie ed altre obbligatoriamente imposte ai sensi della nuova disciplina, hanno ricevuto una felice accoglienza da parte del mercato che ha risposto mediamente con un rilevante numero di adesioni; il ridotto flottante rimasto sul mercato al termine delle operazioni ha peraltro posto il problema di assicurare alcune garanzie ai possessori dei titoli rimasti ancora in circolazione, altrimenti penalizzati dalla revoca degli stessi dalla quotazione.

### 3.2. L'andamento delle quotazioni

Nel corso del 1992 l'andamento delle quotazioni e degli scambi della borsa valori è stato influenzato in maniera determinante dalla sfavorevole congiuntura che ha caratterizzato l'economia italiana, soprattutto nella seconda metà dell'anno.

Se nel complesso l'indice MIB espressione dell'andamento medio del mercato, ha evidenziato nell'anno una flessione dell'11,67%, il confronto tra i diversi settori e, all'interno degli stessi, tra i diversi titoli, mette in luce realtà diverse e non riconducibili ad una medesima tendenza.

In generale tra i settori più penalizzati ritroviamo quello cementifero (-48,5%), quindi quello immobiliare (-33,3%) e quello minerario (-24,9). Hanno mostrato perdite più contenute, invece, il comparto bancario (-5,4%), quello assicurativo (-3,3%) e quello delle comunicazioni (-1,2%). Hanno evidenziato, in

Tavola B.3.1

**BORSA VALORI DI MILANO**  
**GRADO DI CONCENTRAZIONE DEGLI SCAMBI**  
Incidenza dei primi 5, 10, 20 e 30 titoli azionari sul controvalore totale  
*Titoli ordinati per controvalore scambiato*

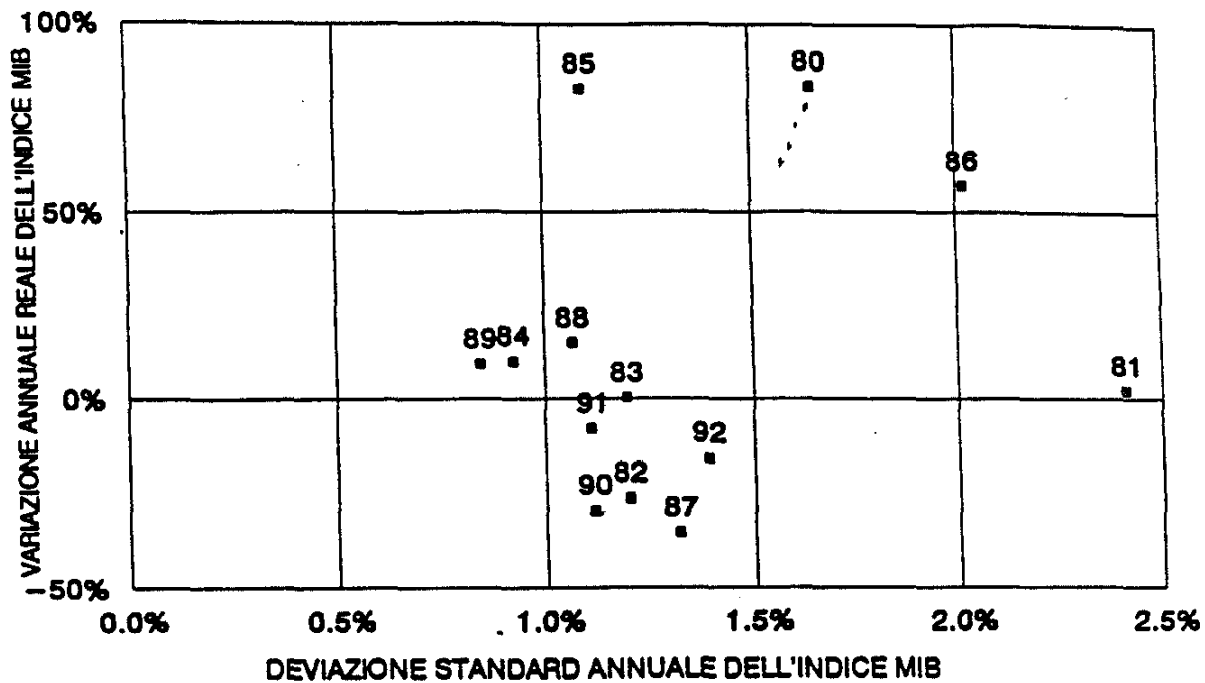
	5	10	20	30
1984	36.5%	53.8%	69.2%	76.9%
1985	30.3%	43.0%	58.8%	67.8%
1986	41.9%	53.2%	65.6%	72.4%
1987	37.0%	51.4%	62.6%	69.7%
1988	36.5%	48.3%	62.5%	71.4%
1989	25.1%	36.3%	49.6%	58.5%
1990	24.1%	35.3%	47.6%	56.3%
1991	26.3%	39.2%	52.1%	60.7%
1992	30.7%	46.3%	63.2%	72.1%

Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano



Grafico B.3.5

## BORSA VALORI DI MILANO RENDIMENTO E VOLATILITA' IN TERMINI REALI



Elaborazioni Consob su dati Consiglio di Borsa e ISTAT

controtendenza, un lieve apprezzamento i settori dell'elettricità e del commercio con variazioni di poco superiori al 5%. Tra i titoli con migliore performance si evidenziano: SME +79,84%, Credito Italiano +57,29% e Valeo +42,92%. Tra i titoli peggiori: Euromobiliare, Cantoni risparmio, Italcementi sia ordinaria che di risparmio, Saiag risparmio, Caltagirone, tutti con perdite superiori al 60%; più dell'80% dei titoli ha comunque chiuso il 1992 con una variazione negativa.

Per quanto concerne l'analisi dei singoli titoli, occorre segnalare che nel 1992, a fronte del menzionato generalizzato ribasso dei corsi e di un contesto non stimolante, il mercato, sia pure eccezionalmente, ha mostrato particolare e differenziato interesse per alcuni specifici titoli emessi da società coinvolte in operazioni di natura straordinaria. Tra gli avvenimenti societari che si sono rivelati in grado di sortire effetti determinanti sull'andamento delle quotazioni e tali, comunque, da orientare la tendenza di mercato dell'intero anno, possono evidenziarsi le vicende relative alla privatizzazione delle partecipazioni statali e alle offerte di acquisto e/o scambio realizzate successivamente all'introduzione della nuova disciplina sulle offerte pubbliche di acquisto. Al contrario non hanno prodotto effetti positivi, o per lo meno hanno avuto conseguenze solo temporanee sui corsi, le operazioni di aumento di capitale, di acquisizione di società, di joint venture, di ristrutturazione, nonché quelle di fusione. Queste ultime

peraltro, nelle migliori delle ipotesi, hanno solo determinato un riallineamento delle quotazioni ai livelli espressi dai rispettivi rapporti di cambio.

Una prima conferma della particolare fase negativa vissuta dalla borsa nel corso dell'anno si desume dall'analisi dell'esito delle operazioni di aumento di capitale. Lo scarso afflusso di risparmio sul mercato azionario e, spesso, il ridotto valore dei titoli rispetto al loro contenuto patrimoniale ha, di fatto, fortemente disincentivato le società ad emettere nuove azioni a pagamento. L'ovvia conseguenza è stata la drastica riduzione del numero di operazioni eseguite rispetto a quelle degli anni precedenti. L'impossibilità di eseguire adeguate ricapitalizzazioni, ha peraltro seriamente danneggiato le società in precario equilibrio finanziario, costrette a subire i pesanti oneri derivanti dall'indebitamento. Gli annunci effettuati nell'anno riguardanti le proposte di aumento di capitale non hanno, di norma, costituito motivo di attenzione sui titoli interessati, provocando invece spesso una accelerazione al ribasso dell'andamento dei corsi. Effetti particolarmente negativi sono stati prodotti dalla proposta del consiglio di amministrazione della società RAS di un aumento del capitale sociale da 217 miliardi a 271,25 miliardi, e dalla decisione della società Italcementi di aumentare il capitale sociale da 270 miliardi a 495,5 miliardi, per un controvalore complessivo di 648,3 miliardi. Gli annunci delle due operazioni, preceduti tra l'altro dalla sospensione dei rispettivi titoli, hanno

determinato in un solo giorno perdite del 7% per Ras e dell'8% per Italcementi ed un notevole incremento dei volumi scambiati per entrambi. Costituisce un'eccezione, invece, l'impatto prodotto sul mercato dall'aumento di capitale della società Cartiere Sottrici Binda, da 165,048 miliardi a 247,573 miliardi. Il solo annuncio ha determinato un immediato incremento del corso e delle quantità scambiate del titolo; il fenomeno è spiegato, però, dal fatto che, al momento della diffusione della notizia sul mercato, il valore di borsa del titolo era inferiore del 60% rispetto al prezzo di sottoscrizione e, contemporaneamente, il gruppo di controllo si era impegnato a sottoscrivere tutte le nuove azioni.

Un quadro generale non molto felice si riscontra anche dall'analisi dell'andamento dei nuovi titoli che sono stati ammessi a quotazione nell'anno (Istituto Bancario San Paolo di Torino, Banca Popolare di Bergamo-Credito Varesino, Banca di Legnano, Fincasa44). Per le matricole del listino non vi è stata una buona accoglienza da parte del mercato: tutte hanno infatti registrato *performances* negative.

I titoli emessi dal San Paolo, primo istituto di credito italiano per redditività, collocati a 12.200 lire e stimati dal Comitato direttivo degli agenti di cambio di Torino 16.500 lire, hanno perso dal primo giorno di quotazione alla fine dell'anno il 14,17%, seguendo un trend molto conforme a quello medio di mercato e tenendo poco conto delle positive note sulla gestione

contenute nella relazione semestrale diffusa dalla banca. Il collocamento sul mercato di detti titoli, per un importo di 1.525 miliardi di lire, chiusosi con successo in un solo giorno, è da considerare come la più grande offerta pubblica sin'ora mai effettuata da un emittente nazionale. L'evento, caduto in un momento di forte illiquidità, ha avuto peraltro un consistente impatto sul mercato tanto da provocare, nel periodo immediatamente successivo, una relativa flessione sia dell'indice e sia degli scambi del settore bancario. Il titolo Fincasa44, ammesso a quotazione il 18 luglio, anche a seguito della forte crisi registrata nel settore immobiliare, si è deprezzato dal primo giorno di quotazione di circa il 50%. La Banca di Legnano, passata dal mercato ristretto a quello ufficiale, non ha avuto migliore fortuna perdendo dalla quotazione molto del suo valore, recuperato solo in parte negli ultimi tre mesi dell'anno (nell'anno -22,14%).

Tra gli avvenimenti che hanno caratterizzato il trascorso anno vanno inoltre segnalate, per il forte impatto sul mercato, le offerte pubbliche di acquisto e/o scambio effettuate sia nel periodo precedente e sia in quello successivo all'entrata in vigore della legge sulle OPA. L'ultima operazione ad essere eseguita in vigenza della vecchia disciplina è stata l'offerta pubblica di acquisto, ufficializzata a fine gennaio, da parte della società Asea Brown Boveri sul 9,23% dei titoli emessi dalla controllata Abb Tecnomasio, ad un prezzo superiore di circa il 23% a quello di borsa. A conclusione dell'operazione risultava

ancora in circolazione soltanto lo 0,24% dell'intero capitale sociale; di conseguenza il 16 giugno la Consob ha disposto la revoca del titolo dalla quotazione al mercato ufficiale.

Dopo l'emanazione delle legge sulle OPA si sono verificate quattro offerte pubbliche di acquisto che hanno interessato i titoli: Ausiliare, Worthington, Alcatel Cavi e Pierrel, le ultime due riguardanti oltre ai titoli ordinari anche i rispettivi titoli di risparmio, un'offerta pubblica di scambio sul titolo Finanziaria Agroindustriale ed un'offerta pubblica di scambio ed acquisto sul titolo Valeo. Le offerte su Finanziaria Agroindustriale, Alcatel, Pierrel e Valeo sono state volontariamente lanciate dalle rispettive società controllanti, per le ultime tre società con l'obiettivo di chiedere, una volta ultimate, la revoca della quotazione dei titoli dal listino. Per Ausiliare e Worthington viceversa si è trattato di due offerte obbligatoriamente imposte, ai sensi della legge 149/92, ai gruppi Andidero e Ingersoll Dresser Pump C., dopo che questi avevano rilevato il controllo delle società rispettivamente dal gruppo Cabassi, nel mese di agosto, e dal gruppo Dresser Industries Inc di Dallas, nel mese di ottobre.

Le sopra citate operazioni, definitivamente concluse al 31 dicembre, eccezione fatta per l'offerta sulle azioni emesse dalla società Valeo s.p.a. ancora in corso al termine dell'anno, costituiscono un campione di casi sufficientemente omogeneo, e consentono di eseguire una prima analisi sugli effetti prodotti

sul mercato dai nuovi strumenti operativi introdotti dalla recente riorganizzazione normativa di borsa. Sinteticamente si è potuto osservare che nei tre mesi precedenti la pubblicazione del prospetto informativo, relativo a ciascuna offerta, si è avuto uno scostamento al rialzo dei corsi rispetto all'indice di mercato solo per i titoli Worthington, Pierrel e Finanziaria Agroindustriale. Anche in tali casi non sembra, comunque essersi verificato un adeguamento anticipato e totale dei valori di borsa a quelli stabiliti nei prospetti informativi delle offerte considerate. Addirittura nell'intervallo che è intercorso tra la pubblicazione del prospetto e l'inizio effettivo dell'offerta, a fronte di un generalizzato aumento dei volumi negoziati si è prodotta una comune riduzione dei corsi dei titoli, eccezione fatta per il titolo Alcatel Cavi, anche in controtendenza rispetto all'andamento medio del mercato. Nel periodo di validità dell'offerta i prezzi hanno subito movimenti erratici, ai quali si è accompagnato una leggera contrazione dei volumi scambiati. Nel periodo successivo al termine dell'offerta, a fronte di un notevole rarefarsi delle quantità scambiate, le variazioni dei corsi, negative in molti casi, sono risultate tutte inferiori al trend dell'indice MIB, risultato peraltro più che positivo. A detto andamento hanno fatto comunque eccezione i titoli Alcatel Cavi, sia ordinari e sia di risparmio, che in tale periodo si sono invece apprezzati rispettivamente del 30,6% e del 55,3%, nonostante l'OPA si fosse chiusa con un elevatissimo numero di adesioni e sul mercato non fosse rimasto che un flottante

dell'1,82% dei titoli ordinari e del 3,67% dei titoli di risparmio. Questo fenomeno, peraltro, è stato probabilmente favorito dalle posizioni di scoperto sui titoli, che nel periodo hanno dovuto trovare le rispettive ricoperture. Nel corso dell'intero anno comunque, a fronte di alcuni titoli che hanno registrato ottime performances (Valeo +42,92%, Worthington +31,06%, Alcatel risparmio +25,73%, Finanziaria Agroindustriale risparmio +11,45%, Ausiliare +4,20%, Pierrel risparmio +1,48%) altri invece sono risultati piuttosto penalizzati, anche a causa delle pronunciate perdite registrate precedentemente al lancio delle offerte (Alcatel Cavi ordinaria -2,20%, Finanziaria Agroindustriale -7,31%, Pierrel ordinaria -8,28%). Per quanto concerne la movimentazione totale prodotta sul mercato, si può infine rilevare che l'insieme delle offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio ha complessivamente interessato un quantitativo di titoli per un controvalore di circa 1.024 miliardi di lire e che, successivamente alla chiusura delle operazioni, il flottante residuo, per tutti i titoli oggetto delle stesse offerte pubbliche, è risultato in controvalore di circa 82 miliardi di lire.

In relazione alle operazioni che hanno sancito il passaggio di pacchetti di controllo è inoltre da segnalare, nel mese di febbraio, l'acquisto da parte del gruppo Caltagirone della partecipazione di maggioranza detenuta dall'IRI nella Cementir, terzo produttore italiano di cemento. La vendita, eseguita ad un



prezzo di 480 miliardi, individuava un corrispondente valore di 5.400 lire per azione, superiore del 100% al relativo valore di borsa. L'operazione, eseguita pochi giorni prima dell'entrata in vigore della legge sulle offerte pubbliche di acquisto, non è stata giudicata molto positivamente da parte del mercato e, seppure preceduta da un'intensa attività sul titolo e da un deciso rialzo dei corsi, non ha comunque prodotto alcun effetto positivo sulla performance definitiva delle quotazioni, che nell'anno hanno evidenziato una variazione negativa del 48,25%. Precedente alla nuova disciplina sui passaggi di controllo di società quotate è anche l'accordo con il quale, in marzo, il gruppo Uno Holding e il gruppo Cameli, attraverso l'acquisizione dall'Eurobelge della Compagnie de Participations Chimiques, hanno ottenuto, indirettamente, la partecipazione di maggioranza (52,28%) nella società Unipar. L'evento non ha avuto alcun riflesso sul corso del titolo, che nell'anno ha evidenziato una variazione ampiamente negativa.

Diverso impatto sul corso del titolo Buton ha prodotto, invece, l'accordo, concluso in novembre, tra la famiglia Sassoli De Bianchi ed il gruppo inglese Grand Metropolitan per la cessione del 34,9% della società. Il passaggio del pacchetto, al quale ha fatto seguito, nel gennaio del 1993, la cessione agli inglesi dell'intero capitale della BIF, holding di famiglia controllante della stessa Buton, ha determinato nell'anno un incremento dei corsi del corrispondente titolo quotato del 38,85%.

Tra le operazioni societarie effettuate nella prima parte del 1992 ha assunto, senza alcun dubbio, una posizione di rilievo la costituzione della nuova Banca di Roma, primo grande polo bancario italiano nato dalla fusione per incorporazione del Banco di Roma nel Banco di Santo Spirito, già unitosi alla Cassa di Risparmio di Roma.

La fusione, ufficializzata dai consigli di amministrazione delle società alla fine del mese di febbraio, non ha provocato effetti permanenti sulla performance dei titoli, determinando soltanto un riallineamento delle quotazioni ai livelli espressi dal rapporto di cambio stabilito.

Altra nuova banca ammessa al listino ufficiale nell'anno, è la Banca Popolare di Bergamo - Credito Varesino, prima banca popolare quotata al listino ufficiale e nata dalla fusione per incorporazione del Credito Varesino, già quotato al listino ufficiale, nella controllante Banca Popolare di Bergamo, già ammessa alla negoziazione al mercato ristretto. L'operazione, preceduta da alcune indiscrezioni, ha avuto un leggero riflesso sulla movimentazione del titolo; le variazioni dei corsi, comunque, sono risultate convergenti verso il rapporto di cambio stabilito dai rispettivi consigli di amministrazione. Stesso impatto sul mercato ha avuto la fusione tra le società Alenia, Elsag e Finmeccanica, quest'ultima nata dalla fusione per incorporazione della vecchia Finmeccanica, partecipata dall'IRI, nella Sifa, società già quotata al mercato ufficiale. Da

segnalare al riguardo, come fatto inconsueto, che dopo la divulgazione del rapporto di cambio e nonostante esistesse rispetto a questo ancora una differenza tra i valori dei titoli, l'ulteriore adeguamento si è prodotto solo a distanza di alcuni giorni, a causa del rarefarsi degli scambi avvenuto in concomitanza delle vacanze natalizie.

Altra importante operazione di fusione avvenuta nel corso del 1992 è sicuramente l'incorporazione della società Ausonia nella società La Previdente, inserita in un contesto di ristrutturazione del gruppo Fondiaria, che prevedeva anche la contemporanea acquisizione da parte della società La Previdente del ramo auto dalla società Latina e la cessione alla seconda del ramo vita della prima. Nonostante l'operazione fosse studiata per dare al gruppo una dimensione più adeguata e tale da favorirne il successivo sviluppo, il mercato non si è mostrato animato da benevole aspettative e i titoli interessati hanno, di conseguenza, chiuso l'anno tutti con rilevanti perdite. Non si è rivelato migliore, in termini di impatto sul mercato, il piano di ristrutturazione avviato dal gruppo Pirelli. La decisione di procedere ad un aumento di capitale, la dismissione di aziende non strategiche (Superga) e le forti perdite registrate l'anno precedente a causa della mancata acquisizione del controllo della società tedesca Continental hanno ridotto di molto l'interesse sui titoli del gruppo.

Oltre alle operazioni di fusione e ristrutturazione sopra descritte, nel corso del 1992 si sono verificati altri

importanti avvenimenti societari. Fra questi vanno senz'altro segnalati gli accordi intercorsi tra alcuni grandi gruppi italiani ed altri importanti gruppi di livello internazionale. Al riguardo è da considerarsi rilevante l'intesa raggiunta in maggio tra la Fiat S.p.A., alla ricerca di nuovi spazi di crescita, e il governo polacco per la costituzione di una società controllata al 90% dagli italiani nella quale far confluire le attività automobilistiche della società polacca FSM. L'accordo, che ha dato vita al primo polo industriale europeo costituito dalla Fiat, implicando nel breve periodo investimenti per oltre 2.400 miliardi, ha avuto un'influenza positiva sul corso del corrispondente titolo esauritasi nel giro di pochi giorni. Il titolo Fiat, comunque, anche a seguito del forte calo di vendite di auto verificatosi nell'anno, ha perso nel 1992 circa il 15% del suo valore, toccando nel mese di settembre il minimo di 3.385 lire. Per il gruppo Agnelli nel suo complesso, bisogna fare cenno, inoltre, alla vicenda relativa alla società francese Exxor, a sua volta controllante della casa produttrice di acque minerali Perrier, conclusasi, dopo lunghe trattative, con l'assegnazione del settore immobiliare alla Ifint e della Perrier alla Nestlé, alla cessione, avvenuta in luglio, della partecipazione posseduta dalla Fidis nella società Alcatel Italia (circa 25% del capitale sociale) per un prezzo vicino ai 1.100 miliardi e all'acquisizione da parte dell'Ifil, in maggio, di una partecipazione del 2% del capitale della società francese Accor.

Anche tali fatti, tuttavia, pur destando qualche interesse sui relativi titoli del gruppo nel momento del loro annuncio non sono riusciti ad esercitare effetti stabili sui prezzi, risultati a fine anno decisamente penalizzati (Ifi priv. -35,31%; Fidis - 42,57%; Ifil -8,82%).

Altri importanti eventi verificatisi nell'anno sono stati senza dubbio la sottoscrizione del memorandum d'intesa, avvenuta a settembre, tra il gruppo Montedison ed il gruppo Royal Dutch Shell per la costituzione di una joint venture nel settore delle plastiche; l'impegno assunto dalla Digital in giugno, per l'acquisizione del 10% del capitale della società Olivetti, parte dal gruppo Cir e parte direttamente sul mercato; e l'accordo raggiunto dall'Olivetti stessa con la Mc Donald's, nel mese di maggio, per la fornitura di sistemi integrati per un valore di 300 milioni di dollari. Nonostante la vocazione all'internazionalizzazione mostrata da questi gruppi, e a parte i contenuti riflessi sulle quantità scambiate e sulle quotazioni in prossimità dell'annuncio degli accordi, questi eventi non hanno inciso sulle performances definitive dei rispettivi titoli nell'anno, riconfermando quanto sopra rilevato a proposito dell'insensibilità mostrata in genere dal mercato ai fatti societari.

Al fine di tracciare un quadro completo degli eventi accaduti nel 1992 occorre, inoltre, fare menzione anche delle numerose operazioni di cessione e acquisizione di partecipazioni, aziende e rami di aziende operate da parte di società quotate. Al

riguardo va segnalato innanzitutto l'acquisto da parte dell'Italcementi della partecipazione di maggioranza nella società francese Ciments Français per un importo di circa 1.400 miliardi di lire. L'accordo, preceduto da consistenti vendite del titolo italiano, il notevole impegno finanziario richiesto per esso (collegato a questa operazione è l'aumento di capitale sopra menzionato), la successiva scoperta di ammanchi nel bilancio della società francese e la crisi del settore hanno, comunque, condizionato pesantemente la performance del titolo (nell'anno -61,54%).

Sono riuscite ad attivare una certa movimentazione in borsa, senza però esercitare effetti stabili sulle quotazioni, l'acquisto della Centrale del latte di Genova, per un valore di 21,2 miliardi, da parte della Parmalat Finanziaria, che comunque ha incrementato il suo valore nell'anno del 14,01%; l'acquisto del settore biancheria per la casa dell'Eliolona da parte del Gruppo Zucchi e l'acquisto, da parte della Standa, del 60% circa di trentacinque società del gruppo Essebi Supermercati-Brianzoli per un investimento complessivo di 220 miliardi. Negli ultimi quattro mesi dell'anno, tuttavia, la diffusione di voci sulla probabile realizzazione di poli nella grande distribuzione, che avrebbero dovuto coinvolgere, in modo diverso, Standa, Rinascente e GS/Autogrill del gruppo SME, ha esercitato un'influenza positiva sull'andamento delle quotazioni e dei volumi scambiati sia del titolo Standa, che ha recuperato parte del valore perduto

nei primi mesi dell'anno, e sia del titolo Rinascente che si è invece apprezzato nell'anno del 25,60%.

Tra gli eventi di maggior peso verificatisi nella seconda parte del 1992 si possono, inoltre, ricordare l'acquisto da parte della Stet della società Finsiel, ceduta dall'IRI per 700 miliardi e la decisione presa dalla società Gemina e dalle banche popolari venete di voler procedere alla vendita delle loro partecipazioni, pari rispettivamente al 12,7% e al 13,57%, detenute nel Banco Ambrosiano Veneto. Per quanto concerne la società Stet, il mercato ha mostrato subito di non gradire l'operazione. L'annuncio dell'acquisto infatti ha provocato un'immediata variazione negativa del corso del titolo, parzialmente recuperata a fine anno. Per il Banco Ambrosiano Veneto, invece, la probabilità che ai prospettati trasferimenti delle quote di capitale potesse seguire la ridefinizione dei rapporti di forza nel patto di sindacato titolare del controllo della società, ha prodotto una leggera tensione sul corrispondente titolo. Negli ultimi quattro mesi dell'anno infatti, in un contesto borsistico più favorevole, il titolo ha mostrato una buona performance recuperando parte del valore perso precedentemente.

Particolare attenzione ha destato, nel corso dell'anno, l'annuncio di sensazionali accordi, poi successivamente smentiti, e la pubblicazione di notizie riguardanti progetti societari mai elaborati. E' il caso delle dichiarazioni rilasciate, nel mese di gennaio, dal gruppo Gennari in merito alla definizione di un

accordo per l'acquisto del pacchetto di maggioranza della società Bonifiche Siele, tra l'altro controllante della Banca Nazionale dell'Agricoltura, e alle indiscrezioni stampa, circolate in agosto, su una presunta offerta di Mediobanca, per conto di un pool d'imprenditori, per l'acquisto per contanti a fermo della partecipazione di maggioranza detenuta dall'IRI nella Banca Commerciale Italiana. La diffusione di queste notizie ha immediatamente determinato un sostenuto incremento delle quotazioni e dei volumi scambiati, rispettivamente nel primo caso, per i titoli Bonifiche Siele, Banca Nazionale dell'Agricoltura e Interbanca, sospesi dalla quotazione in attesa di chiarimenti, e nel secondo caso per i titoli della Banca Commerciale Italiana. Peraltro, le successive e decise smentite fornite dalle parti interessate hanno permesso di ristabilire in tempi brevi la regolarità delle negoziazioni.

Tra gli eventi di natura extra-aziendale che hanno caratterizzato il trascorso anno, occorre inoltre segnalare, per il forte impatto registrato sul mercato, l'indagine avviata dalla Procura della Repubblica di Milano, e successivamente estesa in tutto il paese, su ipotesi di reato nell'ambito delle procedure di assegnazione dei pubblici appalti. I procedimenti penali iniziati verso la metà dell'anno nei confronti di alti responsabili del gruppo Ligresti e delle società Cogefar-Impresit e Ferrovie Torino Nord hanno infatti prodotto, a partire da tale data, un forte deprezzamento dei corsi dei corrispondenti titoli;



si segnala al riguardo: Cogefar-Impresit -24,8%, Ferrovie Torino-Nord -59,9%, e, per il gruppo Ligresti, Grassetto -45,9% e Premafin Finanziaria -55,9%.

Nel 1992 l'andamento delle quotazioni di un'ampia categoria di titoli è stato, comunque, fortemente condizionato dall'indirizzo di politica economica espresso dal nuovo Governo, convinto sostenitore della necessità di procedere alla privatizzazione di alcune aziende pubbliche al fine di ricostituire adeguati livelli di efficienza all'interno di specifici settori industriali e di reperire fondi da destinare alla copertura del fabbisogno dello Stato. Determinante al riguardo è stata la decisione presa nella prima decade del mese di settembre dal Consiglio dei Ministri di procedere alla cessione del Credito Italiano e del Nuovo Pignone. A partire da tale data infatti, in un contesto di ritrovato interesse per la generalità dei titoli riconducibili alle partecipazioni statali, si è prodotta un'intensa movimentazione soprattutto sul Credito Italiano, Nuovo Pignone, Banca Commerciale Italiana, Assitalia, Saipem e Alitalia, che tra fasi alterne, dovute anche a fughe di notizie riservate e successive smentite, hanno chiuso l'anno con variazioni positive comprese tra il 5% e il 50%. Il più premiato tra i candidati alle dismissioni è risultato, il titolo SME che, sostenuto dalla disponibilità ripetutamente mostrata da molti all'acquisto delle aziende del gruppo, ha realizzato nell'anno la migliore performance del listino (+ 79,84%).

E' opportuno segnalare, infine, che al di là dell'influenza

di fatti straordinari, il mercato ha selezionato e premiato anche alcune società che presentavano un buon andamento gestionale e buone prospettive reddituali. Tra queste si evidenziano le società Danieli (+36,46%), Marangoni (+28,13%) e Benetton (+30,49%), quest'ultima, tra l'altro, ampiamente favorita nelle esportazioni dalla svalutazione della lira.

In questo contesto le quotazioni delle azioni di risparmio hanno avuto in media una performance peggiore dell'andamento dei corsi delle azioni ordinarie: l'indice complessivo del settore infatti ha registrato una variazione negativa del 22,45%; il 28% delle azioni di risparmio ha evidenziato ribassi superiori al 40% e quasi i tre quarti dei titoli di risparmio hanno avuto un andamento peggiore delle corrispondenti azioni ordinarie.

L'andamento decisamente negativo delle azioni di risparmio del 1992 ha sensibilmente aumentato lo scostamento tra queste e le azioni ordinarie. Meno del 2% delle azioni di risparmio ha infatti presentato uno scostamento inferiore al 20% (più del 40% a fine 1991) mentre il 75% circa ha evidenziato scostamenti superiori al 50%.

### 3.3 Le operazioni dei gruppi

Sin dal 1987, la Consob aveva ritenuto necessario disporre di informazioni tempestive sugli interventi effettuati dai gruppi sui valori mobiliari quotati emessi da società da loro direttamente o indirettamente controllate. Conseguentemente con

le delibere 2446 del 1° ottobre 1986 e 2681 del 28 gennaio 1987, al fine di verificare la regolarità dell'andamento dei mercati, è stato istituito un sistema di rilevazione delle operazioni aventi ad oggetto azioni quotate in borsa o ammesse alle negoziazioni nel mercato ristretto effettuate da o per ordine della società emittente ovvero di società che la controllano o sono da queste ultime controllate.

L'opportunità di realizzare tale sistema era all'epoca motivata anche dall'esigenza di quantificare il peso di una componente del mercato (i gruppi) alla cui attività spesso si faceva riferimento per spiegare gli andamenti dei corsi dei titoli. In effetti, l'esame delle comunicazioni pervenute nel periodo 1987-1992 ha evidenziato una attività di rilievo dei gruppi sui propri titoli azionari quotati (Tavole B.3.2, B.3.3, B.3.4 e B.3.5).

La successiva evoluzione della normativa italiana, in particolare quella relativa alla repressione dell'insider trading e della manipolazione, ha reso ancor più stringente questa necessità informativa dell'organo di controllo del mercato ed anzi, ha riconosciuto anche l'opportunità che la Consob richieda ai soggetti capigruppo la diffusione delle informazioni in materia che abbiano un interesse per gli azionisti, i risparmiatori e, più in generale, per il mercato. Tra queste informazioni certamente trovano posto quelle relative alle operazioni effettuate dai gruppi sul mercato.

Pertanto nel "Regolamento di attuazione degli articoli 6 e 7

## Tavola B.3.2

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

	N. segnalazioni	N. titoli	Controvalore (miliardi di lire)
1987	22 015	401	10 870
1988	24 487	372	11 229
1989	17 846	357	12 853
1990	15 417	342	10 625
1991	17 123	328	14 017
1992	17 928	307	6 734

*Acquisti*

	N. segnalazioni	N. titoli	Controvalore (miliardi di lire)
1987	14 411	211	6 762
1988	16 151	199	5 706
1989	9 814	181	6 484
1990	9 526	174	5 605
1991	11 628	179	9 900
1992	12 178	165	3 337

*Vendite*

	N. segnalazioni	N. titoli	Controvalore (miliardi di lire)
1987	7 604	190	4 108
1988	8 336	173	5 523
1989	8 032	176	6 369
1990	5 891	168	5 020
1991	5 495	149	4 117
1992	5 750	142	3 397

## Tavola B.3.3

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

*Totale operazioni*

	N. segnalazioni		N. titoli	Controvalore	
		% sul totale		miliardi di lire	% sul totale
1987	21 774	98.9%	390	2 289	21.1%
1988	24 171	98.7%	350	2 751	24.5%
1989	17 279	96.8%	326	3 153	24.5%
1990	14 917	96.8%	318	3 055	28.8%
1991	16 822	98.2%	305	2 001	14.3%
1992	17 692	98.7%	279	1 159	17.2%

*Acquisti*

	N. segnalazioni -		N. titoli	Controvalore	
		% sul totale		miliardi di lire	% sul totale
1987	14 293	99.2%	205	1 527	22.6%
1988	15 991	99.0%	188	1 763	30.9%
1989	9 486	96.7%	163	1 716	26.5%
1990	9 235	96.9%	165	1 858	33.1%
1991	11 455	98.5%	168	1 356	13.7%
1992	12 045	98.9%	151	766	23.0%

*Vendite*

	N. segnalazioni		N. titoli	Controvalore	
		% sul totale		miliardi di lire	% sul totale
1987	7 481	98.4%	185	762	18.5%
1988	8 180	98.1%	162	988	17.9%
1989	7 793	97.0%	163	1 437	22.6%
1990	5 682	96.5%	153	1 197	23.8%
1991	5 367	97.7%	137	645	15.7%
1992	5 647	98.2%	128	393	11.6%

## Tavola B.3.4

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

*Totale operazioni*

	N. segnalazioni medie giornaliere	Controvalore medio per dichiarazione (milioni di lire)	Controvalore segnalato su scambi di Milano %
1987	87	494	25.9%
1988	97	459	27.2%
1989	71	720	24.1%
1990	61	689	21.0%
1991	68	819	45.7%
1992	70	376	19.4%

*Acquisti*

	N. segnalazioni medie giornaliere	Controvalore medio per dichiarazione (milioni di lire)	Controvalore segnalato su scambi di Milano %
1987	57	469	16.1%
1988	64	353	13.8%
1989	39	661	12.1%
1990	38	588	11.1%
1991	46	851	32.3%
1992	48	274	9.6%

*Vendite*

	N. segnalazioni medie giornaliere	Controvalore medio per dichiarazione (milioni di lire)	Controvalore segnalato su scambi di Milano %
1987	30	540	9.8%
1988	33	663	13.4%
1989	32	793	11.9%
1990	23	852	9.9%
1991	22	749	13.4%
1992	23	591	9.8%

## Tavola B.3.5

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

*Totale operazioni*

	N. segnalazioni medie giornaliere	Controvalore medio per dichiarazione (milioni di lire)	Controvalore segnalato su scambi di Milano %
1987	86	105	5.5%
1988	96	114	6.7%
1989	69	182	5.9%
1990	59	205	6.0%
1991	67	119	5.5%
1992	69	66	3.3%

*Acquisti*

	N. segnalazioni medie giornaliere	Controvalore medio per dichiarazione (milioni di lire)	Controvalore segnalato su scambi di Milano %
1987	56	107	3.6%
1988	63	110	4.3%
1989	38	181	3.2%
1990	37	201	3.7%
1991	46	118	4.4%
1992	47	64	2.2%

*Vendite*

	N. segnalazioni medie giornaliere	Controvalore medio per dichiarazione (milioni di lire)	Controvalore segnalato su scambi di Milano %
1987	29	102	1.8%
1988	32	121	2.4%
1989	31	184	2.7%
1990	23	211	2.4%
1991	21	120	2.1%
1992	22	70	1.1%

della legge 17 maggio 1991, n. 157" (cosiddetto regolamento sull'*insider trading*) è stato posto in capo ai soggetti capigruppo di un gruppo al quale appartengono valori mobiliari quotati l'obbligo di informare la Consob delle operazioni effettuate dai soggetti appartenenti al gruppo stesso, ovvero da soggetti da essi appositamente incaricati, aventi ad oggetto tali valori mobiliari.

Poiché il sistema informativo delineato dalla sopracitata delibera 2681 non era pienamente allineato al disposto del regolamento sull'*insider trading*, nel corso del 1992 è stata elaborata una nuova disciplina formalizzata poi nella delibera 6761 del 7 gennaio 1993.

La nuova disciplina, pertanto, prevede la seguente serie di disposizioni:

- 1) L'obbligo a carico dei soggetti capigruppo di un gruppo cui appartengono emittenti valori mobiliari quotati di comunicare le operazioni a contanti, a termine ed a premio effettuate su tali valori mobiliari o diritti di opzione ad essi relativi effettuate dagli emittenti o da altri soggetti appartenenti al gruppo per proprio conto o per conto di altri soggetti appartenenti al gruppo medesimo ovvero da soggetti interposti, appositamente incaricati da soggetti appartenenti al gruppo stesso. Al fine di non rendere eccessivamente gravoso l'onere di comunicazione per i capigruppo, è stata prevista la possibilità che le comunicazioni siano effettuate



direttamente dai soggetti che pongono in essere le operazioni su delega del soggetto capogruppo.

- 2) L'esenzione dall'obbligo di comunicazione delle operazioni effettuate sulle obbligazioni quotate (ad eccezione di quelle convertibili).
- 3) L'esenzione dall'obbligo di comunicazione delle operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari effettuate nell'esercizio dell'attività di gestione di patrimoni dalle società di gestione di fondi comuni di investimento mobiliare, dalle SICAV, dalle società fiduciarie nonché dalle società di intermediazione mobiliare e dalle aziende ed istituti di credito autorizzati allo svolgimento dell'attività di gestione. L'esenzione è giustificata dal fatto che le società di gestione dei fondi comuni sono già assoggettate ad un obbligo di comunicazione delle operazioni effettuate nell'ambito dell'attività di gestione sui titoli emessi da soggetti appartenenti al gruppo cui appartiene la stessa società di gestione (art. 44 del regolamento disciplinante l'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare approvato dalla Consob con delibera 5387 del 2.7.1991). Per quanto riguarda gli altri soggetti autorizzati all'attività di gestione si è ritenuto opportuno non appesantire l'attività di intermediazione con ulteriori oneri di segnalazione anche in considerazione del disposto degli art. 33 e 34 del citato regolamento che prevede limiti all'acquisto, per conto della clientela, di titoli emessi da

soggetti collegati da rapporti di gruppo agli intermediari stessi.

- 4) Il recepimento, ai fini dell'applicazione dell'obbligo di comunicazione, della definizione di rapporto di controllo adottata nel regolamento sull'*insider trading*.
- 5) L'obbligo di comunicazione per tutte le operazioni effettuate dai soggetti di cui al punto 1 sui valori mobiliari emessi da soggetti appartenenti al gruppo ad eccezione delle operazioni effettuate tra soggetti appartenenti allo stesso gruppo ed eseguite fuori dei mercati regolamentati, le operazioni di acquisto o di sottoscrizione effettuate esercitando diritti di acquisto o sottoscrizione inclusi i diritti di opzione, le operazioni conseguenti l'esercizio della facoltà di ritirare o consegnare rinveniente da precedenti operazioni a premio, le operazioni di riporto.
- 6) Modalità differenziate di comunicazione per le operazioni a contanti e a termine fisso e per le operazioni a termine a premio.
- 7) L'obbligo a carico dei soggetti di cui al punto 1 di informare il pubblico delle operazioni effettuate complessivamente dal gruppo, in ciascun mese, sui valori mobiliari quotati emessi da società appartenenti al gruppo stesso qualora il quantitativo di ciascuna categoria di valori mobiliari negoziati nello stesso mese ecceda il 25% del quantitativo medio scambiato mensilmente nel semestre

precedente nel mercato regolamentato. Le informazioni da rendere pubbliche riguardano rispettivamente i quantitativi acquistati e venduti ed il numero di operazioni effettuate distinguendo tra operazioni a termine fisso ed operazioni a termine a premio. I dati aggregati sulle operazioni del mese dovrebbero essere comunicati entro i primi cinque giorni lavorativi del mese solare successivo a quello in cui si è verificato il superamento del limite.

Si può notare, comunque, che i nuovi obblighi informativi proposti rappresentano sostanzialmente una razionalizzazione di obblighi già esistenti e non dovrebbero costituire un aggravio per i soggetti all'obbligo.

Infine, mentre il sistema di rilevazione delle operazioni dei gruppi delineato dalla delibera 2681 non prevedeva un regime sanzionatorio specifico in caso di violazione degli obblighi di comunicazione, la nuova disciplina sarebbe sanzionata ai sensi dell'art. 7 della legge 157/91.

Sin qui si è detto dell'aspetto della regolamentazione dell'attività dei gruppi sui propri valori mobiliari quotati concernente l'imposizione di obblighi informativi. Nel corso del 1992 hanno trovato attuazione anche norme che regolano l'attività dei gruppi da un punto di vista sostanziale, imponendo, cioè, la tenuta di determinati comportamenti quando operano sul mercato.

Una giustificazione per una regolamentazione più incisiva degli interventi dei gruppi sui propri titoli può essere trovata nella considerazione che se in generale l'attività dei gruppi sul

mercato è volta a ridurre la volatilità dei titoli e, quindi, ha tendenzialmente un effetto positivo (stabilizzazione), tuttavia, in determinate circostanze può essere finalizzata ad indirizzare il corso dei titoli (ad esempio al fine di favorire l'esecuzione di un'operazione sul capitale). In questi casi l'imposizione di soli obblighi informativi può avere un'efficacia limitata.

Di questa considerazione sembra aver tenuto conto la legge 12 febbraio 1992, n. 149, "Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio" che agli art. 6, comma 4, e 12, comma 1, pur limitandosi a regolare i soli casi in cui sia pendente un'offerta pubblica, ha affrontato il tema della necessità di una regolamentazione sostanziale dell'attività degli emittenti (e dei gruppi cui questi appartengono) sui titoli quotati da essi stessi emessi. In particolare il comma 4 dell'art.6 della citata legge attribuisce alla Consob il potere di definire, in un apposito regolamento, le regole che le società offerenti, le società del gruppo ed i membri del consorzio di collocamento devono osservare nell'operare sul mercato secondario dei titoli oggetto del collocamento nel periodo dell'offerta ed in quelli precedenti e susseguenti al fine di garantire la massima trasparenza delle operazioni. Tale regolamento è stato poi adottato dalla Consob con la delibera 6237 del 3 giugno 1992. In esso sono previsti specifici limiti e condizioni alla effettuazione delle operazioni di compravendita sui titoli oggetto del collocamento; il titolo terzo del provvedimento è

di dedicato agli obblighi informativi (sia preventivi che successivi alle operazioni).

L'art. 12, comma 1, della legge 149/92, inoltre, sancisce l'obbligo per le società con azioni quotate in borsa di effettuare gli acquisti di azioni proprie in borsa alla chiamata di chiusura.

Infine la Consob, pur non avendo il potere di imporre ai gruppi un obbligo generale di osservare determinate regole di comportamento quando operano sui valori mobiliari quotati emessi da società appartenenti al gruppo stesso in momenti in cui non sia in corso ovvero imminente o appena conclusa un'offerta al pubblico, ha ritenuto opportuno intervenire da un punto di vista sostanziale con la raccomandazione BOR/RM/92005334 del 23 luglio 1992 avente ad oggetto "Pratiche di stabilizzazione dei corsi dei valori mobiliari ammessi in borsa e nel mercato ristretto".

In tale raccomandazione la Commissione, riconoscendo gli effetti positivi delle pratiche di stabilizzazione dei corsi, se effettuate entro certi limiti ed a certe condizioni, ha invitato gli emittenti e i soggetti appartenenti allo stesso gruppo degli emittenti ad operare sui propri titoli o su titoli emessi da società appartenenti allo stesso gruppo per quantitativi mensili non superiori al 25% di quanto mediamente trattato in ciascuno dei sei mesi precedenti ed a prezzi in controtendenza. Pur trattandosi di una disposizione non avente contenuto obbligatorio appare opportuno poterne verificare, in qualche misura, il rispetto; ciò rafforza, pertanto, l'esigenza della Consob di

avere un adeguato strumento informativo sull'attività dei gruppi sui titoli emessi da società che di essi fanno parte.

#### 3.4 Il mercato dei blocchi

Il mercato dei blocchi è stato regolamentato con delibera 5552 del 14 novembre 1991, entrata in vigore dal 5 gennaio 1992, disciplinante la negoziazione di valori mobiliari fuori dai mercati regolamentati. Tale regolamento ha trovato la sua fonte nell'articolo 6, comma 2, della legge 157/1991 e nell'articolo 11 della legge 1/1991; infatti il mercato dei blocchi costituisce una delle due deroghe al principio della concentrazione, sancito dall'articolo 11 della legge 1/1991, delle negoziazioni sui mercati regolamentati.

La ragione dell'esistenza di tale mercato si fonda sulla circostanza che se i blocchi fossero eseguiti sul mercato potrebbero aumentarne il grado di volatilità.

In questo primo anno di operatività, sul mercato dei blocchi sono stati conclusi oltre 3000 contratti. La loro distribuzione durante l'anno risulta essere, eccetto il periodo maggio-luglio, sostanzialmente uniforme. Una parziale spiegazione all'andamento anomalo dei mesi estivi va ricercata nella effettuazione di operazioni ispirate da finalità di *dividend washing*, la cui utilità dovrebbe però in futuro essere vanificata dalle disposizioni della legge 429/92.

Nel periodo in esame sono stati effettuati contratti su

blocchi, aventi ad oggetto azioni, per un controvalore di poco inferiore a 10.000 miliardi di lire, a fronte di un controvalore di circa 34.600 miliardi scambiato complessivamente sul mercato ufficiale.

Avendo preso come riferimento delle fasce di controvalore i contratti, raggruppati su base annua, risultano suddivisi (tav. B.3.6) secondo le seguenti percentuali: il 24% corrisponde a blocchi con controvalore inferiore a 500 milioni; il 28% a blocchi con controvalore compreso tra 500 milioni e 1 miliardo; il 36% a blocchi con controvalore compreso tra 1 miliardo e 5 miliardi e l'11% a blocchi con controvalore superiore a 5 miliardi. Tale ultima fascia ha raddoppiato la sua incidenza in corrispondenza del periodo tra aprile e agosto, periodo che comprende quello in cui il numero dei contratti su blocchi è sensibilmente aumentato rispetto alla media annua.

Circa l'80% dei contratti ha interessato un quantitativo di titoli inferiore al 10% del corrispondente capitale sociale, mentre solo due contratti hanno riguardato più del 50% dei titoli emessi dalle singole società.

Di notevole interesse è il fatto che circa l'88% dei contratti sia stato concluso con uno scostamento di prezzo, rispetto a quello di mercato inferiore al 5%, mentre solo il 5% dei contratti presentava tale scostamento superiore al 10%.

### 3.5. Le operazioni allo scoperto

Dall'analisi dei dati delle operazioni allo scoperto, come si

Tavola B.3.6

## BORSA VALORI DI MILANO MERCATO DEI BLOCCHI - 1992

	CONTRATTI		CONTRATTI CLASSIFICATI PER CONTROVALORE								VALORE MEDIO MIB CORR.
			INFER. A 500 MILIONI		TRA 0,5 E 1 MILIARDO		TRA 1 E 5 MILIARDI		SUPER. A 5 MILIARDI		
	NUMERO	% TOT	NUMERO	% MESE	NUMERO	% MESE	NUMERO	% MESE	NUMERO	% MESE	
GENNAIO	60	1.9%	23	38.3%	23	38.3%	13	21.7%	1	1.7%	1055
FEBBRAIO	162	5.2%	54	33.3%	61	37.7%	39	24.1%	8	4.9%	1063
MARZO	188	6.0%	69	36.7%	67	35.6%	44	23.4%	8	4.3%	1005
APRILE	186	6.0%	55	29.6%	59	31.7%	55	29.6%	17	9.1%	993
MAGGIO	594	19.1%	140	23.6%	142	23.9%	215	36.2%	97	16.3%	962
GIUGNO	422	13.5%	74	17.5%	104	24.6%	172	40.8%	72	17.1%	939
LUGLIO	722	23.2%	141	19.5%	174	24.1%	296	41.0%	111	15.4%	834
AGOSTO	58	1.9%	18	31.0%	18	31.0%	16	27.6%	6	10.3%	793
SETTEMBRE	151	4.8%	58	38.4%	30	19.9%	58	38.4%	5	3.3%	724
OTTOBRE	163	5.2%	42	25.8%	67	41.1%	49	30.1%	5	3.1%	790
NOVEMBRE	239	7.7%	49	20.5%	91	38.1%	87	36.4%	12	5.0%	889
DICEMBRE	171	5.5%	28	16.4%	52	30.4%	82	48.0%	9	5.3%	824
<b>TOTALE</b>	<b>3 116</b>	<b>100.0%</b>	<b>751</b>	<b>24.1%</b>	<b>888</b>	<b>28.5%</b>	<b>1 126</b>	<b>36.1%</b>	<b>351</b>	<b>11.3%</b>	

Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano



Tavola B.3.7

## BORSA VALORI DI MILANO OPERAZIONI ALLO SCOPERTO - 1992

	CONTROVALORE MEDIO GIORNALIERO					VALORE MEDIO MIB CORR.
	LISTINO	OPERAZ. ALLO SCOPERTO		OPERAZ. DI RICOPERTURA		
	(miliardi di lire)	(miliardi di lire)	%	(miliardi di lire)	%	
GENNAIO	114.9	3.3	2.87%	2.7	2.35%	1055
FEBBRAIO	112.0	4.8	4.29%	3.8	3.39%	1063
MARZO	88.2	9.9	11.22%	5.5	6.24%	1005
APRILE	88.2	5.0	5.67%	4.0	4.54%	993
MAGGIO	121.9	5.2	4.27%	5.1	4.18%	962
GIUGNO	101.0	5.2	5.15%	4.9	4.85%	939
LUGLIO	130.1	8.1	6.23%	8.3	6.38%	834
AGOSTO	71.9	5.2	7.23%	4.9	6.82%	793
SETTEMBRE	122.8	7.6	6.19%	6.6	5.37%	724
OTTOBRE	203.5	8.8	4.32%	6.4	3.14%	790
NOVEMBRE	288.7	7.7	2.67%	7.9	2.74%	889
DICEMBRE	192.9	7.1	3.68%	6.8	3.53%	824

Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Mil

può vedere dalla tavola B.3.7 che ne riporta l'andamento medio giornaliero, si può ricavare una certa costanza di andamento, sia pur con una notevole pressione speculativa al ribasso nel mese di marzo (graf. B.3.6).

Il periodo in esame può essere suddiviso in tre sottoperiodi. Da gennaio a febbraio, con un mercato sostanzialmente in crescita (il giorno 6 febbraio l'indice MIB corrente toccava il suo massimo a quota 1087), l'incidenza delle operazioni allo scoperto è stata di circa 4 miliardi al giorno, il 3% del controvalore degli scambi presso la borsa valori di Milano.

Nel periodo marzo-settembre '92, caratterizzato da una forte depressione del mercato e da una contrazione del volume degli scambi, la pressione al ribasso ha trovato conferma nell'aumento delle operazioni allo scoperto, che sono passate ad un controvalore medio giornaliero di circa 6,5 miliardi (poco più del 6,5% dello scambiato). In tale periodo è da evidenziare la punta avutasi nel mese di marzo in cui, a fronte della repentina caduta del mercato (si è passati da un controvalore medio giornaliero di 112 miliardi del mese di febbraio ad uno di circa 88 miliardi, con l'indice MIB corrente che nei primi 15 giorni ha perso circa 50 punti), si è avuto un aumento delle operazioni allo scoperto, che hanno praticamente raddoppiato il loro impatto, in termini assoluti, triplicandolo, invece, in termini percentuali.

Nell'ultimo trimestre del '92, infine, a fronte di una ripresa del mercato si è avuta una riduzione dell'incidenza media delle operazioni allo scoperto sul totale degli scambi: il rapporto è infatti sceso di nuovo a circa il 3,5% (graf. B.3.7).

Ciò che si osserva, dunque, è la concomitanza tra un andamento decrescente del mercato (indice MIB al ribasso e contrazione dei volumi scambiati) e un aumento sostanziale del volume delle operazioni allo scoperto. Tale andamento trova un suo punto di inversione nel mese di ottobre '92, in cui il mercato si riprende dalla fase ribassista. A partire da tale data, infatti, le operazioni allo scoperto, pur restando sostanzialmente stabili come controvalore medio giornaliero, diminuiscono la loro incidenza percentuale nei confronti degli scambi sul mercato. Ad una prima e provvisoria analisi dei dati disponibili relativi ai primi mesi del 1993, la tendenza ora descritta trova sostanziale conferma.

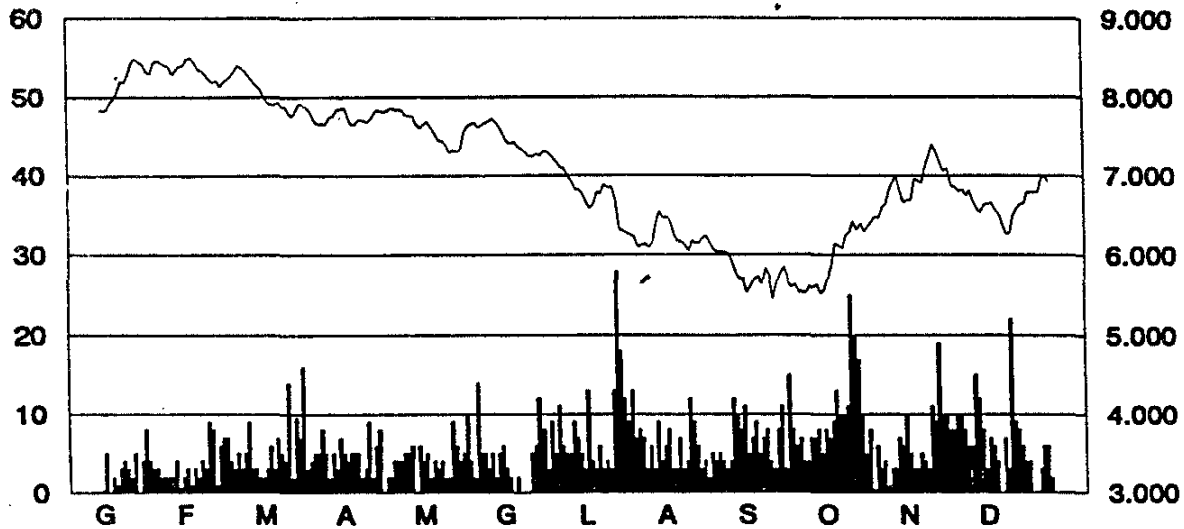
L'andamento delle operazioni allo scoperto all'interno di ogni mese borsistico, fermo restando quanto sin qui visto, conferma, anche in questo caso, una certa costanza di andamento, con una stretta osservanza delle scadenze tecniche proprie del ciclo borsistico mensile: nel giorno dei riporti si ha una fortissima contrazione delle vendite allo scoperto e un notevole incremento delle operazioni di ricoperture; il giorno seguente le vendite allo scoperto risultano nuovamente di gran lunga superiori alle ricoperture, e tutte e due superano sensibilmente i valori del resto del mese borsistico.

Grafico B.3.6

## BORSA VALORI DI MILANO OPERAZIONI ALLO SCOPERTO - 1992

scala sinistra - istogramma: volume delle operazioni allo scoperto  
(miliardi di lire)

scala destra - linea: indice MIB Storico (base 2.01.1975 = 1000)



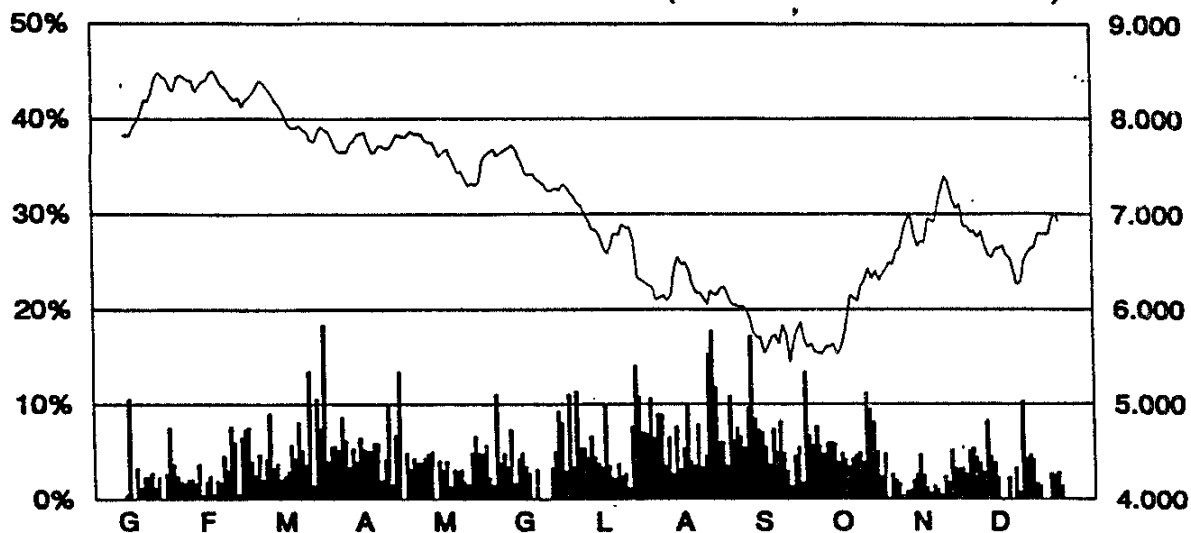
Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa.

Grafico B.3.7

## BORSA VALORI DI MILANO OPERAZIONI ALLO SCOPERTO - 1992

scala sinistra - istogramma: rapporto % con il controvalore scambiato  
sul listino ufficiale

scala destra - linea: indice MIB Storico (base 2.01.1975 = 1000)



Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa.

### 3.6. Il mercato dei premi

Nel 1992 i volumi complessivamente negoziati sul mercato dei premi, se misurati in termini di controvalore delle basi, si sono ulteriormente ridotti (-7.0%) rispetto al 1991, nonostante che in quell'anno si fosse già registrata una pesante diminuzione rispetto agli anni precedenti. La riduzione dei volumi nel 1992 non è attribuibile esclusivamente ad un effetto-prezzo in quanto essa risulta confermata, seppure in misura minore (-4,4%), anche se si utilizza come variabile dimensionale il numero di contratti complessivamente trattati.

A fronte della riduzione dei volumi scambiati si è invece osservato un modesto incremento nel controvalore dei premi (+3,7%); ciò ha portato il costo medio dei premi intorno al 3,5% che, a livello di dato medio annuo, risulta il più elevato degli ultimi sei anni.

Anche il peso del mercato dei premi sul mercato sottostante, misurato in termini di rapporto tra controvalore delle basi negoziate e controvalore degli scambi sul mercato a termine fisso, è diminuito passando dal 19,6% al 17,7%, proseguendo così la tendenza interrottasi solo nel 1991 che dal 1988 al 1992 ha visto ridursi l'importanza del mercato dei premi di quasi dieci punti percentuali.

Nel corso dell'anno gli scambi sul mercato dei premi hanno avuto un andamento discontinuo in relazione all'andamento degli scambi sul mercato a termine fisso e sulla scia delle attese di

una ripresa delle quotazioni. Infatti, se si osserva la tavola a16 dell'Appendice che riporta il dettaglio, per ciclo premi, dei dati relativi agli scambi, la maggiore concentrazione di contratti stipulati si ha nel periodo febbraio-aprile e poi novembre-dicembre cioè in coincidenza con due fasi di leggera ripresa del mercato. I minimi di attività, invece, si registrano nei mesi di gennaio, agosto e settembre. Mentre per questi ultimi due mesi le spiegazioni sono da ricercare nell'andamento pesantemente negativo dei mercati finanziari in generale, la ridotta attività del mese di gennaio è probabilmente attribuibile anche alla fase di transizione causata dall'entrata in vigore della legge 1/91 con l'avvio dell'operatività dei nuovi intermediari finanziari.

Parallelamente all'andamento degli scambi, il costo dei premi è passato da circa il 3,5% dei primi mesi dell'anno al minimo di giugno (2,7%) per risalire poi negli ultimi tre mesi dell'anno sopra il 4%, valore mai raggiunto negli ultimi anni.

Passando ad esaminare la composizione del mercato per tipologia di premio (graf. B.3.8), si osserva che, in media, l'87% del numero di contratti si è concentrato sui dont, grazie anche alla possibilità offerta da questo contratto di poter essere trasformato in uno qualsiasi degli altri attraverso opportuni abbinamenti con operazioni sul termine fisso, gli stellage hanno coperto un 5% del mercato ed i put un ulteriore 4% mentre la quota rimanente è divisa in parti pressoché uguali tra strip e strap. Nel corso del 1992 tuttavia la composizione

tra le diverse tipologie contrattuali si è andata modificando in relazione alle differenti fasi di mercato; in particolare sulla scadenza di gennaio si è osservato un picco nel numero di contratti put (circa il 12% del totale negoziato a premio, pari ad oltre il 25% del controvalore delle basi prenotate) mentre gli stellage hanno raggiunto il loro massimo alla scadenza di settembre, in coincidenza di un momento caratterizzato da una accentuata volatilità.

Se si esamina la ripartizione del controvalore dei premi per tipologia si ottengono risultati leggermente differenti che rispecchiano la maggiore o minore onerosità di ciascuna tipologia: il controvalore dei premi pagati sui dont e sui put è rispettivamente pari al 61,4% ed al 9% del totale, gli stellage, il cui costo è in teoria doppio rispetto ai due premi a facoltà semplice, coprono il 17,5% mentre gli strip, contratto in assoluto più costoso, coprono una quota dell'8,8% a fronte di una quota di 1,5% come numero di contratti, gli strap, infine, coprono il 3,8%.

In media i titoli trattati a premio sono stati una quarantina, con un minimo di 27 titoli sulla scadenza gennaio ed un massimo di 59 titoli sulla scadenza di dicembre. La rosa di titoli si restringe se dai dont si passa alle altre tipologie di premio: in media solo 15 titoli sono trattati a premio put, 21 a stellage e 13 a premio strip e a premio strap.

Fiat, Generali e Montedison sono i tre titoli più trattati a



premio: da soli coprono il 35,6% del totale dei contratti dont stipulati ed il grado di concentrazione aumenta quando si passa ad esaminare le altre tipologie di contratti.

Nel corso del 1992, nell'ambito del più ampio processo di riforma del mercato mobiliare italiano sono andati avanti anche i lavori preparatori per il passaggio dalla liquidazione a termine alla liquidazione per contanti delle operazioni di borsa. Tale passaggio ha, tra i suoi corollari anche la creazione di un mercato di opzioni su titoli quotati che dovrebbe rappresentare, data la sua maggiore efficienza, la naturale evoluzione del mercato dei premi. Un primo passo importante, in questo senso, è rappresentato dalla costituzione della Cassa di Compensazione e Garanzia. Essa attualmente svolge la funzione tipica di *clearing house*, interponendosi cioè in ciascuna transazione conclusa sul mercato e garantendo l'adempimento delle obbligazioni delle parti, solo sui contratti futures su titoli di Stato. L'intervento della Cassa per quanto riguarda invece il mercato azionario si configura con caratteristiche diverse: essa infatti gestisce un fondo alimentato dai versamenti degli intermediari assicurando il buon fine della liquidazione mensile.

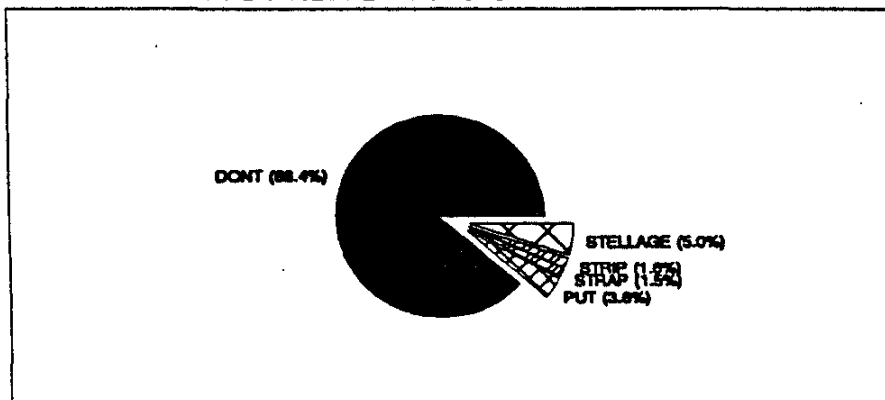
L'istituzione di un mercato di opzioni sui titoli azionari richiederebbe, tuttavia, che venissero affrontati e risolti i problemi relativi alla definizione delle caratteristiche del contratto, delle modalità di contrattazione, delle modalità del sistema di garanzia.

Per quanto riguarda le caratteristiche del contratto, non

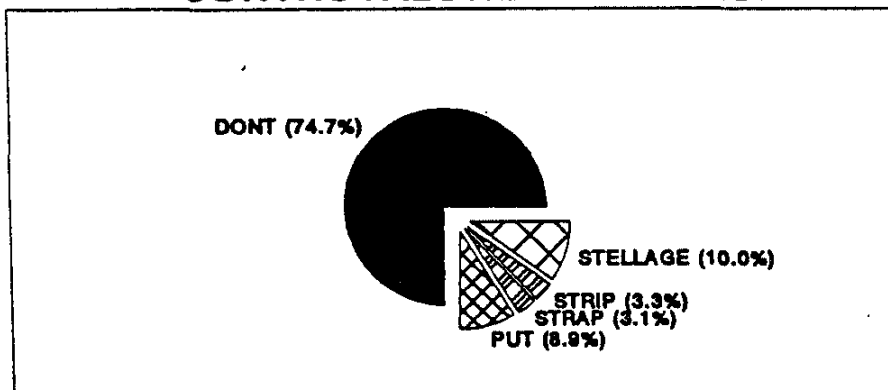
Grafico B.3.8

**BORSA VALORI DI MILANO**  
**MERCATO DEI PREMI - 1992**  
 RIPARTIZIONE PER TIPOLOGIA DI CONTRATTO

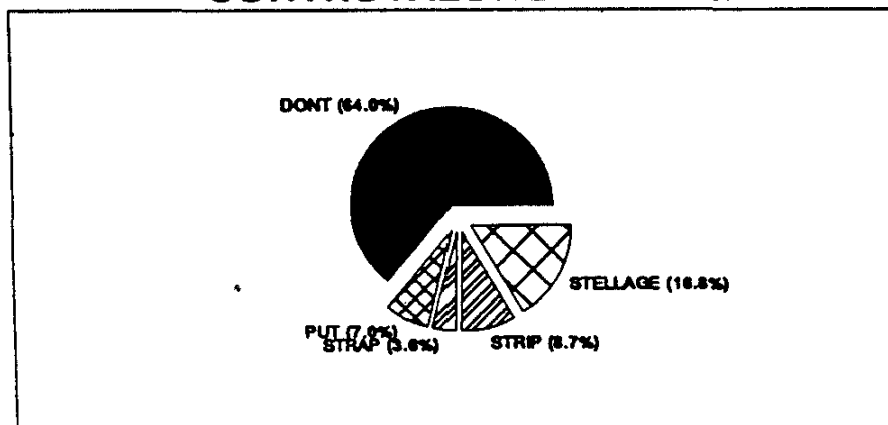
**NUMERO DI CONTRATTI**



**CONTROVALORE DELLE BASI**



**CONTROVALORE DEI PREMI**



sembrerebbero necessarie particolari modifiche visto che, almeno da un punto di vista tecnico-economico la struttura contrattuale dei premi è identica a quella delle opzioni: verrebbe mantenuta la scadenza unica e occorrerebbe solo determinare la durata ottimale del ciclo premi. Occorre però valutare da un punto di vista giuridico le implicazioni e le modifiche regolamentari eventualmente necessarie.

Per quanto riguarda le modalità di contrattazione si può notare che in gran parte dei mercati di opzioni, e tra questi i più importanti del mondo (CBOT, CME), le contrattazioni si svolgono alle grida; nulla osterebbe a trattare, per lo meno in una prima fase, le opzioni alle grida con un sistema di asta analogo a quello attualmente utilizzato per i premi.

Più complessi sembrano essere invece i problemi legati alla definizione delle modalità di intervento della Cassa e del relativo sistema di garanzie dell'istituendo mercato, in particolare per quanto riguarda la possibilità di una gestione integrata delle garanzie tra mercato delle opzioni e mercato delle azioni.

### 3.7 I riporti e le anticipazioni

Nel trascorso anno l'andamento sfavorevole dei corsi ha influito negativamente sulla dinamica dei contratti di riporto e delle anticipazioni. La quantità complessiva dei titoli azionari dati a riporto e costituiti in garanzia nel 1992 si è infatti

sensibilmente ridotta rispetto a quella del precedente anno sia in valori assoluti sia in rapporto alla capitalizzazione di borsa. In questo contesto però i contratti di riporto hanno mostrato in termini assoluti una flessione più accentuata delle anticipazioni (-35,50% i primi, -20% le seconde).

Più analiticamente nel corso del 1992 si è registrata, per ogni mese, una sistematica riduzione dell'ammontare dei contratti di riporto e del valore complessivo delle anticipazioni, in linea comunque con l'andamento delle quotazioni. I valori massimi e minimi sono stati segnati rispettivamente nei mesi di gennaio (709 miliardi di lire i riporti e 10.367 miliardi di lire le anticipazioni) e settembre (492 miliardi di lire i riporti e 7.005 miliardi di lire le anticipazioni). Negli ultimi tre mesi dell'anno comunque si è verificato un leggero recupero di attività soprattutto per i riporti che, anche a seguito di un contesto borsistico più favorevole, hanno raggiunto a dicembre un volume di circa 583 miliardi di lire.

E' da rilevare tuttavia che la flessione del valore complessivo dei titoli dati a riporto è da attribuire, oltre che al deprezzamento del valore medio dei corsi, anche ad una crescente sfiducia verso questo tipo di contratto, utilizzato a volte in modo improprio come sostituto di un deposito a custodia o come deposito a garanzia di operazioni sul mercato azionario.

Anche nel 1992, infine, gli elevati scarti di garanzia applicati in media dagli intermediari per questi contratti, sembrerebbero confermare l'ipotesi che i riporti sono utilizzati

solo in parte per finanziare il rinvio di posizioni speculative, e più spesso, invece, costituiscono un mero rinnovo automatico di stock di contratti in scadenza a fronte di posizioni debitorie varie.

Per quanto concerne i titoli trattati nelle speciali sedute dei riporti si può rilevare che nel 1992 il numero dei titoli mensilmente trattati è stato in media il 38,41% del numero totale dei titoli quotati, con punte minime e massime rispettivamente del 28,33%, in gennaio, e 43,59%, in novembre. Il controvalore totale medio mensile ha raggiunto circa 44,59 miliardi, con punte minime e massime rispettivamente di 22,59 miliardi, in gennaio, e 86,38 miliardi, in novembre.

Tra i titoli più trattati nelle sopra citate sedute sono risultati: Fiat (con una quota del 15,9%), Montedison (11,2%), Generali (6,5%) Sip (4,1%) e Olivetti (3,8%). A fine 1992 questi cinque titoli coprivano il 42,1% dell'ammontare complessivamente trattato nell'anno nelle speciali sedute dei riporti.

L'andamento delle operazioni sui titoli azionari quotati costituiti in garanzia ha evidenziato una dinamica pressoché in linea con quella dei contratti di riporto, anche se le oscillazioni tra i diversi mesi sono risultate più contenute. Il fatto che tali operazioni sono quasi esclusivamente eseguite da intermediari bancari sembra comunque confermare che le anticipazioni assolvono perlopiù alla funzione di garanzia di finanziamenti richiesti da possessori di partecipazioni di

rilievo piuttosto che individuare strumenti di proroga di posizioni speculative.

#### 4. Il mercato ristretto

##### 4.1 Il quadro generale

Nel 1992 l'indice delle quotazioni del mercato ristretto ha registrato una variazione negativa (-16,10%), superiore a quella del Listino ufficiale (-11,67%), confermando una tendenza già riscontrata lo scorso anno.

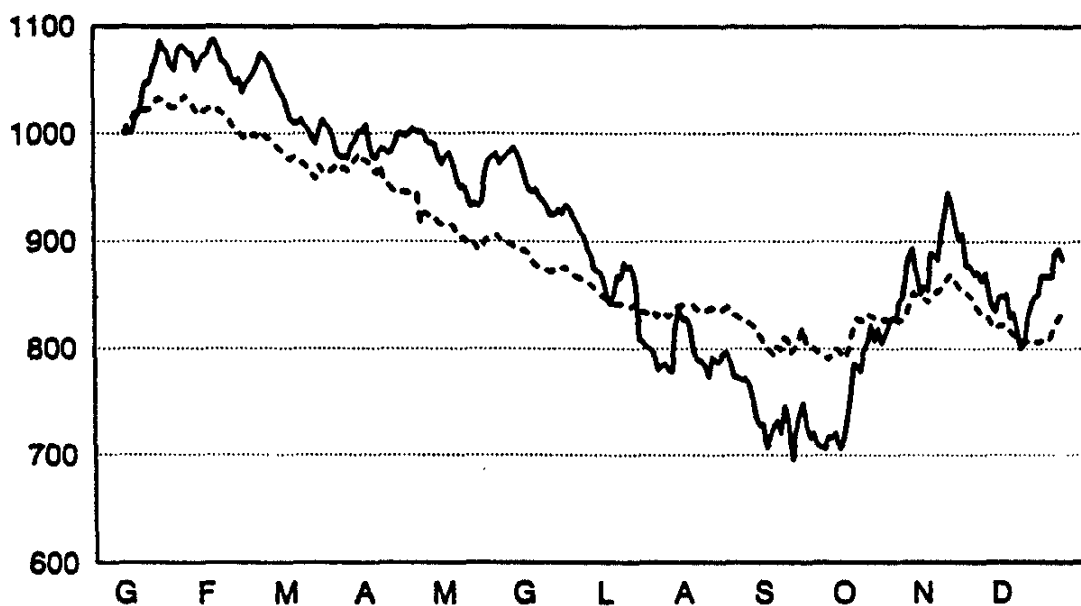
Se si osserva l'andamento comparato dell'indice IMR del mercato ristretto di Milano e dell'indice MIB (graf. B.3.9), si può notare che la peggiore performance è essenzialmente da riferirsi alla limitatezza, per i titoli del ristretto, nella fase positiva fatta registrare nella prima parte dell'anno. Il successivo trend al ribasso, prolungatosi per gran parte del periodo, è stato invertito solo nell'ultimo quadrimestre, contenendo così a fine dicembre la perdita media al di sotto del 20%.

Il mercato ristretto e quello ufficiale hanno evidenziato, nel corso dell'anno, un andamento temporalmente allineato: il massimo di periodo è infatti stato raggiunto dall'indice IMR il 27 gennaio (+3,5%), mentre l'indice MIB lo ha fatto segnare il 6 febbraio (+8,7%); il minimo dell'anno è stato rilevato per entrambi i mercati nella prima settimana di ottobre (-21,0% per il ristretto -28,9% l'ufficiale). Ben diversi, invece, i

## Grafico B.3.9

**BORSA VALORI DI MILANO**  
**LISTINO UFFICIALE E MERCATO RISTRETTO - 1992**

- LISTINO UFFICIALE: MIB CORRENTE (base 2 gen 92 = 1000)  
- - - MERCATO RISTRETTO: IMR CORRENTE (base 2 gen 1992 = 1000)



Elaborazioni Consob su dati Consiglio di Borsa

controvalori medi scambiati giornalmente, 2 miliardi per il ristretto contro 136 miliardi dell'ufficiale.

A seguito della delibera 4776 del 17 luglio 1990, che ha creato un nuovo modello di listino ufficiale per il mercato ristretto, sono stati distinti tre settori all'interno del comparto bancario, distinguendo i titoli a seconda della loro trasferibilità, al fine di rilevare se il differente regime di circolazione delle azioni abbia comportato anche sostanziali differenze nelle performances calcolate in base al diverso peso che ogni titolo ha mediamente sul listino.

Il settore dei titoli azionari bancari liberamente trasferibili ha subito una contrazione media ponderata dei corsi del -22%; quello dei titoli soggetti alla clausola di gradimento ha avuto una performance decisamente migliore (-6%); infine, quello dei titoli soggetti alla clausola di gradimento e non trasferibili per girata ha fatto registrare una flessione media del 15%.

Va tuttavia ricordato come all'interno di ciascun comparto esistano dei titoli guida, dei titoli cioè che, per il loro elevato grado di capitalizzazione, influenzano in maniera determinante il settore di appartenenza.

Così l'andamento del Credito Bergamasco (-27%) ha fortemente condizionato il settore dei titoli liberamente trasferibili, la Banca Agricola Mantovana (-2%) quello dei titoli soggetti a clausola di gradimento, la Banca Popolare di Milano (-25%) e la Banca popolare di Novara (-22%) quello dei titoli soggetti a



clausola di gradimento e non trasferibili per girata.

Quanto sopra rilevato, risulta determinante per spiegare anche la deludente performance del settore "altri" (-33%), che ha palesemente scontato il risultato fatto segnare nell'anno dalle Ferrovie Nord Milano, deprezzatesi nel periodo del 48% circa, anche a causa del coinvolgimento della società nello scandalo delle tangenti.

In linea generale comunque la performance media delle banche del ristretto (-13,6%) è risultata peggiore dell'indice relativo all'andamento del settore bancario del listino ufficiale (-5,7%), che è stato influenzato in maniera determinante dal processo di privatizzazione soprattutto per quanto riguarda la Comit ed il Credit.

#### 4.2 Gli scambi azionari

La caduta dei corsi sul mercato ristretto è stata accompagnata da una lieve ripresa del volume degli scambi che ha invertito la tendenza dell'anno precedente.

Complessivamente, nel 1992 nei sei mercati ristretti sono state negoziate poco meno di 120 milioni di azioni (+16,5%), pari ad un controvalore di 538 miliardi di lire, con una riduzione rispetto all'anno precedente di quasi 100 miliardi (-15,5%).

Nel 1992 è ulteriormente diminuita la concentrazione degli scambi sul ristretto di Milano, su cui tuttavia, continua ad essere trattato il 95% del controvalore complessivo. Tra le altre

piazze, il mercato ristretto di Torino è quello che ha fatto registrare il maggiore incremento della sua quota sul totale, passando dallo 0,8% ad oltre il 5,4%.

Tale incremento è tuttavia attribuibile esclusivamente all'intensa attività registrata sul titolo, FEM, negoziato presso il mercato ristretto di Torino, che rappresenta il 99% dei controvalori scambiati sulla piazza torinese.

Nelle altre quattro borse gli scambi rilevati sono di entità trascurabile, e superano lo 0,1% del totale solo nel ristretto di Genova, dove vengono trattati in prevalenza titoli "caratteristici" (non quotati a Milano).

E' noto che i dati relativi agli scambi azionari, particolarmente per il mercato ristretto, non sono realmente rappresentativi dell'intero volume negoziato.

Infatti, la natura bancaria della maggioranza degli emittenti presenti, la particolare composizione del listino ed i vincoli statutari alla trasferibilità, fanno sì che gli emittenti intervengano direttamente nella fase di negoziazione (questo è stato possibile tramite la *best execution* fino al 31.12.1992), ritirando i titoli ceduti ed emettendo quelli nuovi.

Intervento diretto degli emittenti nella negoziazione e ridotta attività sul mercato sembrano limitare la volatilità delle quotazioni sul mercato ristretto che, pur se superiore alla della volatilità espressa dal mercato principale, mantiene la variazione percentuale giornaliera media nell'ordine dello 0.07%.

#### 4.3 L'andamento delle quotazioni

Nel corso del 1992, è stata ammessa alle negoziazioni del mercato ristretto di Milano una nuova società (Credito Romagnolo - 16 febbraio) mentre, sempre in corso d'anno, due società quotate al ristretto di Torino (Bofina) e al ristretto di Milano (Banca Popolare dell'Emilia) hanno cambiato denominazione rispettivamente in FEM e Banca Popolare dell'Emilia Romagna (a seguito della fusione in maggio con la Banca Popolare di Cesena).

Allo stesso tempo sono state cancellate dal listino cinque società, due passate al listino ufficiale (Banca di Legnano e Banca Popolare di Bergamo, dopo la fusione con il Credito Varesino) una fusa con società quotate al mercato ufficiale (Banca Ambroveneto Sud nel Banco Ambroveneto SpA), altre due fuse con società del ristretto (la Banca Industriale Gallaratese incorporata nella Banca Popolare di Lodi e la Banca del Friuli incorporata nel Credito Romagnolo).

Dal 15 luglio sono stati sospesi i titoli emessi dalla SIRIO - Società Italiana Ricerche Investimenti Produttivi SpA quotata sul mercato di Genova e Firenze, visto che la situazione finanziaria della società era tale da non garantire la regolarità degli impegni assunti nei confronti degli azionisti riguardo al pagamento dei dividendi già deliberati.

La capitalizzazione del mercato ristretto di Milano è passata dai 13.931 miliardi del 1991, pari al 7.8% della capitalizzazione del mercato ufficiale, a 12.378 miliardi, corrispondenti a poco

meno del 10%. Nel 1991 sono stati effettuati 5 aumenti di capitale, che hanno inciso per circa 140 miliardi sulla capitalizzazione complessiva del mercato.

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

Nel corso del 1992, come precedentemente accennato, sono state portate a termine diverse operazioni di fusione.

La prima si è concretizzata il 1° aprile ed ha comportato l'incorporazione della Banca del Friuli nel Credito Romagnolo con la contemporanea revoca dei titoli emessi dall'incorporata dal ristretto.

Verso la fine di aprile, si è invece conclusa la fusione tra il Banco Ambroveneto Sud, già Citybank, e Banco Ambrosiano Veneto.

Più complessa, invece, è risultata l'incorporazione della Banca Industriale Gallaratese nella Banca Popolare di Lodi: al momento della diffusione dei prezzi di concambio (4 azioni dell'incorporata ogni azione dell'incorporanda), il prezzo segnato da entrambi i titoli era pressoché identico; così, nel successivo adeguamento precedente la revoca dei titoli avvenuta il 21 agosto, le azioni della Banca Industriale Gallaratese sono precipitate di oltre il 70%.

Infine il primo giorno di agosto la Banca Popolare di Bergamo ha incorporato il Credito Varesino e a seguito dell'operazione la società incorporanda ammessa a quotazione sul listino ufficiale ha cambiato nome in Banca Popolare di Bergamo - Credito Varesino.

Il titolo che ha fatto registrare la migliore performance è l'azione Banca Popolare di Crema (+22%); l'andamento del titolo è da porsi in relazione al comunicato diffuso all'inizio dell'anno, del progetto di fusione tra le banche popolari di Crema, Lodi e Cremona che dovrebbe dar vita alla Banca Popolare Padana, ma che nell'anno non è stato ancora portato a termine. La diffusione della notizia del progetto non sembra aver però influenzato in modo altrettanto positivo l'andamento delle quotazioni degli altri due titoli che hanno segnato performances di minor rilievo (Banca Popolare di Lodi -19%, Banca Popolare di Cremona +3%).

Nel comparto non bancari la performance più interessante è stata invece registrata dal titolo Condotte Acqua di Roma (+16%) positivamente influenzata dalla definizione della commessa di Bandar Abbas; tra i più penalizzati del listino da segnalare i due titoli Finance (-87% le privilegiate, -84% le ordinarie), che hanno particolarmente risentito del difficile momento del comparto edile accompagnato da insolvenze diffuse nel settore dei mutui ipotecari.

Bisogna in ogni caso rilevare che il mercato ha sostanzialmente penalizzato quasi tutte quelle società che

nell'anno hanno varato progetti di ricapitalizzazione, è il caso delle Terme di Bognanco (-32%), Inveurop (-44%), Cibiemmeplast (-57%) e Credito Agrario Bresciano (-18%); unica eccezione la Broggi Izar che il 28 luglio ha avviato un aumento di capitale in parte gratuito ed in parte a pagamento e che alla fine dell'anno ha registrato un +4% circa.

#### 5. Gli investitori istituzionali

Le tensioni che, soprattutto nel secondo semestre del 1992, hanno caratterizzato il mercato finanziario hanno inciso negativamente sull'attività degli investitori istituzionali. Nonostante la perdurante congiuntura negativa, le stime elaborate in base ai dati disponibili a fine anno evidenziano tuttavia la prosecuzione del processo di crescita delle consistenze complessive di attività finanziarie gestite da fondi comuni di investimento, gestioni fiduciarie e compagnie di assicurazione. Le difficoltà che hanno interessato il mercato finanziario non hanno consentito di confermare il risultato del 1991, in cui si era registrato un incremento superiore al 25%, secondo solo al boom del 1986: il totale dei patrimoni amministrati è infatti cresciuto ad un tasso di circa il 13%. Rispetto al totale delle attività finanziarie delle famiglie, la quota amministrata dagli investitori istituzionali dovrebbe pertanto presentare un valore superiore all'8,5% del 1991, avvicinandosi ai valori massimi registrati nel periodo 1986/87.

L'andamento negativo della borsa ha pesantemente condizionato

la componente dei portafogli orientata al mercato azionario. Per il terzo anno consecutivo gli investitori istituzionali hanno ridotto le proprie consistenze di azioni italiane, scese da 17 mila a poco più di 14 mila miliardi di lire (passando dal 9% al 6% del patrimonio totale), attestandosi su un livello che supera di poco l'8% della capitalizzazione di borsa, che rappresenta il dato più basso dal 1985 ad oggi. E' invece proseguito il trend di crescita del complesso di titoli esteri, che raggiungono il 10% del patrimonio totale, mentre, nonostante il consistente flusso di vendite realizzate nei mesi estivi, pare sostanzialmente stabile il comparto dei titoli a redditi fisso nazionali, rappresentati in gran parte da titoli di Stato, che continuano a costituire circa i tre quarti del patrimonio totale.

Nel corso del 1992 il numero di fondi comuni di investimento di diritto italiano è cresciuto di 34 unità, passando da 221 a 255. L'incremento, in linea con quello degli scorsi anni, ha prevalentemente interessato i fondi a vocazione internazionale (tra cui 10 azionari e 9 obbligazionari) e quelli obbligazionari puri (9). Il flusso delle sottoscrizioni è stato sostanzialmente costante, raggiungendo con 26.542 miliardi di lire un totale inferiore solamente a quello del 1986. L'analisi dei dati evidenzia come si sia consolidata la supremazia dei fondi obbligazionari, cui è affluito oltre l'80% della raccolta lorda.

Il comportamento dei sottoscrittori è stato fortemente influenzato dalla situazione economica generale: i 741 miliardi

di raccolta netta complessiva derivano da una dinamica positiva nei primi cinque mesi (oltre i 5 mila miliardi) cui ha fatto seguito una consistente crescita dei riscatti, culminata nei mesi di settembre e ottobre. Esaminando le principali tipologie di fondi si può notare come i soli obbligazionari abbiano registrato un dato positivo di 4.077 miliardi di lire (13% del patrimonio netto a fine 1991), a fronte di un saldo negativo di 1.941 e 1.395 miliardi di lire per i fondi bilanciati e azionari (rispettivamente il 17% e il 10% del patrimonio netto a fine 1991). Neppure nel comparto dei fondi a vocazione internazionale i fondi collegati ai mercati azionari sono riusciti a confermare le tendenze positive affermatesi negli anni precedenti: la raccolta netta è stata appannaggio quasi integrale (2.093 miliardi di lire su un totale di 2.254) dei fondi obbligazionari.

Anche l'evoluzione del patrimonio netto ha seguito l'andamento più generale del mercato finanziario: ad una crescita nel primo semestre ha fatto seguito una brusca contrazione nei mesi estivi, con una successiva ripresa che non ha però riportato il dato di fine anno sui livelli di maggio. Nonostante il minimo contributo della raccolta netta e la difficile situazione dei mercati, il patrimonio netto a fine anno è comunque cresciuto da 56.201 a 60.657 miliardi di lire (+7,9%). Il dato aggregato è costituito dal concorso di un consistente incremento dei fondi obbligazionari, saliti da 31.042 a 37.742 miliardi di lire (+21,6%) e delle flessioni da 13.500 a 12.830 miliardi dei fondi azionari (-5,0%) e da 11.659 a 10.085 miliardi di quelli



bilanciati (-13,5%). Il quadro di fine anno conferma pertanto la tendenza verso una più forte rilevanza dei fondi obbligazionari che ha profondamente modificato la realtà dei fondi comuni nel nostro paese: in soli quattro anni la ripartizione del patrimonio tra le tre principali tipologie di fondi è passata da una situazione di sostanziale equilibrio ad una sempre più accentuata prevalenza dei fondi obbligazionari, che con oltre 37 mila miliardi di lire rappresentano ormai più del 62% del patrimonio complessivo, a fronte dei 10 mila miliardi dei fondi bilanciati (17%) e dei circa 13 mila di quelli azionari (21%).

A livello aggregato, la composizione del patrimonio netto a fine anno non ha visto sostanziali variazioni della situazione presente a fine 1991: la liquidità è rimasta su valori intorno al 9% del totale, i titoli di Stato sono stabili al 53%, le obbligazioni italiane sono scese dal 7% al 5% e la quota di azioni estere è leggermente salita dal 9% al 10%. Le uniche variazioni apprezzabili sono quelle determinate dalla situazione del mercato finanziario, che ha provocato un netto calo della quota di azioni italiane, scesa dal 15% all'11% del totale, a vantaggio delle obbligazioni estere, salite al 12%. La contrazione della quota investita in azioni italiane, con cessioni nette superiori, per il quinto anno consecutivo, al saldo della raccolta netta, sta assumendo livelli preoccupanti per chi veda nei fondi comuni un forte strumento per canalizzare il risparmio delle famiglie verso le imprese quotate. Le scelte

di portafoglio dei gestori, influenzate dal preoccupante quadro congiunturale, sono risultate a tal punto orientate verso l'estero da determinare a fine anno, per la prima volta, un investimento in titoli esteri (azioni e obbligazioni) superiore a quello effettuato in titoli italiani non emessi dallo Stato. Facendo riferimento ai dati di fine anno, l'incidenza del portafoglio azionario dei fondi comuni sul totale della capitalizzazione della borsa di Milano si è ridotta per il quinto anno consecutivo, scendendo dal 4,6% al 3,8%, dopo aver sfiorato il 10% a fine 1987.

L'analisi dell'operatività dei fondi sul mercato mobiliare conferma quanto già osservato a proposito della composizione degli stock: vendite nette di azioni italiane (706 miliardi) e flusso positivo di titoli di Stato (2.113 miliardi), con smobilizzi concentrati prevalentemente nel periodo luglio-ottobre. Va comunque osservato che il flusso di cessioni operate dai fondi più specificamente orientati al mercato azionario è risultato pari a meno di un terzo del calo della raccolta netta.

La struttura di distribuzione presenta dal 1989 un quadro ormai consolidato, che non ha visto apprezzabili modifiche nel corso del 1992. La posizione primaria delle reti di vendita è salita al 44,0% del patrimonio netto complessivo, a danno dei sistemi di distribuzione misti, scesi al 27,8%. I fondi distribuiti dalle banche hanno registrato una crescita interrottasi nei mesi estivi; a fine anno essi rappresentavano il 26,6%, mentre il ruolo rivestito dalla raccolta diretta è rimasto

marginale (1,6%). La raccolta netta è risultata positiva per reti di vendita e banche, e negativa per le due restanti categorie di distribuzione.

Sotto il profilo del rendimento, nel 1992 gli indici che misurano il valore delle quote dei fondi hanno realizzato una crescita media pari al 7,69%, a fronte del 9,05% del 1991. I fondi obbligazionari si sono mantenuti in linea con l'andamento dei titoli di Stato (+10,73%), mentre i fondi azionari e bilanciati, anche a causa della ridotta componente azionaria, hanno conseguito incrementi intorno al 5% e 4%. In tutti e tre i casi, i comparti orientati ai mercati esteri hanno fatto registrare consistenti variazioni positive, superiori in media al 15%, in seguito al deprezzamento della nostra valuta nei mesi finali dell'anno.

Dal quadro delineato possono desumersi alcune considerazioni. A partire dalla seconda metà degli anni '80, gli investitori istituzionali hanno iniziato ad assumere un ruolo di rilievo in un mercato finanziario, come quello italiano, storicamente caratterizzato da un ruolo preminente dell'intermediazione bancaria e dello Stato. I patrimoni amministrati sono cresciuti tanto in senso assoluto quanto in relazione al complesso delle attività finanziarie delle famiglie. Le particolarità del mercato finanziario italiano non consentono però al momento di prevedere che la situazione nel nostro paese possa in tempi brevi evolversi fino ad avvicinare quella di paesi come Stati Uniti o Regno

Unito, in cui gli investitori istituzionali costituiscono uno dei principali soggetti non solo dell'allocazione del risparmio, ma anche della corporate governance. In tal senso sono da valutare con estrema cautela le aspettative collegate al pieno inserimento nel nostro sistema di soggetti come i fondi pensione o i fondi chiusi, dai quali non è lecito attendersi nel breve periodo una consistente crescita dei mezzi amministrati, né tantomeno una più forte predisposizione all'investimento azionario.

In questi ultimi anni gli investitori istituzionali sono infatti riusciti ad affermarsi come soggetti in grado di gestire il risparmio delle famiglie, garantendo una soddisfacente redditività unita alla capacità di attenuare le brusche oscillazioni che hanno caratterizzato l'andamento dei mercati. La composizione dei loro portafogli, con particolare riferimento a quei soggetti che dovrebbero essere specificamente orientati verso il mercato azionario, mostra però come essi non si siano stati in grado di affermarsi come strumento per canalizzare verso le imprese il risparmio delle famiglie, risultando piuttosto un elemento di intermediazione per l'investimento in titoli a reddito fisso.

#### **6. Le imprese e il mercato azionario**

La situazione reddituale delle imprese quotate ha risentito del perdurante quadro congiunturale negativo, che ha visto sia nel 1991 che nel 1992 una crescita modesta della domanda globale. All'andamento della domanda si è aggiunto l'aumento del costo del

denaro, dovuto al rialzo dei tassi di interesse, che ha caratterizzato seppure con un andamento discontinuo il biennio. Di conseguenza, i risultati economici delle società quotate sono fortemente peggiorati nel 1991, anno in cui si è riscontrata una riduzione degli utili netti d'esercizio pari a oltre il 12%, ed analogo risultato è atteso per il 1992.

Il peggioramento della redditività delle imprese è stato ampiamente diffuso nel comparto industriale, mentre è stato più contenuto nel comparto assicurativo e bancario. Il numero di società quotate in perdita è praticamente raddoppiato, passando da 14 a 27. Va sottolineato che le perdite sono fortemente concentrate in alcune imprese: quattro società hanno infatti registrato quasi l'80% delle perdite complessive di tutte le società quotate.

I risultati contenuti nelle relazioni semestrali relative ai primi sei mesi del 1992 confermano l'andamento negativo.

I risultati negativi delle imprese quotate si sono riflessi sulla distribuzione dei dividendi. Nel 1991 hanno distribuito dividendi 191 società quotate su un totale di 237. La percentuale di società che distribuiscono dividendi è calata all'81%, rispetto a valori superiori al 90% della seconda metà degli anni '80. Il monte dividendi complessivo si è ridotto per la prima volta dal 1980, passando da 5725 miliardi del 1990 a 5450 del 1991. Negli anni '80 il monte dividendi aveva registrato una crescita notevole in seguito alla buona situazione reddituale

delle società ed alla loro crescente propensione a remunerare in maniera adeguata gli azionisti. Quest'ultimo aspetto è testimoniato dagli elevati livelli di pay-out mantenuti per tutto il decennio. Esaminando l'andamento del pay-out negli ultimi otto anni emerge inoltre la tendenza delle società a stabilizzare i dividendi distribuiti aumentando il pay-out nei periodi di peggiore redditività e riducendolo nei periodi di migliore redditività. Anche per il 1991, l'aumento del pay-out di oltre 4 punti percentuali ha consentito di ridurre gli effetti sui dividendi distribuiti della drastica caduta degli utili. Ovviamente la politica di stabilizzazione dei dividendi può essere perseguita durante oscillazioni congiunturali che non mutano le prospettive di redditività nel medio periodo e in presenza di strutture finanziarie equilibrate. Nei casi in cui invece il peggioramento reddituale appaia non momentaneo e la struttura finanziaria sia squilibrata dal lato dell'indebitamento, può rendersi necessario, anche in presenza di una riduzione degli utili, diminuire il rapporto di pay-out per consentire un rafforzamento patrimoniale della società. E' quanto ci si può attendere dalla campagna dividendi relativa ai bilanci del 1992, vista la difficile situazione reddituale delle imprese quotate e l'aumento del peso e del costo dell'indebitamento che si è generalmente manifestato.

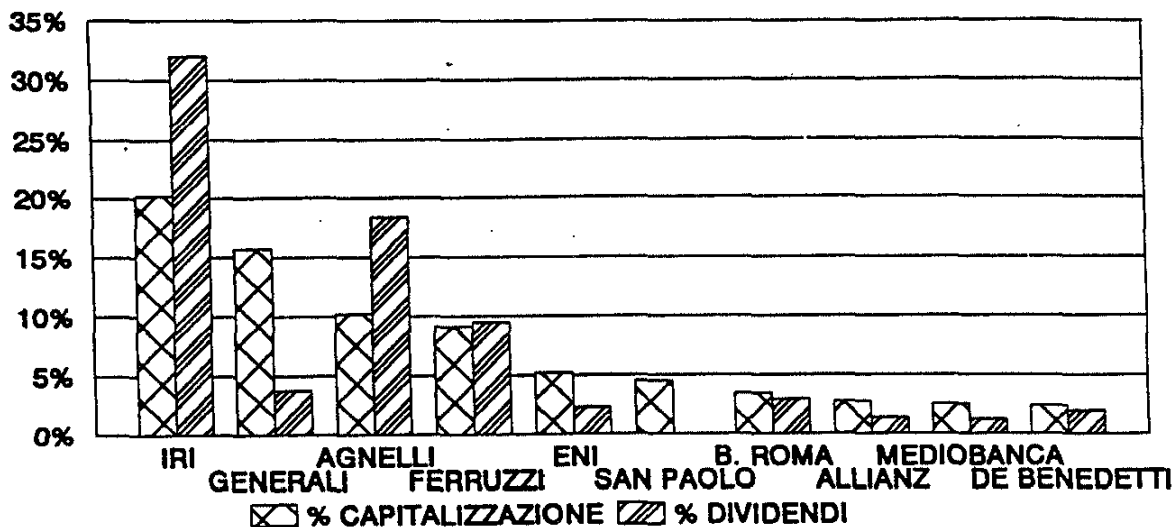
Per quanto riguarda le politiche di distribuzione di dividendi seguita dalle principali società quotate, si è confermata l'asimmetria tra peso nella capitalizzazione e peso

nel monte dividendi complessivi. In particolare, le Generali, che rappresentano oltre il 12% dell'intera capitalizzazione di borsa, hanno distribuito dividendi pari a poco più del 2% del monte dividendi complessivamente distribuito dalle società quotate. Al contrario Fiat, Stet e Sip hanno una quota nel monte dividendi che è doppia rispetto a quella nella capitalizzazione. Questa divergenza deriva soprattutto da un diverso rapporto di pay-out che è pari a meno del 40% per le Generali ed è superiore al 60% per Stet e Fiat e di poco inferiore al 90% per la Sip.

Se il confronto tra capitalizzazione e dividendi viene condotto a livello di gruppi, emerge un'analogia asimmetria tra il peso dei gruppi nella capitalizzazione complessiva e nel monte dividendi. Da una parte si hanno infatti il gruppo Generali, con una quota nella capitalizzazione complessiva di circa 16% ed una quota nel monte dividendi complessivo inferiore al 4%, il gruppo ENI con quote rispettivamente del 5% e del 2% ed il gruppo San Paolo con quote del 4,5% e 1,4%; d'altra parte, il gruppo IRI ha una quota del 20% nella capitalizzazione del mercato e del 30% nel monte dividendi ed il gruppo Agnelli ha quote rispettivamente del 10% e del 18% (graf. B.6.1). Complessivamente la quota dei primi dieci gruppi per capitalizzazione nel monte dividendi non si discosta molto dalla quota nella capitalizzazione del mercato ed è anzi lievemente inferiore. Il rapporto tra monte dividendi distribuito da ogni gruppo e sua capitalizzazione, una misura della remunerazione dell'investimento, mostra come che solo per

Grafico B.6.1

**PRINCIPALI GRUPPI SOCIETARI ITALIANI  
CAPITALIZZAZIONE E MONTE DIVIDENDI  
QUOTA RISPETTO AL TOTALE DEL MERCATO NEL 1992**



Elaborazioni Consob



il gruppo IRI e per il gruppo Agnelli tale rapporto sia superiore a quello medio del mercato, mentre è inferiore per quasi tutti gli altri principali gruppi. Complessivamente tale rapporto per i primi dieci gruppi è di poco inferiore a quello medio del mercato. In altre parole, nonostante la presenza dei piccoli azionisti sia maggiore nelle società più grandi, queste non sembrano adottare politiche di remunerazione del capitale di rischio significativamente più orientate alla soddisfazione degli interessi di questa categoria di investitori. A conferma di questa tesi, il rapporto di pay out per i primi dieci gruppi italiani è pressoché identico a quello dell'intero mercato, con valori superiori alla media per i gruppi IRI, Ferruzzi, ENI e De Benedetti e particolarmente bassi per i gruppi Generali, Mediobanca e Allianz.

L'andamento negativo dei corsi azionari e le difficili prospettive reddituali delle società quotate hanno influito pesantemente sulla raccolta di capitali in borsa. La raccolta di denaro fresco è stata nel 1992 pari a poco più di 3000 miliardi a fronte di quasi 5000 nel 1991 ed una media di quasi 6000 miliardi tra il 1987 ed il 1991 (graf. B.6.2).

Nel 1992 si è accentuata la difficoltà delle società quotate a finanziarsi tramite capitale di rischio. Tale difficoltà, che ha caratteristiche strutturali per le società quotate di minori dimensioni e non appartenenti ai grandi gruppi, si è estesa anche alle società e ai gruppi maggiori. Su 15 società che hanno effettuato aumenti di capitale, solo una è tra le prime dieci

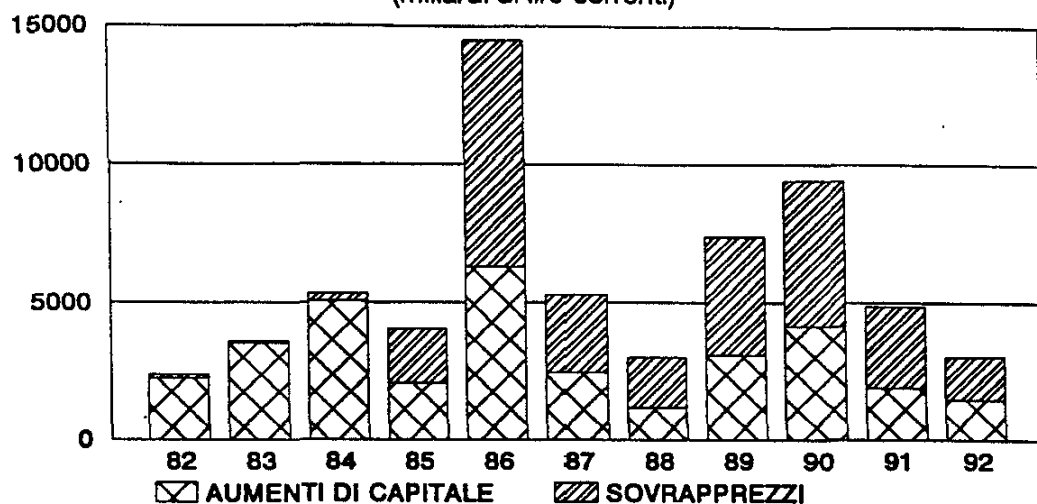
società per capitalizzazione, e solo tre appartengono ai primi dieci gruppi. Complessivamente la quota di denaro fresco raccolta dai primi dieci gruppi è pari a poco più del 50% della raccolta totale, a fronte di un loro peso nella capitalizzazione superiore al 75%.

Se si considerano le condizioni di emissione si nota una riduzione della quota dei sovrapprezzi, passato dal 61% del 1991 al 52% del 1992, sul totale del denaro fresco affluito alle società. Si tratta comunque di un valore che rimane nella media degli ultimi 8 anni nonostante il negativo andamento dei corsi azionari. Gli elevati livelli dei sovrapprezzi sono una delle spiegazioni della tiepida accoglienza con cui il mercato ha generalmente accolto le operazioni di aumento di capitale lanciate nel 1992.

La riduzione del volume del mercato primario, ridottosi a quasi un terzo dal 1990 al 1992, sta riportando il rapporto tra mercato primario e mercato secondario a livelli simili a quelli prevalenti nei principali paesi (graf. B.6.3). Il rapporto tra raccolta di denaro fresco e capitalizzazione compreso tra l'1% e il 2% nelle borse di Parigi, Francoforte e Londra è stato pari all'1.7% nel 1992, mentre era pari al 3% nel 1991. Il rapporto tra raccolta e volume degli scambi è stato pari all'8% a Milano, dimezzandosi rispetto al 1991, mentre esso ha valori intorno al 2-3% per le altre principali piazze europee. Se si considera la media degli ultimi 5 anni tali rapporti sono ancora

Grafico B.6.2

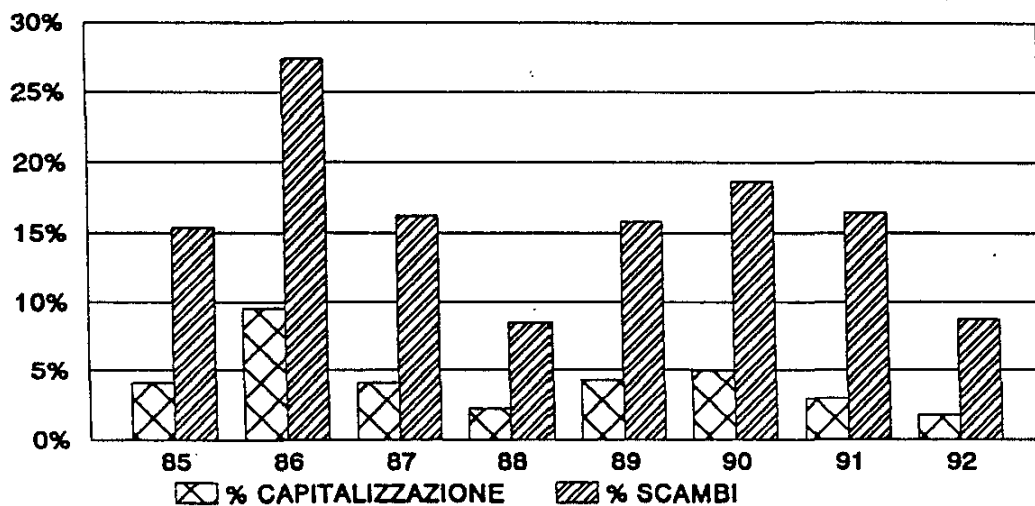
**BORSA VALORI DI MILANO**  
**RACCOLTA DI DENARO FRESCO DA PARTE DELLE SOCIETA' QUOTATE**  
 (miliardi di lire correnti)



Elaborazioni Consob

Grafico B.6.3

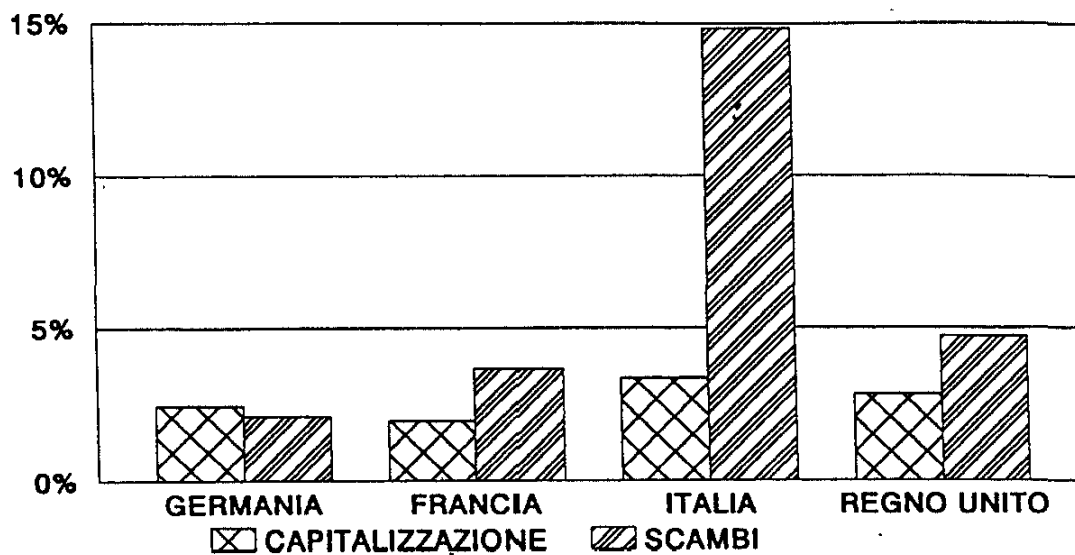
**BORSA VALORI DI MILANO**  
**RACCOLTA DI DENARO FRESCO DA PARTE DELLE SOCIETA' QUOTATE**  
 IN PERCENTUALE DELLE DIMENSIONI DEL MERCATO AZIONARIO



Elaborazioni Consob

Grafico B.6.4

**RACCOLTA DI DENARO DA PARTE DELLE SOCIETA' QUOTATE  
 MEDIA DEL PERIODO 1987-92  
 VALORI IN PERCENTUALE DELLE DIMENSIONI DEL MERCATO AZIONARIO**



Elaborazioni Consob

sostanzialmente più alti per la borsa di Milano, come è dimostrato dal grafico B.6.4. Il valore elevato di tali rapporti per la borsa italiana dipende comunque soprattutto dal sottodimensionamento dei denominatori: cioè degli indicatori dimensionali della borsa italiana il cui peso rispetto al PIL è estremamente ridotto in confronto agli altri paesi considerati. Questa situazione è il frutto del permanere di difficoltà strutturali per le imprese italiane ad entrare nel mercato azionario regolamentato. Queste difficoltà derivano, oltre che da aspetti culturali e storici legati all'assetto proprietario dell'economia italiana e dalla struttura del sistema finanziario che si è creato a partire dalla legge bancaria del 1936, anche dal funzionamento carente dei meccanismi di formazione e di diffusione dell'informazione del mercato mobiliare. La presenza di carenze e asimmetrie informative costituisce una vera e propria barriera all'entrata, in quanto comporta una generale sottovalutazione delle azioni offerte al pubblico, scoraggiando perciò le società emittenti a ricorrere alla sollecitazione del pubblico risparmio. Questo è particolarmente vero per le società di minori dimensioni e non appartenenti a gruppi societari, che sono prive di quelle economie di scala che consentono di superare con maggiore facilità la carenza allocativa delle informazioni sul mercato.

La borsa italiana si è perciò caratterizzata come il mercato dei grandi gruppi azionari, i quali, nei periodi in cui le prospettive di redditività sono buone, utilizzano il canale di

finanziamento azionario in misura diffusa grazie anche alla struttura piramidale dei loro assetti di controllo. Questa consente che il mantenimento del controllo avvenga anche in presenza di quote di possesso che vanno via via decrescendo con l'allargarsi dell'albero delle partecipazioni. Questa caratteristica è ricca di implicazioni per quanto riguarda le possibilità di raccolta di capitali da parte dei gruppi azionari. In primo luogo, la struttura di controllo piramidale consente di coinvolgere azionisti di minoranza in misura molto maggiore di quanto non sia possibile per una singola società. C'è quindi un incentivo ad allargare il capitale di rischio del gruppo senza comprometterne la stabilità proprietaria. In secondo luogo, all'interno di ciascun gruppo funzionano meccanismi di allocazione delle risorse finanziarie che massimizzano la capacità globale di raccolta di capitali, particolarmente nel caso in cui i gruppi siano diversificati settorialmente. Infine, la presenza di asimmetrie e carenze informative resa evidente dalla sottovalutazione delle azioni offerte al pubblico provoca un trasferimento di ricchezza dai vecchi azionisti ai nuovi. Nei gruppi societari, l'azionista di maggioranza ha un forte incentivo a forzare la raccolta di capitali da parte delle società che sono alla base della piramide, in cui più bassa è la loro quota di possesso, in quanto per queste il sacrificio derivante dal trasferimento di ricchezza ai nuovi azionisti viene sopportato soprattutto dagli azionisti di minoranza. Un altro

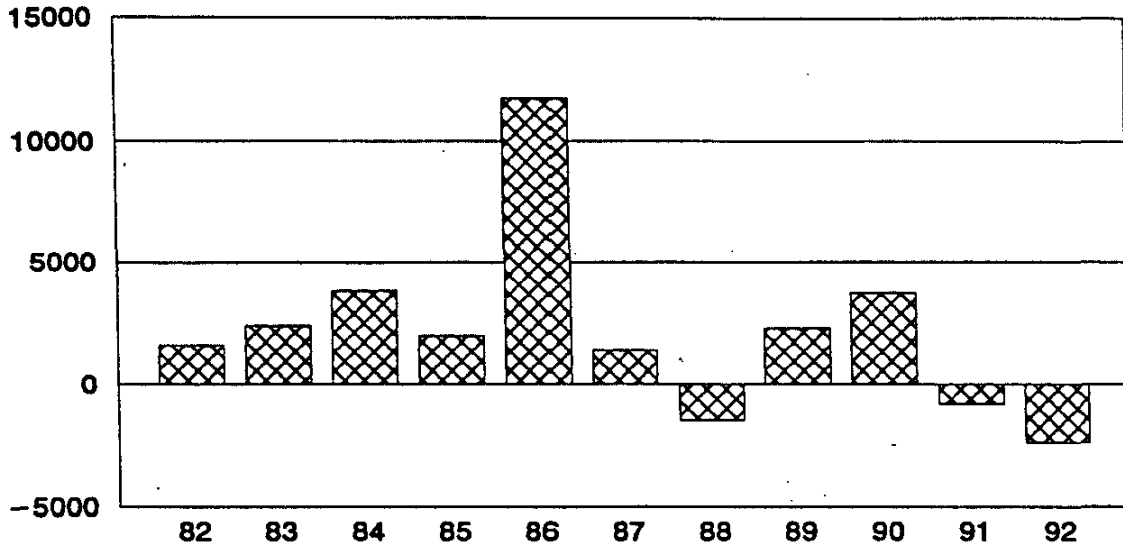
aspetto importante della raccolta di capitali da parte dei gruppi societari la possibilità di cedere quote di minoranza di imprese controllate, allargando la presenza del mercato nella proprietà azionaria senza perdere il controllo della società. Anche senza che si realizzi alcuna emissione di nuove azioni si può perciò avere raccolta di capitale di rischio da parte dei gruppi, possibilità che è tanto più ampia quanto più vasta è la mappa delle società controllate. Per determinare l'effettivo ricorso di un gruppo al finanziamento del mercato sarebbe perciò necessario considerare, oltre alle quote di nuove emissioni di azioni non sottoscritte da società appartenenti al gruppo, anche le variazioni delle quote di partecipazione sulle società controllate da parte delle società appartenenti al gruppo stesso.

Non considerando le variazioni nelle quote di controllo delle società appartenenti ai gruppi, un primo indicatore della raccolta netta di capitali in borsa da parte delle società quotate si può ricavare dalla differenza tra raccolta di denaro fresco in seguito ad aumenti di dividendi e capitale distribuiti. Tale indicatore fornisce per il secondo anno di seguito un valore negativo, pari a quasi 2500 miliardi, mentre nel 1991 era stato pari a 800 miliardi. Nei precedenti 10 anni il saldo era sempre stato positivo, con l'eccezione del 1988 (graf. B.6.5). Tale mutamento riflette il calo della raccolta a fronte di uno sforzo da parte delle società quotate di stabilizzare la distribuzione di dividendi.

Grafico B.6.5

### BORSA VALORI DI MILANO

RACCOLTA DI CAPITALE DA PARTE DELLE SOCIETA' QUOTATE  
SALDO TRA RACCOLTA DI DENARO FRESCO E DIVIDENDI DISTRIBUITI  
(miliardi di lire correnti)



Elaborazioni Consob



**L'ATTIVITA' ISTITUZIONALE DELLA CONSOB**



## CAPITOLO I

## LA DISCIPLINA E IL CONTROLLO DEL MERCATO AZIONARIO

## 1. Gli interventi sulla quotazione ufficiale dei titoli

1.1. I provvedimenti di portata generale

Dopo le modifiche apportate al regolamento di ammissione alla quotazione ufficiale nel febbraio del 1990 e nel febbraio del 1991, è proseguita anche nel 1992, con l'adozione della delibera n. 6281 del 16 giugno, l'azione di aggiornamento e di integrazione del regolamento in esecuzione di nuove disposizioni legislative o come frutto di esperienza operativa maturata.

In sintesi le modifiche possono essere suddivise in tre gruppi principali:

- a) modifiche che, tenendo conto del disposto dell'art. 1, comma 5, della legge 207/92, fissano le condizioni di ammissibilità alla quotazione ufficiale delle azioni delle banche popolari;
- b) modifiche in esecuzione del disposto dell'art. 5 della legge 149/92, che affida alla Commissione l'incarico di determinare l'oggetto e le modalità di emissione dei pareri da parte degli Organi locali di borsa previsti per l'ammissione a quotazione dei titoli;
- c) modifiche dirette a consentire ai soggetti con titoli ammessi alle negoziazioni presso i mercati ristretti di richiedere l'ammissione in borsa attraverso lo strumento della delibera

del consiglio di amministrazione anziché dell'assemblea.

In particolare, per quel che concerne le modifiche relative al punto a), è stato introdotto un settimo comma all'articolo 6 del Regolamento che si basa sulla considerazione, già oggetto di evidenziazione da parte della Banca d'Italia, secondo cui, delle due forme di emissioni di azioni (ordinaria e straordinaria) tipiche delle Banche popolari, l'emissione ordinaria per le popolari ammesse in borsa sia riservata esclusivamente all'ammissione di nuovi soci ed effettuata, sulla base del prezzo fissato dal Consiglio di Amministrazione, con l'assegnazione di una sola azione ai richiedenti. L'emissione straordinaria costituirebbe, d'altro canto, lo strumento abituale per realizzare l'incremento patrimoniale dell'azienda, nei termini e nei modi previsti dall'art. 2441 c.c.. In tale modo è stata salvaguardata la corretta formazione dei prezzi di mercato dei titoli. In un altro articolo del Regolamento è stata poi estesa, per ragioni di coerenza formale, agli emittenti di warrant - che dispongano di obbligazioni ordinarie quotate di diritto - la deroga all'obbligo di verifica dei requisiti dell'emittente già stabilita nei confronti degli emittenti di obbligazioni convertibili o con warrant che dispongano di obbligazioni ordinarie quotate di diritto.

A seguito dell'entrata in vigore della legge 207/92, le azioni delle Banche popolari si trovano ad essere strutturate in modo che in capo al titolare delle azioni si verifica una dissociazione tra qualità di azionista ed esercizio del diritto

di voto. Poiché tale diritto dipende non solo dall'acquisto del titolo, ma anche dall'autorizzazione degli amministratori, ne consegue la potenziale impossibilità degli acquirenti delle azioni di partecipare all'assemblea, il che equivale a dire che le azioni possono in generale considerarsi prive del diritto di voto. Allo scopo di consentirne la quotazione, in presenza delle disposizioni regolamentari secondo cui possono essere quotate azioni prive del diritto di voto solo se l'emittente disponga di azioni fornite di tale diritto già quotate o contestualmente quotate, si estende al caso in specie la deroga prevista dallo stesso Regolamento (art. 10) a favore degli enti pubblici esercenti l'attività bancaria.

Le modifiche relative al punto b), scaturiscono dall'esigenza che, in materia di ammissione alla quotazione ufficiale, sia espressa dagli organi preposti (attualmente dal Consiglio di borsa) una valutazione di carattere generale dei requisiti dell'istante. E poiché la finalità del parere è quella di apportare ulteriori elementi di conoscenza alla Commissione, è stato stabilito che nella formulazione del parere stesso sia tenuto conto anche di dati rilevabili dall'Organismo che esprime il parere in funzione dello specifico ruolo operativo ricoperto. Circa le modalità di emissione è stato stabilito che il parere sia espresso una sola volta nel corso dell'istruttoria di ammissione e, anche ove si utilizzi la procedura prevista dall'art. 19 bis, per ragioni di funzionalità è stato disposto

che la manifestazione del parere sia espressa entro un termine massimo di trenta giorni.

Per quanto concerne il punto c), il principio secondo cui viene ritenuta sufficiente la delibera del Consiglio di Amministrazione per la richiesta di ammissione al mercato ufficiale trae origine dal fatto che trattandosi di soggetti che già dispongono dello status di ammessi alle negoziazioni presso il mercato ristretto, gli stessi hanno già effettuato quella scelta strategica della quotazione che giustifica l'uso dello strumento decisionale costituito dalla delibera assembleare.

In conseguenza delle modifiche apportate al regolamento concernenti la possibilità, per le azioni delle banche popolari, di essere ammesse al mercato ufficiale, si osserva che, come prima applicazione della nuova normativa, la Banca popolare di Bergamo è passata dal mercato ristretto, dove era negoziata, a quello ufficiale. Tale ammissione è stata resa possibile anche a seguito della delibera n. 6201 del 16/5/1992 che ha esteso l'ammissione al subdeposito presso la Monte Titoli alle azioni delle Banche popolari, e che quindi ha rappresentato la condizione della modifica del Regolamento.

Nell'ambito delle problematiche relative all'ammissione alla quotazione, nel corso del 1992 è stato avviato l'esame delle modalità e possibilità di attuazione di un progetto, elaborato dalla Federazione delle borse europee - denominato Eurolist - che ha come obiettivo la quotazione simultanea, in almeno sei delle dodici borse europee, di titoli quotati nelle borse dei Paesi di

origine ed emessi dalle maggiori società europee, le cosiddette Eurochips. Molti sono ancora i problemi che si pongono per l'eventuale adesione dell'Italia al progetto; al riguardo sono state coinvolte associazioni e categorie interessate per acquisire ulteriori valutazioni in argomento.

### 1.2 Le ammissioni a quotazione

Nel corso del 1992, quattro società hanno ottenuto l'ammissione dei propri titoli azionari alla quotazione ufficiale e due l'ammissione alle negoziazioni nei mercati ristretti.

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

Di seguito si riporta l'elenco delle nuove società ammesse. Fra quelle ammesse al mercato ufficiale l'Istituto bancario S. Paolo di Torino, la Fincasa 44 e la Commerzbank A.G. hanno chiesto di avvalersi della procedura dall'art. 19 bis del regolamento di ammissione a quotazione, ottenendo l'ammissione a quotazione contestualmente alla concessione del nulla osta al deposito del prospetto informativo.

Società	Titolo	Borsa	Collocamento	Iniz. o neg.
<u>Mercato ufficiale</u>				
Ist. B.S. Paolo Torino	az. ord.	MI-TO	25/2/92	2/4/92
Fincasa 44	az. ord.	MI-RM	14/4/92	13/7/92
B.Pop. Bergamo	az. ord.	MI	senza coll.	3/8/92
Commerzbank	az. ord.	MI	17/11/92	28/12/92
<u>Mercato ristretto</u>				
Cred. Romagnolo	az. ord.	MI		19/2/1992
Nones	az. ord.	MI	16 /12/92	

Nel corso del 1992 sono state ammesse alla quotazione altre categorie di titoli di società aventi titoli già quotati e cioè: le azioni di risparmio Teleco Cavi a decorrere dal 9 gennaio, le azioni ordinarie Banco di Napoli a decorrere dal 16 gennaio, le azioni di risparmio conv. Santavaleria Finanziaria a decorrere dal 22 giugno, le azioni di risparmio BNL (in sostituzione delle quote di risparmio) a decorrere dal 27 luglio, le azioni di risparmio Banco di Sardegna (in sostituzione dei titoli di risparmio) a decorrere dal 10 agosto. Va rilevato che nei primi due casi si è trattato di ammissione di diritto alla quotazione ufficiale, mentre per gli altri si è trattato di ammissioni conseguenti ad operazioni di trasformazione in SpA di Istituti di credito, effettuate ai sensi della legge n. 218/90 (legge Amato), che hanno comportato la sostituzione dei titoli già in listino con azioni di risparmio per assicurare la



continuità di quotazione.

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

- Centrobanca 10% - 1991/94 convertibili in azioni ordinarie del Credito Valtellinese;
- Cementeria di Augusta 7% - 1991/96 ex warrant e warrant validi per sottoscrivere azioni ordinarie della società;
- Centrobanca 8,75% 1991/96 serie ord. convertibili in azioni ordinarie Saffa;
- Centrobanca 8,75% 1991/96 serie rnc - convertibili in azioni di risparmio Saffa;
- Centrobanca 8,5% 1992/96 convertibili in azioni ordinarie della Banca Agricola Mantovana;
- Montedison a tasso variabile 1992/2000;
- Mediobanca 8% 1992/98 ex warrant e warrant validi per sottoscrivere azioni Italcementi;
- Centrobanca ex warrant e warrant validi per acquistare azioni ordinarie Broggi Izar.

Sono stati poi ammessi alla quotazione al mercato ufficiale i seguenti warrant:

- warrant Iri-Stet 1991/94;
- warrant "A" Iri-Stet ordinarie 1992/96;
- warrant Simint;
- warrant Mediobanca 1989/94 validi per sottoscrivere azioni ordinarie della "Editoriale La Repubblica";

## XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

- warrant azioni di risparmio RAS 1993/95.

La quotazione dei warrant "A" Iri-Stet ordinarie 1992/94, delle obbligazioni 1992/97 ex warrant Centrobanca e dei warrant Centrobanca validi per acquisto di azioni ordinarie Broggi Izar sono avvenute facendo ricorso alla procedura di ammissione prevista dall'articolo 19 bis del regolamento di ammissione.

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

Società	Titolo ammesso	Borsa quot.	Data neg.
<u>Mercato ufficiale</u>			
Parmalat Fin.	az. ord.god. 1/7/91	BO,FI,MI,RM	17/2/92
Pacchetti	az. ord. god. 1/7/91	MI,MI,TO	16/4/92
Gerolimich	az. ord. god. 1/7/92	MI,GE,TS	20/7/92
<u>Mercato ristretto</u>			
NED Edific.	az. ord. god. 1/1/92	FI,MI,TO	30/3/92
Broggi Izar	az. ord.god. 1/7/92	MI	21/12/92

Sempre nel corso dell'anno, due provvedimenti hanno riguardato il cambiamento della denominazione sociale di altrettante società: la Garboli SpA Impresa Generale di Costruzioni che è divenuta Garboli REP SpA Impresa Generale di

costruzioni, a decorrere dal 25 marzo e la Eridania Zuccherifici Nazionali SpA che è divenuta Finanziaria Agroindustriale SpA, a decorrere dal 17 giugno.

Infine, in ordine ad altri mutamenti registratisi nei listini di borsa, si segnala che per effetto della fusione per incorporazione del Banco di Roma nel Banco di S. Spirito e del cambiamento della denominazione sociale di quest'ultimo in Banca di Roma, a decorrere dal 3 agosto:

- 1) le azioni ordinarie del Banco di Roma sono state revocate dalla quotazione;
- 2) le azioni ordinarie del Banco di S. Spirito sono state quotate con la nuova denominazione di azioni ordinarie Banca di Roma;
- 3) il prestito obbligazionario Mediobanca 89-94 serie speciale Banco di Roma ex warrant 7%, i warrant Banco di Roma 7% - Mediobanca sono quotati rispettivamente con la nuova denominazione Mediobanca 89-94 serie speciale Banca di Roma ex warrant 7% e warrant Banca di Roma 7% - Mediobanca;
- 4) il prestito obbligazionario Mediobanca 91-96 ex warrant 9% Banco di Santo Spirito "A" - Mediobanca ed i warrant Banco di Santo Spirito "B" - Mediobanca sono quotati rispettivamente sotto la nuova denominazione Mediobanca 91-96 ex warrant 9% Banca di Roma warrant Banca di Roma "A" - Mediobanca e warrant Banca di Roma "B" - Mediobanca;
- 5) le cartelle fondiarie Cassa di Risparmio di Roma 20le 6%, Cassa di risparmio di Roma 25le 5%, Cassa di risparmio di

Roma 25le 6% e Cassa di Risparmio di Roma conv.le 6% sono quotati rispettivamente sotto la nuova denominazione Banca di Roma 20le 6%, Banca di Roma 25le 6% e Banca di Roma 25le conv. 6%.

Inoltre, a seguito della fusione per incorporazione della società Finmeccanica nella Sifa e conseguente cambio della denominazione sociale della stessa Sifa in Finmeccanica, a decorrere dal 26 ottobre 1992 è stata modificata la denominazione delle azioni ordinarie e di risparmio da Sifa SpA in Finmeccanica SpA ed è stata altresì modificata la denominazione dei titoli del prestito obbligazionario da Sifa 9% 1988-93 convertibile in azioni privilegiate Autostrade in Finmeccanica 9% 1988-93 convertibile in azioni privilegiate Autostrade.

Nel corso del 1992 sono state ammesse di diritto alla quotazione 29 emissioni di titoli di Stato (CCT, BTP e un prestito BEI) e 13 prestiti obbligazionari emessi da istituti di credito speciale, enti delle partecipazioni statali e Enel.

### 1.3. I provvedimenti di revoca dalla quotazione

Le società revocate dalla quotazione nei mercati regolamentati nel corso del 1992 sono state le seguenti:

- Banca del Friuli - dal 1° aprile, dal mercato ristretto di Milano a seguito della fusione per incorporazione della società nel Credito Romagnolo SpA;
- ABB TECNOMASIO SpA - dal 16 giugno, dalla borsa valori di

Milano a seguito della offerta pubblica di acquisto delle azioni della società, da parte della controllante ASEA BROWN BOVERI, che ha fatto venire meno la sufficiente diffusione dei titoli fra il pubblico;

- Banca Nazionale del Lavoro - dal 27 luglio, dalle borse valori di Milano e Roma delle quote di risparmio della società a seguito della sua trasformazione in SpA;
- Credito Varesino SpA - dal 3 agosto, dalla borsa valori di Milano a seguito della fusione per incorporazione della società nella Banca popolare di Bergamo S.c.a r.l.;
- Banca Popolare di Bergamo S.c.a r.l. - dal 3 agosto, dai mercati ristretti di Genova Milano e Roma a seguito della fusione per incorporazione nella stessa del Credito Varesino SpA;
- Banco Ambrosiano Veneto Sud - dal 3 agosto, dai mercati ristretti di Firenze, Genova, Milano, Napoli, Roma e Torino a seguito di fusione per incorporazione dello stesso nel Banco Ambrosiano Veneto;
- Banca Industriale Gallaratese - dal 21 agosto, dal mercato ristretto di Milano a seguito di fusione per incorporazione della stessa banca nella Banca Popolare di Lodi;
- De Angeli Frua - dal 31 agosto, dalla borsa valori di Milano a seguito della nomina da parte della società di un collegio di liquidatori, preso atto che si era verificata la causa di scioglimento della società prevista dall'art. 2448 c.c., comma 1, n. 4;

- FIRS ITALIANA DI ASSICURAZIONI - dal 28 settembre, dalla quotazione ufficiale presso i mercati di Milano e Palermo a seguito dello scioglimento della società disposto con Decreto del Ministro dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato del 28 luglio 1992;
- Ausonia Assicurazioni - dal 16 novembre, dalla Borsa valori di Milano a seguito di fusione per incorporazione della società in La Previdente Assicurazioni.

## 2. L'attività delle Società di Intermediazione Mobiliare

### 2.1 Premessa

Il 1992 segna l'esordio nel mercato del nuovo soggetto previsto dalla legge di riforma n.1/1991, le società di intermediazione mobiliare, destinate, gradualmente, a sostituire gli "operatori tradizionali" agenti di cambio e società commissionarie di borsa.

L'anno decorso, nel contempo, ha visto la graduale scomparsa dal mercato delle società commissionarie le quali - come è noto - con il 31.12.1992, allo scadere cioè del periodo transitorio stabilito dalla legge citata, dovevano aver effettuato la trasformazione in SIM ovvero cessare l'attività.

All'inizio dell'anno avevano ottenuto l'iscrizione all'Albo circa 200 SIM, di cui oltre la metà autorizzate alla negoziazione di valori mobiliari. Di queste, peraltro, solo 60 abilitate alla negoziazione in borsa, in virtù della presenza di agenti di

cambio nel capitale; condizione, questa, richiesta dalla legge nel primo anno di avvio della riforma stessa.

Nel corso del 1992 sono state iscritte all'Albo delle SIM altre 99 società, di cui 57 ex commissionarie di borsa, ed è stata disposta la cancellazione di sei società.

Al 31 dicembre 1992 il numero delle SIM autorizzate era pertanto di complessive 285 unità. Occorre peraltro precisare che i provvedimenti di iscrizione all'Albo delle SIM riguardanti n.55 ex commissionarie di borsa, pur adottati nel corso del 1992, hanno avuto efficacia a decorrere dal 1° gennaio 1993, in quanto le società stesse hanno usufruito dell'intero periodo transitorio previsto dalla legge.

Ciò posto, e tenendo altresì conto del numero delle società nei cui confronti sono stati adottati provvedimenti di sospensione e/o di cancellazione dall'Albo, il numero complessivo di SIM che hanno operato effettivamente nel corso dell'anno assomma a circa 230 unità.

L'esame delle SIM sotto l'aspetto dimensionale evidenzia una concentrazione, peraltro non particolarmente accentuata, dei soggetti su livelli di capitale sociale inferiori ai 5 miliardi di lire.

Al riguardo, la Tavola C.1.1 fornisce la distribuzione delle SIM (complessivamente 227 soggetti, che risultavano autorizzati al 30 giugno 1992) per classi di capitale sociale versato.

Tavola C.1.1

distribuzione delle SIM autorizzate al 30.06.1992 per classi di capitale sociale versato	
classi di capitale	n.ro SIM
superiore a £/mln 20.000	12
tra £/mln 20.000 e £/mln 10.000	33
tra £/mln 10.000 e £/mln 5.000	37
tra £/mln 5.000 e £/mln 2.000	57
tra £/mln 2.000 e £/mln 1.000	43
tra £/mln 1.000 e £/mln 600	45
<b>TOTALE</b>	<b>227</b>

Le società che si attestano sulle 2 classi più elevate, con un capitale pari o superiore a £/mld 10, costituiscono il 19,8% del totale, mentre relativamente numerosi risultano i soggetti compresi nelle classi medio-basse. In particolare, le società che presentano un capitale inferiore a £/mld 5 (ultime 3 classi nella Tavola C.1.1) costituiscono il 63,9% del totale. Nelle ultime 2 classi, comprensive dei limiti di capitale prescritti dall'art. 2 del Regolamento adottato dalla Banca d'Italia d'intesa con la Consob il 2 luglio 1991, rientrano complessivamente 88 società, pari al 38,8% del totale.

Dalla distribuzione sopra descritta emerge pertanto che tra le SIM attualmente operanti solo una parte ridotta presenta un



capitale dimensionato sui limiti minimi previsti dalle citate disposizioni regolamentari.

Il sovradimensionamento rispetto ai requisiti minimi appare in generale collegato ai volumi di operatività, ai requisiti patrimoniali richiesti per l'accesso al MTS nonché ai rischi inerenti al tipo di attività svolta e risulta in alcuni casi strumentale al rispetto dei coefficienti patrimoniali previsti dalle citate disposizioni regolamentari.

Peraltro, la generale diffusione del fenomeno sopra descritto potrebbe trovare spiegazione nel fatto che gli stessi requisiti regolamentari vigenti, inerenti il capitale minimo, siano sottodimensionati rispetto agli standards che di fatto caratterizzano il settore. Tuttavia, ai sensi dell'art. 2 del Regolamento emanato dalla Banca d'Italia d'intesa con la Consob il 2 luglio 1991, al 31.12.1993 gli attuali requisiti transitori verranno sostituiti con livelli di capitale minimi quasi raddoppiati, soprattutto con riferimento alle attività di negoziazione e gestione di patrimoni.

Considerando il tipo di attività svolta le 285 SIM autorizzate alla data del 31.12.1992 possono così essere ripartite:

- 44 SIM polifunzionali (esercitano tutte le attività di cui all'art.1, comma 1, della L. 1/1991);
- 201 SIM semipolifunzionali;
- 40 SIM autorizzate allo svolgimento di una sola attività.

Dal punto di vista della distribuzione regionale le SIM iscritte all'Albo risultano così ripartite:

- Calabria	1
- Campania	9
- Emilia Romagna	12
- Lazio	42
- Liguria	3
- Lombardia	165
- Piemonte	26
- Sicilia	3
- Toscana	12
- Trentino Alto Adige	2
- Veneto	8
- Friuli Venezia Giulia	2

Con riguardo al gruppo di appartenenza o all'assetto proprietario le SIM possono essere, a grandi linee, così classificate:

#### Soggetti proprietari

- PERSONE FISICHE	121
- ISTITUTI DI CREDITO	55
- GRUPPI FINANZIARI	52
- AGENTI DI CAMBIO	27
- SOCIETA' DI ASSICURAZIONI	9
- BANCHE ESTERE	21

## 2.2 Le attività svolte dalle società di intermediazione mobiliare

### 2.2.1 Metodologia di analisi

L'analisi è stata condotta utilizzando i dati contenuti nelle segnalazioni periodiche inviate dalle società di intermediazione mobiliare alla Commissione ai sensi della delibera n. 5389 del 1991, con riferimento al primo semestre

1992. I dati relativi alle singole attività svolte derivano invece dalle informazioni statistiche inviate dagli intermediari ai sensi dell'articolo 57 del Regolamento della Banca d'Italia del 2 luglio 1991.

Occorre peraltro sottolineare che entrambe le tipologie di dati a disposizione presentano un grado di attendibilità influenzato dalla novità delle procedure di classificazione, trasmissione ed elaborazione. Inoltre, in fase di prima applicazione degli obblighi di vigilanza, al fine di agevolare gli intermediari nella comunicazione dei dati alle Autorità di controllo, nel corso del 1992 si è data la possibilità alle società di intermediazione mobiliare di selezionare il sistema di classificazione dei dati più confacente alle proprie realtà amministrative optando per il regime di segnalazioni cosiddetto definitivo ovvero per il regime transitorio ex articolo 45 del citato regolamento della Banca d'Italia. Pertanto i dati a disposizione si presentano disomogenei ai fini di una analisi del settore.

Da ultimo, mette conto segnalare un ulteriore aspetto che condiziona l'omogeneità dei dati, riguardante le numerosissime richieste di proroga dei termini di invio delle segnalazioni inoltrate prevalentemente nel corso del primo semestre del 1992 dagli intermediari alle Autorità di vigilanza a causa dei ritardi nell'avvio delle procedure informatiche di contabilità. Ciò ha fatto sì che per le prime scadenze non siano stati ottemperati gli obblighi di segnalazione, ancorché,

successivamente, siano state acquisite anche le segnalazioni arretrate mancanti. Tuttavia i dati oggetto dell'analisi, proprio perché riguardanti il periodo critico delle richieste di proroga, risultano in molti casi ancora incompleti. Per questo motivo, nei casi in cui si disponeva dei dati del secondo semestre si è preferito far riferimento a tale periodo in quanto le problematiche sopra evidenziate risultano decisamente attenuate.

Ciò premesso, è sembrato tuttavia opportuno tentare una prima analisi del settore delle SIM con l'obiettivo di individuare quantomeno gli aspetti più significativi del fenomeno in esame, nell'interpretazione dei quali occorrerà procedere, proprio per le considerazioni di cui sopra, con doverosa cautela.

A tal fine si è ritenuto di adottare due diverse tipologie di analisi. Con riferimento ai dati significativi delle attività svolte dalle SIM si sono utilizzati i dati di tutti i soggetti segnalanti appartenenti al settore delle SIM con prevalente riferimento al secondo semestre del 92, confrontato ove possibile con il semestre precedente. Con riguardo all'analisi dell'andamento della gestione operativa e dei risultati economici delle SIM è stato esaminato un campione costituito da 89 società di intermediazione mobiliare operanti al 30.6.92, delle quali 40 operative in due o più tipi di attività (polifunzionali), 42 operanti nella negoziazione conto terzi, 17 nella gestione patrimoni, 15 nella vendita a domicilio di valori mobiliari e 50

operanti negli altri servizi (collocamento e raccolta ordini). Il suddetto campione risulta rappresentativo, in quanto è stato individuato tenendo conto di una serie di variabili rilevanti, quali la dimensione delle società sia in termini patrimoniali che di operatività, l'estrazione, il tipo di attività svolta, che riflettono in misura ragionevolmente adeguata l'universo delle SIM. I dati esaminati nell'analisi sul campione si riferiscono al primo semestre del 1992.

### 2.2.2 Le attività svolte dalle SIM

#### 2.2.2.1 Attività di negoziazione

Come accennato al precedente par. 1, la negoziazione di valori mobiliari costituisce, tra le attività di intermediazione di cui all'art. 1, comma 1, della legge n. 1/1991, quella di gran lunga più significativa con riferimento sia al numero di soggetti che la esercitano sia ai volumi intermediati.

Come evidenziato nella Tavola C.1.2, relativa ai volumi (acquisti e vendite) intermediati dalle SIM sia in conto proprio che per conto terzi nel secondo semestre del 1992, i controvalori negoziati in titoli quotati superano il 90% dei volumi totali per quasi la metà dei soggetti operanti.

L'esame dei dati sui volumi negoziati evidenzia peraltro che l'operatività avente ad oggetto titoli non quotati, segnatamente titoli di Stato, rappresenta una parte non residuale nell'attività posta in essere dalle SIM. Come risulta infatti

Tavola C.1.2

distribuzione % delle SIM per classi di quote % di volumi negoziati in TITOLI QUOTATI sui volumi totali	
classi di volumi %	% di SIM
tra il 100% e il 90%	46,7%
tra il 90% e il 70%	23,4%
tra il 70% e il 50%	22,4%
inferiore al 50%	7,5%
TOTALE	100,0%

dalla Tavola C.1.3, solo per il 36,5% dei soggetti la negoziazione di titoli non quotati costituisce un'attività marginale in termini quantitativi. Da un esame più approfondito dei dati a disposizione risulta inoltre la presenza di un ristretto numero di soggetti che sembrerebbero specializzati proprio in tale tipo di attività. Le SIM la cui operatività nel comparto dei titoli non quotati supera il 50% dell'operatività totale rappresentano comunque solo il 16,8% del settore.

Per quanto concerne la negoziazione di titoli quotati, appare interessante procedere in dettaglio esaminando l'operatività delle SIM in titoli di Stato, negli altri titoli obbligazionari e nei titoli azionari.

Come risulta dalla Tavola C.1.4, la distribuzione delle SIM

Tavola C.1.3

distribuzione % delle SIM per classi di quote % di volumi negoziati in TITOLI NON QUOTATI sui volumi totali	
classi di volumi %	% di SIM
tra il 100% e il 50%	16,8%
tra il 50% e il 20%	22,4%
tra il 20% e il 5%	24,3%
inferiore al 5%	36,5%
TOTALE	100,0%

per classi di volumi intermediati in titoli di Stato, considerati in percentuale sul totale dei volumi negoziati sia in conto proprio che per conto terzi nel secondo semestre del 1992, risulta abbastanza omogenea.

Tavola C.1.4

distribuzione % delle SIM per classi di quote % di volumi negoziati in TITOLI DI STATO QUOTATI sui volumi totali	
classi di volumi %	% di SIM
tra il 100% e il 70%	26,2%
tra il 70% e il 50%	21,5%
tra il 50% e il 20%	30,8%
inferiore al 20%	21,5%
TOTALE	100,0%

Per quanto concerne, invece, l'attività di negoziazione in altri titoli obbligazionari quotati, come evidenziato nella Tavola C.1.5, la distribuzione dei soggetti risulta molto concentrata sulle classi più basse ed in particolare sull'ultima. Per il 65,4% dei soggetti i volumi negoziati in titoli obbligazionari risultano inferiori al 5% dei volumi totali, mentre solo per il 3,7% delle società tale attività rappresenta una quota superiore al 50%.

Tavola C.1.5

distribuzione % delle SIM per classi di quote % di volumi negoziati in OBBLIGAZIONI QUOTATE sui volumi totali	
classi di volumi %	% di SIM
superiore al 50%	3,7%
tra il 50% e il 20%	7,5%
tra il 20% e il 5%	23,4%
inferiore al 5%	65,4%
TOTALE	100,0%

Un elevato grado di concentrazione sulle classi di volumi più basse è riscontrabile anche con riferimento all'attività di negoziazione in titoli azionari quotati. In questo caso, peraltro, la concentrazione è presente in misura minore rispetto al caso dei titoli obbligazionari appena esaminato. Come risulta



infatti dalla Tavola C.1.6, l'operatività in titoli azionari quotati rappresenta una quota inferiore al 5% dei volumi totali per il 45,8% dei soggetti, mentre solo per il 12,1% di questi la quota supera il 70%.

Tavola C.1.6

distribuzione % delle SIM per classi di quote % di volumi negoziati in AZIONI QUOTATE sui volumi totali	
classi di volumi %	% di SIM
tra il 100% e il 70%	12,1%
tra il 70% e il 20%	21,5%
tra il 20% e il 5%	20,6%
inferiore al 5%	45,8%
TOTALE	100,0%

Sempre con riferimento ai titoli quotati, sembra interessante, alla luce delle nuove disposizioni in materia di mercati di negoziazione (concentrazione degli scambi in borsa, negoziazione di "blocchi", istituzione del mercato futures), esaminare i dati sui volumi intermediati dalle SIM con riferimento ai diversi mercati di negoziazione.

Al riguardo il Grafico C.1.1 fornisce la suddivisione per mercati dei volumi negoziati in titoli di Stato, obbligazioni ed azioni. Si precisa che i dati ivi rappresentati sono stati

elaborati sulla base dei volumi mediamente intermediati dalle SIM nel secondo semestre del 1992.

Per quanto concerne i titoli di Stato quotati, i controvalori negoziati fuori dai mercati regolamentati rappresentano una quota pressoché equivalente a quella negoziata in borsa (circa il 36% in entrambi i casi). E' interessante segnalare che per circa il 34% dei soggetti la borsa rappresenta il mercato esclusivo nel quale far affluire la propria operatività, mentre solo per il 16% dei soggetti le negoziazioni vengono effettuate esclusivamente fuori mercato.

Significativa (26%) risulta la quota di titoli di Stato trattati sul mercato telematico (MTS), mentre marginale (1,2%) è la presenza nei mercati esteri. In particolare, si osserva che le SIM che operano sul MTS costituiscono il 21% circa dei soggetti che negoziano in titoli di Stato.

Decisamente diversa è la ripartizione per mercati di negoziazione con riferimento agli altri titoli obbligazionari. In questo caso la maggior parte dei volumi (54,2%) riguarda i mercati esteri. Tale dato rispecchia il peso ormai raggiunto dai titoli esteri ed in particolare dagli *eurobonds* tra gli strumenti a reddito fisso e denota senza dubbio l'elevato grado di internazionalizzazione che contraddistingue le scelte degli intermediari italiani o, quantomeno, di alcuni di essi. Al riguardo, va infatti segnalata la presenza in misura rilevante sui mercati esteri di un ristretto numero di intermediari specializzati.

Sempre con riferimento ai titoli obbligazionari quotati, i volumi negoziati dalle SIM fuori dai mercati regolamentati superano, anche se di poco (26,8% contro il 19,0%) quelli trattati in borsa. L'elevata incidenza delle negoziazioni fuori mercato è da mettere in relazione con quanto sopra osservato con riguardo al peso assunto dai titoli esteri nei volumi negoziati a reddito fisso. Una parte significativa dei volumi negoziati fuori dai mercati regolamentati è infatti attribuibile ad alcuni tra i soggetti particolarmente specializzati nella negoziazione in titoli esteri, talché appare ragionevole ritenere che i volumi negoziati fuori mercato siano, almeno in parte, relativi ad obbligazioni estere.

Infine, per quanto concerne le negoziazioni in titoli azionari quotati, in borsa affluisce mediamente il 91,6% dei volumi complessivamente negoziati dalle SIM. Tale fenomeno è la naturale conseguenza dell'applicazione dell'obbligo di concentrazione di cui all'art. 11, comma 1, della legge n. 1/1991. Peraltro, pur essendo le disposizioni sulla concentrazione applicabili alla negoziazione di titoli obbligazionari quotati, in tali casi non si evidenzia un effetto altrettanto rilevante delle stesse.

Di una certa significatività appare il mercato dei blocchi, che comprende il 5,2% dei volumi, mentre un ruolo marginale continua ad assumere il mercato ristretto, con l'1,9% dei volumi. Molto esigui risultano inoltre, diversamente da quanto osservato

a proposito dei titoli obbligazionari, volumi scambiati nei mercati esteri (0,6%) e fuori dai mercati regolamentati (0,7%).

#### 2.2.2.2 Attività di gestione di patrimoni

L'esame dell'attività di gestione utilizza come parametri significativi tre dati di stock, relativi al 31 dicembre 1992:

- l'ammontare del patrimonio gestito;
- il numero dei contratti in essere;
- l'ammontare medio del patrimonio gestito per cliente calcolato sulla base degli elementi precedenti.

Le informazioni di cui sopra consentono di effettuare una valutazione delle dimensioni e delle caratteristiche operative dell'attività svolta dagli intermediari autorizzati. Per l'attività di gestione patrimoni, per la quale la legge e le disposizioni attuative non pongono elementi di differenziazione tra le modalità operative per le varie tipologie di intermediari (se si esclude l'intestazione fiduciaria), si è ritenuto utile confrontare i dati delle SIM con gli stessi dati degli enti creditizi autorizzati all'attività di gestione e con quelli delle fiduciarie iscritte alla sezione speciale dell'Albo.

Con riguardo al patrimonio complessivamente gestito le SIM rappresentano solamente il 3% del totale del settore (Grafico C.1.2), le società fiduciarie il 13%, mentre gli enti creditizi predominano con l'82% del totale della massa gestita.

Il fenomeno è spiegabile non soltanto a causa della maggiore numerosità dei gestori bancari rispetto alle altre categorie.

Grafico C.1.1

### ATTIVITA' DI NEGOZIAZIONE DELLE SIM SU TITOLI QUOTATI

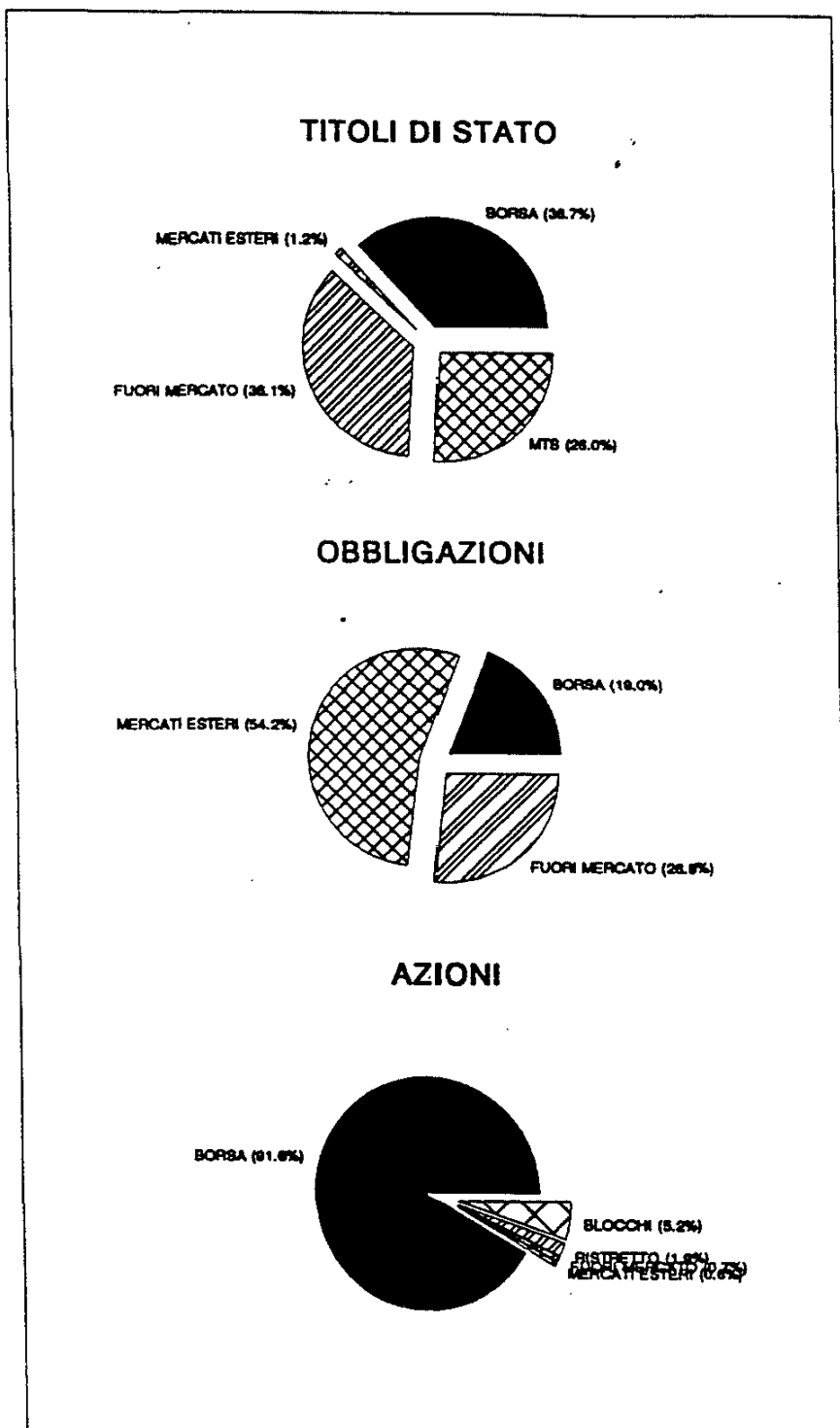
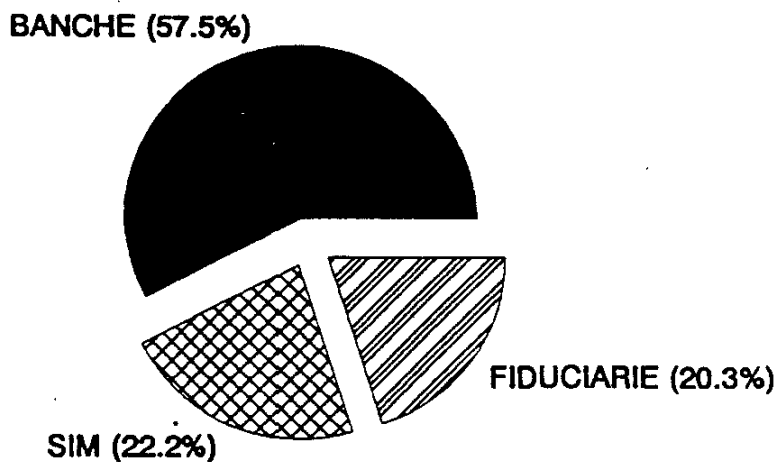


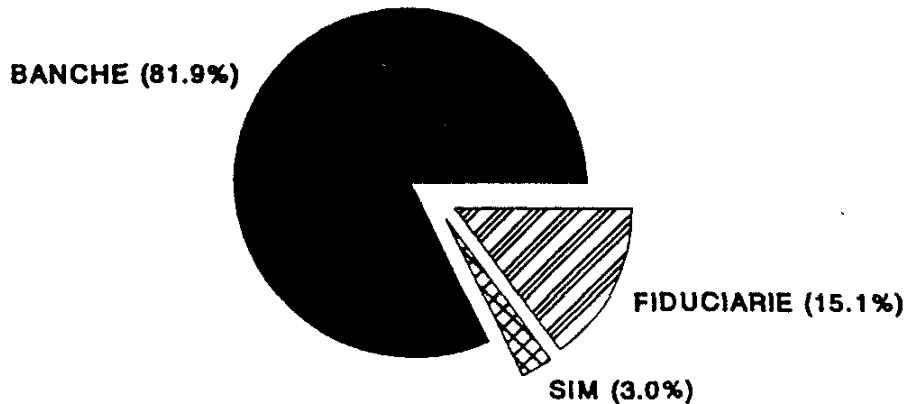
Grafico C.1.2

## ATTIVITA' DI GESTIONE DI PATRIMONI

### RIPARTIZIONE PER CATEGORIE DI INTERMEDIARI



### QUOTA DI MERCATO



Infatti, il rapporto numerico tra i soggetti operativi appartenenti alle diverse categorie di intermediari non si riflette proporzionalmente sulle quote di mercato che ciascuna delle stesse detiene al 31.12.92. Le SIM che hanno svolto nel corso del 1992 attività di gestione patrimoni sono più numerose delle società fiduciarie operanti nello stesso periodo e rappresentano circa un terzo degli intermediari bancari dello stesso settore (Grafico C.1.2); tuttavia esse detengono una quota marginale del mercato. Si osserva comunque che la suddivisione delle quote di mercato risente del fatto che in molti casi l'attività di gestione è svolta contemporaneamente dalla SIM, dalla società fiduciaria e dall'ente creditizio appartenenti allo stesso gruppo di controllo in virtù della diversa specializzazione che ciascuno di questi soggetti offre per il servizio di gestione patrimoni.

La diversità dei segmenti di mercato cui si rivolge l'attività delle tre categorie di intermediari è confermata dall'esame dei dati del patrimonio gestito e del numero dei contratti. Nella Tavola C.1.7 è evidenziata la distribuzione percentuale dei soggetti appartenenti alle varie categorie di intermediari in funzione della dimensione del patrimonio complessivamente gestito. Al 31.12.1992 nessuna SIM gestisce una massa patrimoniale superiore a 1.000 miliardi, tale soglia è invece raggiunta dal 5% delle società fiduciarie e dal 20% degli enti creditizi.

Tavola C.1.7

distribuzione % degli intermediari autorizzati per classi di patrimonio gestito			
classi di patrimonio gestito	SIM	fiduciarie	banche
(Lire / miliardi)	%	%	%
superiore a 1.000	0%	5%	20%
da 1.000 a 100	28%	37%	48%
da 100 a 10	53%	46%	30%
inferiore a 10	19%	12%	2%
TOTALE	100%	100%	100%

Anche per la classe dimensionale da 100 a 1.000 miliardi le SIM presentano una incidenza per numero di soggetti inferiore rispetto alle altre due categorie di intermediari, mentre più del 50% delle SIM gestisce complessivamente un patrimonio compreso tra i 10 e 100 miliardi.

Anche come numero di contratti le SIM non sono presenti nelle classi più elevate (superiori a 1.000) e solo l'8% dei soggetti appartenenti alla categoria presenta un numero di contratti superiore a 500 (Tavola C.1.8).



Tavola C.1.8

distribuzione % degli intermediari autorizzati per numero di contratti			
classi di numero di contratti	SIM	fiduciarie	banche
superiori a 10.000	0%	3%	11%
da 10.000 a 1.000	0%	20%	30%
da 1.000 a 500	8%	16%	20%
da 500 a 100	45%	36%	26%
inferiori a 100	47%	25%	13%
TOTALE	100%	100%	100%

L'esiguità del numero dei contratti delle SIM rispetto alle altre categorie di intermediari è da ricondursi anche al fatto, che le SIM, in quanto società neo costituite contrariamente alle società fiduciarie e agli enti creditizi, hanno avviato l'attività nel periodo preso in esame mentre per gli altri si è trattato della prosecuzione di una attività già esercitata in precedenza. Inoltre più della metà delle SIM operanti nella gestione patrimoni operano anche nella negoziazione e senza dubbio in fase di avvio quest'ultima attività è stata privilegiata rispetto alle altre in termini di destinazione delle

risorse.

Sotto il profilo del patrimonio medio gestito per cliente, dall'esame dei dati emerge la diversa specializzazione dei servizi offerti dalle tre categorie di intermediari e quindi la diversa tipologia della clientela.

Le SIM presentano le più alte incidenze per numero di soggetti in relazione alle categorie di patrimonio medio-gestito più elevato (da 500 milioni a 10 miliardi) e pertanto il servizio offerto sembra destinato ad una tipologia di clientela che si potrebbe definire di élite (Tavola C.1.9). Mentre nel caso delle gestioni patrimoniali offerte dagli enti creditizi e dalle società fiduciarie, per i quali rispettivamente il 78% e il 61% presenta patrimoni medi compresi tra 100 e 500 milioni si può parlare di servizi offerti più standardizzati, alla portata cioè di un maggior numero di risparmiatori. In realtà, la classe di patrimonio medio compresa tra 100 e 500 milioni concentra il maggior numero di soggetti di ognuna delle tre categorie di intermediari e ciò consente di individuare in questo ambito il limite patrimoniale minimo applicato più diffuso nel mercato delle gestioni personalizzate di patrimoni. Per società fiduciarie e SIM è abbastanza rilevante anche la presenza, rispettivamente del 19% e del 16%, dei soggetti per la classe di patrimonio medio inferiore a 100 milioni. In questi casi è difficile commentare il fenomeno associandolo ad una eventuale tipologia di servizio offerto in quanto non si dispone di

elementi che consentano di valutare le performance di questi patrimoni, troppo esigui da poter essere investiti in una vasta gamma di valori mobiliari.

Tavola C.1.9

distribuzione % degli intermediari autorizzati per classi di patrimonio medio gestito			
classi di patrimonio medio gestito	SIM	fiduciarie	banche
(Lire / milioni)	%	%	%
superiore a 10.000	11%	0%	1%
da 10.000 a 1.000	14%	11%	4%
da 1.000 a 500	14%	12%	9%
da 500 a 100	42%	61%	78%
inferiore a 100	19%	16%	8%
TOTALE	100%	100%	100%

### 2.2.2.3 Attività di sollecitazione del pubblico risparmio

L'esame dei dati si riferisce al secondo semestre del 1992 e come numero di SIM fa riferimento non al numero dei soggetti autorizzati a tale attività ma a coloro che effettivamente hanno

operato nel periodo esaminato. Contrariamente all'attività di gestione patrimoni, non si è ritenuto opportuno confrontare i dati delle SIM con quelli degli enti creditizi in quanto per questi ultimi l'attività di sollecitazione è risultata estremamente marginale (solo 20 banche sono state autorizzate a tale attività). Nel periodo esaminato la raccolta effettuata dalle SIM autorizzate all'esercizio dell'attività di cui all'articolo 1, comma 1, lettera f) risulta concentrata in un numero piuttosto limitato di soggetti (Tavola C.1.10).

Tavola C.1.10

distribuzione % delle SIM per classi di raccolta del secondo semestre 1992	
classi di raccolta (Lire / miliardi)	% di SIM
superiore a 1.000	11%
da 1.000 a 100	15%
da 100 a 10	32%
inferiore a 10	42%
<b>TOTALE</b>	<b>100%</b>

Le SIM che nel corso del secondo semestre '92 hanno raccolto contratti per prodotti e servizi per un ammontare superiore a 100

miliardi rappresentano infatti il solo il 26% del totale (corrispondenti alle prime due classi della Tavola C.1.10). Si tratta delle maggiori reti di vendita che svolgono esclusivamente attività di vendita a domicilio di valori mobiliari e che appartengono ai principali gruppi dell'intermediazione mobiliare. Il 32% delle SIM ha evidenziato una raccolta compresa tra i 10 e i 100 miliardi, mentre presenta una elevata incidenza (42% dei soggetti) la classe di raccolta inferiore a 10 miliardi. In questo caso si tratta prevalentemente di SIM polifunzionali che svolgono tale attività congiuntamente ad altre e che sono entrate a far parte di questo settore solo a seguito dell'entrata in vigore della Legge n.1/1991.

Con riguardo alla tipologia delle SIM di sollecitazione, per il 68% delle stesse l'attività di raccolta riguarda sia "prodotti", tra i quali predomina il collocamento di quote di fondi comuni di investimento, che "servizi", in prevalenza gestioni patrimoniali. Tra le SIM la cui raccolta si può definire "specializzata" predominano i soggetti che collocano esclusivamente servizi finanziari.

I promotori finanziari operanti per le SIM esaminate ammontano a circa 15.800 soggetti per la quasi totalità agenti. Questo numero è superiore al numero dei promotori iscritti all'Albo in quanto, nel corso del 1992, in virtù del regime transitorio, hanno potuto operare, ai sensi dell'articolo 20 del Regolamento n. 5388 del 1991, anche coloro che avendo sostenuto

l'esame di idoneità fossero in attesa di conoscerne l'esito.

### 2.2.3 Valutazione dei risultati economici sul campione di SIM

Il 55% delle società esaminate ha chiuso il primo semestre del 1992 con un risultato in utile.

Come risulta dalla Tavola C.1.11, per l'8,9% delle società appartenenti al campione considerato l'utile è stato superiore a 1 miliardo di lire, mentre le società con perdite superiori a 1 miliardo rappresentano il 12,4% del campione. Il 31,4% delle società esaminate presenta risultati di modesta entità, ovvero

Tavola C.1.11

distribuzione % delle SIM del campione per classi di risultato di periodo	
milioni di lire	%
in utile:	
superiore a 1.000	8,9
da 1.000 a 500	7,9
da 500 a 100	19,1
inferiore a 100	19,1
in perdita:	
superiore a 3.000	4,5
da 3.000 a 1.000	7,9
da 1.000 a 500	3,5
da 500 a 100	16,8
inferiore a 100	12,3

utili o perdite inferiori ai 100 milioni di lire. Si precisa che i risultati di periodo sono considerati al lordo delle imposte.

Un esame più approfondito dei risultati conseguiti in relazione al tipo di attività svolta, suggerisce almeno due ipotesi generali. La prima è che gli utili maggiori sono stati conseguiti, nella generalità dei casi, da società polifunzionali che hanno svolto attività di negoziazione per conto terzi insieme al collocamento e alla raccolta di ordini. L'integrazione verticale avrebbe consentito, in questi casi, una gestione complessiva più redditizia. La seconda indicazione generale è che le perdite più evidenti sono relative alle SIM di sollecitazione. Il 50% delle società del campione che hanno conseguito una perdita superiore a 1 miliardo è costituito da SIM che hanno operato esclusivamente come reti di vendita. L'esercizio esclusivo di tale attività non ha in questi casi consentito la copertura dei costi relativi alle provvigioni corrisposte ai promotori finanziari.

Peraltro, dall'esame svolto, risulta che l'incidenza dei costi di struttura (costi fissi quali personale, spese generali, ammortamenti) sul totale dei costi sia minore proprio per le reti di vendita rispetto alle SIM che svolgono altri tipi di attività: la distribuzione delle società del campione per incidenza dei costi di struttura sui costi totali rivela che le reti di vendita sono tutte (con una sola eccezione) posizionate al di sotto del 56-esimo posto, con un rapporto costi di struttura / costi totali

che va da un massimo del 77% ad un minimo del 37%.

I costi di struttura, peraltro, assumono un'incidenza rilevante per gran parte delle società esaminate. Come risulta, infatti, dalla Tavola C.1.12, l'82% del campione presenta un rapporto tra costi di struttura e costi totali superiore al 50%.

Tavola C.1.12

distribuzione % delle SIM del campione per classi di incidenza dei costi di struttura sui costi totali	
classi di incidenza %	%
pari al 100%	18,0
tra il 99% e l'80%	39,3
tra l'80% e il 50%	24,7
tra il 50% e il 30%	12,4
inferiore al 30%	5,6

Quanto sopra osservato sembra trovare spiegazione, oltre che nelle peculiarità proprie dell'attività di intermediazione mobiliare, anche nella circostanza che gran parte delle società considerate, pur risultando di nuova costituzione, ha ereditato strutture e organici di società preesistenti che già risentivano di un certo sovradimensionamento rispetto ai volumi di operatività.

Per quanto concerne la composizione dei ricavi, l'esame della distribuzione del campione per classi di incidenza dei ricavi



tipici, costituiti dalle commissioni percepite per i vari tipi di attività di intermediazione mobiliare svolta, sui ricavi totali evidenzia che l'attività tipica ha generalmente un'incidenza preponderante rispetto ai proventi rivenienti dal portafoglio titoli di proprietà o da altri impieghi propriamente non tipici. Come risulta dalla Tavola C.1.13, il 70,7% delle società considerate presenta un rapporto ricavi tipici / ricavi totali superiore al 50%. Va peraltro considerato che le società che presentano una bassa incidenza dei ricavi tipici sono spesso quelle che hanno intrapreso l'attività più recentemente.

Tavola C.1.13

distribuzione % delle SIM del campione per classi di incidenza dei ricavi tipici sui ricavi totali	
classi di incidenza %	%
superiore al 90%	24,7
tra il 90% e il 70%	26,9
tra il 70% e il 50%	19,1
tra il 50% e il 10%	16,9
inferiore al 10%	12,4

Per quanto concerne la struttura patrimoniale e finanziaria, le società esaminate appaiono in generale caratterizzate da una prevalenza di mezzi propri rispetto ai mezzi di terzi. Ciò appare in parte comprensibile qualora si consideri che l'operatività

delle società è ancora nella fase iniziale.

Al riguardo, la Tavola C.1.14 fornisce la distribuzione delle SIM esaminate per classi di attivo totale e la Tavola C.1.15 contiene la distribuzione delle medesime per classi di leverage, inteso come rapporto tra mezzi di terzi e mezzi propri.

Tavola C.1.14

distribuzione % delle SIM del campione per classi di attivo totale	
milioni di lire	%
superiore a 100.000	4,5
da 100.000 a 50.000	10,1
da 50.000 a 20.000	19,1
da 20.000 a 10.000	16,9
da 10.000 a 5.000	11,2
da 5.000 a 2.000	15,7
inferiore a 2.000	22,5

In particolare, si osserva che la maggioranza delle società esaminate (58,5%) presenta un rapporto tra mezzi di terzi e mezzi propri inferiore all'unità e per il 29,2% dei soggetti i mezzi di terzi sono presenti in misura inferiore ad un quarto del patrimonio netto.

Tavola C.1.15

distribuzione % di SIM sul campione per classi di leverage (rapporto tra mezzi di terzi e mezzi propri)	
classi di leverage (volte)	%
superiore a 5	11,2
tra 5 e 2	9,0
tra 2 e 1	21,3
tra 1 e 0,50	12,4
tra 0,50 e 0,25	16,9
inferiore a 0,25	29,2

Per quanto concerne, infine, la redditività del patrimonio netto, la Tavola C.1.16, relativa alle sole società che hanno presentato utili nel periodo considerato, fornisce le seguenti indicazioni: la redditività si attesta, per la maggior parte dei casi considerati (57,2%), su valori percentuali molto modesti, vale a dire al di sotto del 5%; solo per il 26,5% delle società in utile essa supera il 10% e solo nel 14,3% dei casi la redditività è superiore al 25%.

Al riguardo, valgono le considerazioni sopra svolte sui risultati conseguiti dalle società ed, in particolare, sull'incidenza dei costi di struttura sull'andamento della gestione.

Tavola C.1.16

distribuzione % delle SIM del campione in utile per classi di redditività del patrimonio netto	
classi di redditività %	%
superiore al 50%	8,2
tra il 50% e il 25%	6,1
tra il 25% e il 10%	12,2
tra il 10% e il 5%	16,3
tra il 5% e il 2%	28,6
tra il 2% e lo 0	28,6

Dopo aver analizzato i dati a livello di intero settore appare utile formulare alcune osservazioni riguardo i singoli segmenti dell'attività di intermediazione mobiliare. A tale scopo, l'esame dei dati a disposizione che, come accennato, rivengono dalle segnalazioni periodiche di vigilanza, è stato approfondito in funzione delle attività di intermediazione mobiliare prevalentemente svolte dalle SIM.

#### 2.2.3.1 Attività di negoziazione

L'attività di negoziazione di valori mobiliari svolta dal campione di SIM considerato è stata nel primo semestre 1992 prevalentemente attività di negoziazione in conto terzi. Ciò è dovuto, da un lato, al fatto che molte delle SIM di negoziazione

sono di emanazione bancaria o di commissionarie di borsa e sono state costituite quasi esclusivamente per lo svolgimento dell'attività di negoziazione nei mercati regolamentati; dall'altro, al fatto che le SIM costituite da agenti di cambio sembrano prediligere l'attività tradizionalmente svolta da questi ultimi.

L'attività di negoziazione presenta per il campione di SIM esaminato risultati mediamente in "sostanziale pareggio" anche se si registrano delle eccezioni sia positive che negative. Le SIM che al 30 giugno 1992 hanno presentato perdite rilevanti presentano costi di struttura molto elevati che i ricavi da commissioni non sono stati in grado di coprire. Tuttavia, la mancata copertura dei costi è da attribuirsi più al sovradimensionamento della struttura che alla mancata remuneratività dell'attività svolta. In altri termini, le perdite evidenziate sono il frutto di un dimensionamento della struttura che si è basato su livelli previsti di volumi intermediati certamente non raggiungibili, in quanto probabilmente in sede di programmazione è stato sopravvalutato l'effetto della concentrazione degli affari in borsa. L'andamento non positivo del mercato nel periodo esaminato si ritiene abbia avuto un effetto pressoché omogeneo per l'intero settore.

Un campione più limitato di SIM di negoziazione è stato esaminato sotto il profilo della tipologia della clientela. All'interno di questo campione il numero dei rapporti contrattuali dichiarati dalle SIM di negoziazione varia da 7.000

a 18 e normalmente la numerosità dei rapporti decresce in funzione della qualificazione della clientela. Anche in questo caso si registrano delle eccezioni con SIM che dichiarano un portafoglio di clientela qualificata costituito da più di 1.000 soggetti.

Dall'esame dei dati sui controvalori intermediati per conto terzi risulta che anche i clienti cosiddetti "non qualificati" delle SIM di negoziazione presentano uno standard patrimoniale piuttosto elevato. In effetti il turnover trimestrale per i clienti non qualificati delle SIM esaminate si attesta tra i 60 e i 600 milioni. Se il dato fosse confermato a livello di intero settore si potrebbe concludere che uno degli effetti della suddivisione dell'attività di intermediazione in valori mobiliari voluto dalla legge n. 1/1991 è stato quello di segmentare la clientela delle SIM con la conseguenza, ad esempio, che il piccolo risparmiatore sembra essersi rivolto più alle strutture di raccolta di ordini e di investimento collettivo che alle strutture di negoziazione.

Ancorché la considerazione appaia scontata, i risultati economici delle SIM caratterizzate da una clientela prevalentemente qualificata risultano migliori rispetto alle altre.

Da ultimo, una considerazione sui ricavi dell'attività di negoziazione in conto proprio: nel primo semestre del '92 l'incidenza degli "utili da negoziazione" sul totale dei ricavi è

risultata poco rilevante per la totalità dei casi esaminati. Ciò conferma le considerazioni esposte in precedenza.

#### 2.2.3.2 Attività di gestione di patrimoni

Come è noto, l'attività di gestione patrimoni è svolta sia dalle SIM autorizzate all'esercizio dell'attività di cui all'articolo 1, comma 1, lettera c) della legge n. 1/91 che dalle società fiduciarie iscritte nella sezione speciale dell'Albo.

Con riguardo alla prima categoria di soggetti, l'attività di gestione svolta dalle SIM polifunzionali ha stentato ad avviarsi e pertanto in questi casi nel primo semestre dello scorso anno, sono scarsamente rilevanti i ricavi per commissioni di gestione rispetto al totale dei ricavi ed è molto limitato il numero dei rapporti contrattuali gestiti. Le SIM che esercitano quasi esclusivamente l'attività di gestione di patrimoni (2 soggetti nel campione esaminato) hanno ottenuto risultati economici positivi, in entrambe i casi superiori al miliardo. Queste SIM offrono tuttavia una gestione di patrimoni molto specializzata; basti pensare che una di queste SIM gestisce solo 10 rapporti contrattuali di cui 5 con clienti qualificati e 5 con clienti non qualificati con una massa amministrata complessiva che si colloca al primo posto nel settore delle SIM di gestione.

Sul fronte delle fiduciarie, il campione esaminato è costituito da 39 soggetti e dalle analisi effettuate si evidenzia che il settore ha realizzato risultati economici semestrali maggiormente positivi rispetto alle SIM di negoziazione.

I costi di struttura delle società fiduciarie sono mediamente più contenuti che nel caso delle SIM di negoziazione soprattutto in relazione al numero dei rapporti contrattuali gestiti. I clienti delle società fiduciarie esaminate sono tutti non qualificati e piuttosto numerosi. Le commissioni di gestione nel 60% dei casi esaminati sono in grado di coprire i costi di struttura, negli altri si evidenziano comunque perdite molto contenute (non superiori a 100 milioni).

I dati illustrati consentono più di una interpretazione. Innanzi tutto, le dimensioni della struttura organizzativa delle società fiduciarie risultano più adeguate alle dimensioni operative rispetto a quanto è avvenuto per le SIM di negoziazione. Tuttavia, bisogna tenere presente che la programmazione dell'attività per le società fiduciarie è stata senza dubbio più agevole che per le SIM, in quanto per le prime, nella maggior parte dei casi, si è trattato semplicemente di proseguire l'attività preesistente e non di iniziarne ex novo.

Più contraddittorio appare il confronto dei costi per rapporto contrattuale tra società fiduciarie e SIM di negoziazione in quanto sotto il profilo delle regole di correttezza e dei conseguenti oneri nei confronti della clientela l'attività di gestione patrimoni risulta certamente più aggravata rispetto all'attività di negoziazione. In ogni caso, il dato significativo che si desume dall'analisi dei dati su SIM di gestione e società fiduciarie è che nel primo semestre questi



sono risultati gli intermediari più efficienti.

#### 2.2.3.3 Altri servizi di intermediazione

Sono ricomprese in questa categoria le attività di collocamento, raccolta di ordini, vendita a domicilio di valori mobiliari e intermediazione in prodotti derivati.

In generale, i risultati del primo semestre generati dallo svolgimento di queste attività non sono molto soddisfacenti se si escludono quelli ottenuti dall'attività svolta dai *money brokers* (intermediazione in prodotti derivati su valute e tassi di interesse) che invece risultano positivi.

In particolare le attività di collocamento, raccolta di ordini e consulenza soprattutto se esercitate in via esclusiva, non hanno evidenziato ricavi rilevanti e ciò è dovuto principalmente al mancato o ritardato avvio di queste attività nel periodo esaminato. Tuttavia, per lo stesso motivo anche i costi di struttura si presentano limitati e di conseguenza le perdite sono piuttosto contenute.

Diverso è il caso delle SIM che esercitano attività di vendita a domicilio di valori mobiliari per le quali i risultati non positivi si evidenziano già a livello di "risultato operativo", inteso come differenza tra i costi e i ricavi tipici dell'attività, mentre i costi di struttura, come già evidenziato nella prima parte del paragrafo, incidono al massimo per il 60% del totale dei costi.

### 2.3 Le attività istruttorie

Nell'ambito delle ulteriori attività istruttorie relative alle SIM sono stati adottati i seguenti altri provvedimenti:

- n. 36 società già iscritte all'Albo sono state autorizzate all'esercizio di ulteriori attività;
- n. 20 SIM sono state autorizzate a promuovere o collocare prodotti e servizi del mercato finanziario ai sensi dell'art. 15, comma 3, del regolamento adottato con delibera n. 5386 del 2 luglio 1991;
- n. 4 SIM sono state autorizzate allo svolgimento dell'attività presso sedi secondarie individuate, ai sensi dell'art. 18 del suddetto regolamento;
- per n. 12 SIM si è adottato il provvedimento ricognitivo di conferma dell'iscrizione all'Albo in esito a modifiche della denominazione sociale;
- n. 6 SIM sono state sospese dall'esercizio dell'attività, in esito alle irregolarità riscontrate, e in due casi è successivamente intervenuta la cancellazione dall'Albo;
- è stata disposta la revoca dell'autorizzazione all'esercizio di un'attività su istanza di una SIM semipolifunzionale.

Nell'ambito delle ulteriori attività istruttorie relative alle società commissionarie di borsa sono stati adottati i seguenti altri provvedimenti:

- sono stati adottati n. 13 provvedimenti di revoca dell'ammissione negli antirecinti alle grida nei confronti di

altrettante società, di cui 12 su istanza delle società stesse, che hanno inteso rinunciare alla trasformazione in SIM e di cessare l'attività di commissionaria prima della scadenza del periodo transitorio, e una per accertato venir meno dei requisiti per l'ammissione stessa;

- sono state approvate le nomine di quattro rappresentanti in borsa di altrettante società;
- sono stati adottati tre provvedimenti di conferma dell'ammissione in esito a modifica della denominazione sociale.

### 3. L'attività delle società commissionarie di borsa

#### 3.1 Premessa

Con la fine del 1992 termina il regime transitorio previsto dalla legge 2 gennaio 1991, n. 1, di riforma del settore dell'intermediazione mobiliare.

Si conclude così l'esperienza di quella specifica categoria di intermediari mobiliari costituita dalle commissionarie di borsa, intermediari abilitati ad operare nella doppia capacità di broker e dealer e fisicamente presenti in appositi spazi dei locali delle borse valori loro riservati.

Al momento dell'istituzione della Consob e del conseguente trasferimento alla stessa delle competenze in materia borsistica, questa categoria di intermediari - sottoposta alla vigilanza del Ministero del Tesoro - risultava composta da un centinaio di

soggetti estremamente diversificati per organizzazione e dimensioni; accanto a ditte individuali presenti soprattutto nelle borse valori minori, operavano società di persone e di capitali, alcune delle quali di ampia dimensione.

Fra il 1984 ed il 1985, la Consob avviò una prima fase di regolamentazione che, seppur articolata in singoli provvedimenti emanati per ciascuna borsa valori, rispondeva all'esigenza di avviare la definizione di una disciplina uniforme delle procedure e dei requisiti richiesti per l'ammissione delle commissionarie negli antirecinti di borsa.

In seguito, nel febbraio del 1988, la Commissione emanava una nuova disciplina organica del sistema di vigilanza di questa categoria di intermediari. La scelta era conseguente anche a una crescita del peso dell'operatività di detti intermediari e fu effettuata a conclusione di fruttuoso confronto con l'Associazione di categoria.

Alle società commissionarie venivano prescritti, oltre alla forma giuridica della società per azioni con capitale sociale di almeno 500 milioni, i requisiti del possesso di un patrimonio netto di 1 miliardo e l'esclusività, in luogo della precedente "prevalenza", dell'attività di commissione in titoli e di quelle ad essa complementari; attività queste ultime espressamente individuate nel collocamento di valori mobiliari, nell'esecuzione di mandati ad amministrare e nella prestazione di consulenza e servizi nel settore della finanza aziendale. Un adeguato periodo transitorio era comunque prescritto per conformarsi ai nuovi

requisiti regolamentari. Era inoltre imposto l'obbligo di sottoporre i bilanci a revisione e certificazione; ai presidenti, agli amministratori delegati, ai direttori generali, ai rappresentanti e ai sostituti rappresentanti in borsa erano richiesti specifici requisiti di professionalità ed onorabilità; analoghi requisiti di onorabilità erano richiesti a chiunque avesse il controllo proprietario di una società commissionaria.

Infine, in una visione dinamica della vigilanza, alle commissionarie di borsa veniva imposto l'obbligo del rispetto costante di due indici finalizzati ad assicurare, rispettivamente, l'equilibrio fra il rischio assunto nell'esercizio delle loro attività e la dimensione del loro patrimonio netto (il c.d. indice di copertura patrimoniale) ed il bilanciamento fra la liquidabilità delle poste dell'attivo e l'esigibilità di quelle del passivo (c.d. indice di equilibrio finanziario).

La funzionalità delle nuove misure di vigilanza veniva indirettamente assicurata dal potenziamento - sia in termini qualitativi che di cadenza temporale - degli obblighi di informazione delle commissionarie verso la Consob; informazioni rese secondo schemi predefiniti ed inviate per il tramite di supporti informatici.

Un bilancio positivo può esser tratto a conclusione dell'esperienza di vigilanza delle commissionarie. Il sistema ha assicurato un efficace monitoraggio dell'operatività di questa

categoria di intermediari ed un accrescimento della capacità di controllo della Commissione; ciò si è riflesso negli interventi disposti nell'intervallo compreso fra il 1988 ed il 1992: 66 ispezioni, 5 provvedimenti di sospensione e 18 provvedimenti di revoca delle autorizzazioni concesse.

All'esperienza di regolamentazione delle commissionarie di borsa può inoltre essere riconosciuto un importante contenuto di anticipazione dei principi introdotti nel sistema della nuova legge. Per le commissionarie vennero infatti fissati quei requisiti e configurate quelle modalità operative di vigilanza successivamente recepite, in gran parte, dalla ricordata legge di riforma del mercato borsistico. In questo senso, è corretto sostenere che fra le due discipline non c'è stata - pur tenendo conto della diversità di rilievo e di contenuti - alcuna soluzione di continuità, avendo costituito la prima una sorta di sperimentazione della seconda.

A conferma di una continuità anche del fenomeno economico, può citarsi l'avvenuta trasformazione, allo scadere del termine del 31.12.1992, di oltre il 65% del totale delle commissionarie in società di intermediazione mobiliare (SIM).

### 3.2. L'attività delle commissionarie di borsa nel 1992

#### 3.2.1 Metodologia di analisi

La presente relazione è stata svolta utilizzando i dati contenuti nelle comunicazioni semestrali inviate su supporto

magnetico dalle commissionarie alla scadenza del 30.6.1992.

Tuttavia, avendo la Commissione esonerato le commissionarie - in ragione del sovrapporsi della disciplina specifica con quella di attuazione della legge di riforma - dall'inviare, per il 1992, i dati relativi agli scambi effettuati, per l'esame dei volumi di attività in titoli si è fatto ricorso alle informazioni statistiche trasmesse dai soggetti ai sensi dell'art. 57 del Regolamento della Banca d'Italia del 2 luglio 1991.

Una particolare attenzione è stata rivolta, nel corso dell'indagine, nel confrontare i dati con quelli relativi alla precedente scadenza del 30.6.1991; ciò soprattutto al fine di cogliere l'intervento di eventuali mutamenti della struttura patrimoniale e dell'articolazione dei costi e dei ricavi delle commissionarie.

La riduzione numerica delle società componenti i due campioni esaminati - passate da 118 a 89 - non ha inficiato la qualità del confronto; inoltre, per le principali poste di stato patrimoniale e di conto economico si è anche provveduto ad effettuare un confronto a c.d. campioni omogenei, ricostruendo quello relativo al 30.6.1991 con i dati di pertinenza degli stessi soggetti presenti alla data del 30.6.1992.

Infine, in conformità a quanto già fatto nelle precedenti relazioni, sono stati rettificati e resi omogenei gli stati patrimoniali effettuando i saldi dei valori relativi ai Crediti e Debiti di borsa e riportando l'eventuale saldo positivo o negativo rispettivamente ad incremento o decremento del

portafoglio titoli di proprietà. Ciò al fine di eliminare le possibili distorsioni derivanti dall'utilizzo, da parte delle commissionarie, di due distinti criteri di contabilizzazione delle operazioni in titoli (quello c.d. a data stipula e quello c.d. a data liquidazione).

### 3.2.2. L'analisi dello stato patrimoniale delle commissionarie di borsa

#### Le componenti dell'attivo estranee all'attività di intermediazione mobiliare

I dati contenuti nelle situazioni patrimoniali confermano, anche al 30.6.1992, la ridotta incidenza sul totale dell'attivo delle poste non direttamente connesse all'attività di intermediazione mobiliare (graf. C.1.3).

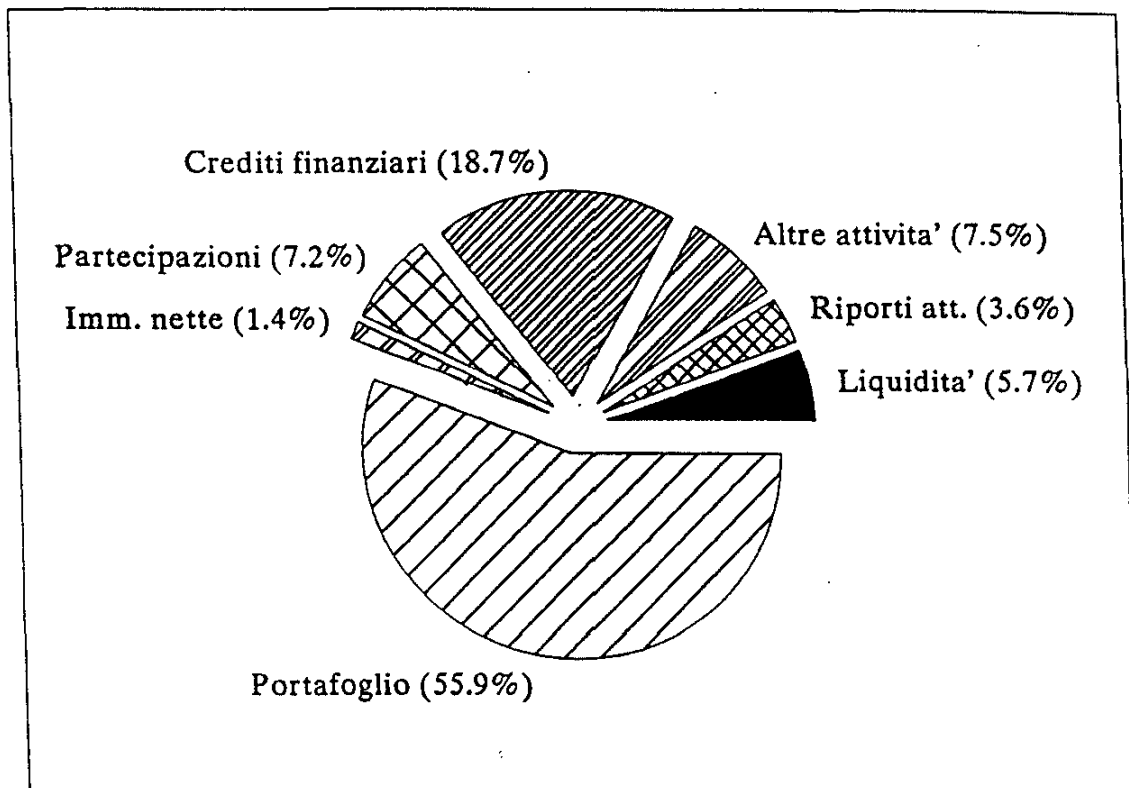
In particolare, il peso dell'insieme dei Crediti finanziari sul totale dell'attivo rettificato si è ulteriormente ridotto, passando dal 21% del giugno 1991 al 19% del giugno 1992.

Un dato di maggior rilievo, soprattutto ai fini di una valutazione dei rischi connessi alle attività non tipiche, è quello relativo alle variazioni intervenute nelle singole categorie che compongono i Crediti finanziari; così, a fronte di una riduzione dei finanziamenti concessi ai clienti di borsa, scesi dall'8% al 5% dei crediti finanziari totali, si è invece accentuato il peso di quelli di altra natura, passati dal 92% al 95% e, in tale ambito, dei crediti non garantiti, rappresentanti oltre il 77% del totale (tav. C.1.17).



Grafico C.1.3

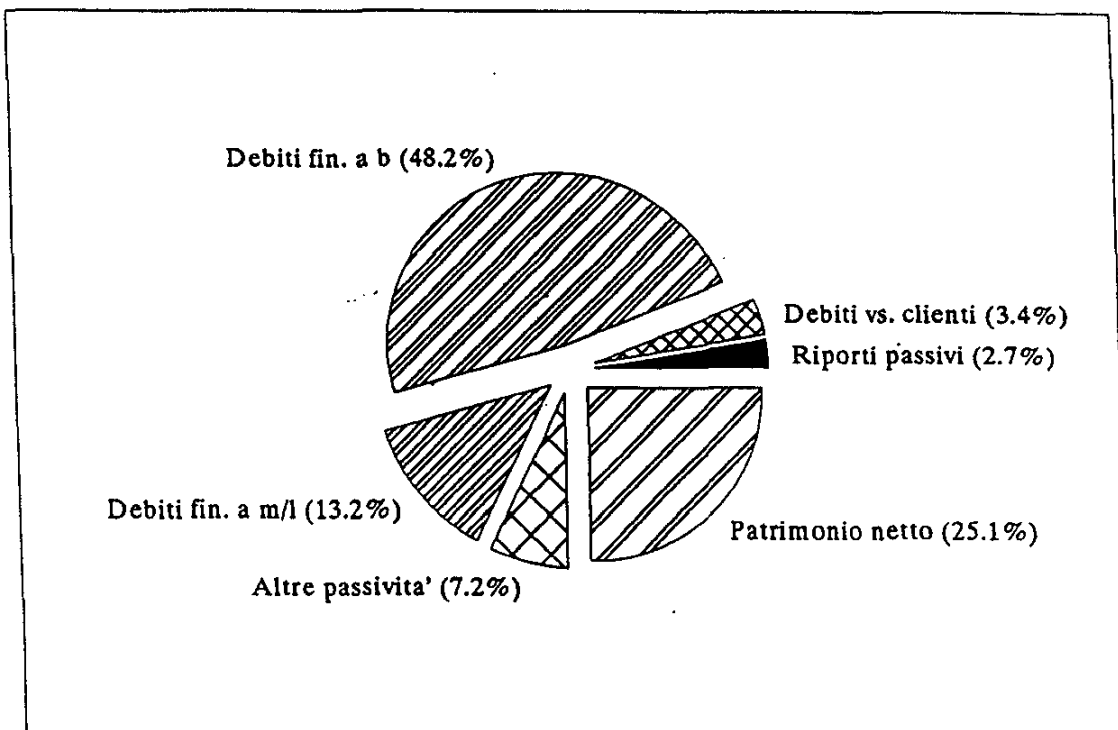
COMPOSIZIONE DELL'ATTIVO' AL 30.6.1992



Elaborazioni Consob

Grafico C.1.4

COMPOSIZIONE DEL PASSIVO AL 30.6.1992



Elaborazioni Consob

Tavola C.1.17

**COMPOSIZIONE DEI CREDITI FINANZIARI**  
**(118 commissionarie al 30.6.1991, 89 al 30.6.1992)**  
Dati in milioni di lire

	30.6.91	INC. %	30.6.92	INC. %
CREDITI FINANZIARI CON CLIENTI DI BORSA	54 746	8%	34 680	5%
CREDITI FINANZIARI NON GARANTITI	522 496	79%	598 060	77%
CREDITI FINANZIARI GARANTITI	76 772	13%	139 612	18%
<b>TOTALE</b>	<b>654 014</b>	<b>100%</b>	<b>772 352</b>	<b>100%</b>

Tuttavia, l'esame del contributo dato dalle singole commissionarie alla formazione del dato aggregato, ha evidenziato una spiccata concentrazione del fenomeno e ha meglio caratterizzato la significatività del dato per l'intera categoria: due sole commissionarie concorrono infatti (con rispettivamente il 68% ed il 21%) a determinare l'89% del totale dei crediti finanziari; la terza, invece, contribuisce per appena l'1.5%.

Variazioni di maggior rilievo sono emerse quanto alla seconda componente dell'attivo non direttamente connessa all'attività di intermediazione mobiliare: le partecipazioni.

L'incidenza di questa posta sull'attivo totale rettificato si è incrementata, passando dal 5% al 7%. La crescita risulta concentrata sulle partecipazioni c.d. strumentali all'esercizio dell'attività di intermediazione mobiliare, pari al 96% del totale delle partecipazioni (tav. C.1.18).

Il fenomeno trova origine nella disposizione transitoria contenuta nell'art. 18, comma 4, della Legge n. 1/1991, che, come è noto, ha limitato al 40%, fino allo scadere del 31.12.1992, la percentuale massima del capitale sociale detenibile nelle SIM abilitate alla negoziazione in borsa da parte di soggetti diversi da agenti di cambio, aziende ed istituti di credito e commissionarie di borsa. La crescita delle partecipazioni strumentali all'attività di intermediazione mobiliare si è infatti concentrata nell'assunzione di quote di capitale di SIM

costituite successivamente all'entrata in vigore della legge di riforma; partecipazioni dirette ad acquisire - anche sulla base di alleanze con agenti di cambio - un'operatività immediata, ~~pur~~ se indiretta, nell'attività di negoziazione di titoli quotati.

Sempre all'interno delle poste non direttamente connesse con l'attività di intermediazione mobiliare va, da ultimo, segnalata la riduzione dell'incidenza delle immobilizzazioni (materiali e immateriali) sul totale dell'attivo rettificato, scesa dal 2% all'1%. Il dato, nella sua sinteticità, conferma come nell'esperienza delle commissionarie di borsa il capitale fisico non abbia esercitato un ruolo strategico.

Le componenti dell'attivo connesse all'attività di intermediazione mobiliare: il portafoglio titoli

La previsione, fra le comunicazioni periodicamente inviate dalle commissionarie, di un allegato diretto a rappresentare la consistenza del portafoglio titoli, valorizzato a prezzi di mercato ed indipendentemente dal criterio di contabilizzazione adottato, ha consentito un raffronto dei dati del campione esaminato con quelli relativi alla precedente scadenza.

Rispetto al 30.6.1991, la dimensione del portafoglio aggregato delle commissionarie a fine giugno 1992 risulta incrementata del 7% circa; il dato è ancor più significativo in ragione della riduzione del numero dei soggetti presenti nei due campioni esaminati (tavv. C.1.19 e C.1.20).

L'esame comparato, alle due scadenze, delle singole categorie

Tavola C.1.18

**COMPOSIZIONE DELLE PARTECIPAZIONI**  
(118 commissionarie al 30.6.1991, 89 al 30.6.1992)  
Dati in milioni di lire

	30.6.91	INC. %	30.6.92	INC. %
PARTECIPAZIONI STRUMENTALI ALL'ATTIVITA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE	133 967	86%	286 495	96%
ALTRE PARTECIPAZIONI	20 755	14%	13 180	4%
<b>TOTALE</b>	<b>154 722</b>	<b>100%</b>	<b>299 675</b>	<b>100%</b>

Tavola C.1.19

**PORTAFOGLIO AGGREGATO A CAMPIONI DISOMOGENEI**

(118 commissionarie al 30.6.1991, 89 al 30.6.1992)

Dati in milioni di lire

CATEGORIA TITOLO	30.6.91	30.6.92	VAR. %
AZIONI NAZIONALI	208 676	163 114	-22%
OBBLIGAZIONI NAZIONALI	338 062	177 214	-48%
TITOLI DI STATO NAZIONALI	3 338 970	3 771 461	13%
CARTA COMMERCIALE	49 744	27 728	-44%
ALTRI TITOLI NAZIONALI	39 044	35 444	-9%
TITOLI OBBLIGAZIONARI ESTERI	254 487	347 620	37%
ALTRI TITOLI ESTERI	23 188	12 625	-46%
TOTALE	4 252 171	4 535 206	7%

di titoli componenti il portafoglio ha confermato la tendenza delle commissionarie ad una riallocazione dei propri investimenti verso profili di minor rischio.

La componente azionaria - scesa al 4% del valore totale dei portafogli aggregati - ha infatti fatto segnare una riduzione del 22% rispetto al dato precedente; quella obbligazionaria - giunta al 96% del totale - si è invece sensibilmente incrementata. Questa crescita si è, di fatto, concentrata sulla componente pubblica dei valori obbligazionari detenuti, che ha fatto segnare un incremento percentuale del 13%.

Significativa appare anche, in questa tendenza verso una riduzione del rischio complessivo, la maggiore attenzione prestata nella gestione del rischio di cambio; ne è testimone lo spostamento di fondi precedentemente impiegati in obbligazioni nazionali emesse da privati (-48%) verso obbligazioni denominate in valuta (+37%) ed emesse da soggetti di primario *standing* (le c.d. *supernational*, cioè le obbligazioni emesse da organismi internazionali quali la World Bank, la Bei etc..).

Le considerazioni sopraesposte sulle variazioni intervenute nelle componenti il portafoglio titoli aggregato delle commissionarie sono risultate confermate anche da un confronto effettuato a campioni omogenei, cioè composti dagli stessi soggetti (tavv. C.1.21 e C.1.22).

Interessante appare poi una lettura dei dati del portafoglio in ragione della loro distribuzione per soggetti: al 30.6.1992, il 10% del campione esaminato (9 commissionarie su 89) deteneva



oltre il 72% del controvalore totale (tav. C.1.23).

I dati esaminati non hanno invece rivelato una specializzazione dei singoli intermediari per tipologia di titoli detenuti. L'assenza - con l'eccezione di un'unica commissionaria titolare del 43% delle obbligazioni estere dell'intero campione - di una forte specializzazione tuttavia non sorprende in considerazione della ricordata "dominanza" dei titoli di Stato fra le componenti i portafogli titoli.

In conclusione, l'esame delle variazioni intervenute nella composizione dei portafogli titoli delle commissionarie, alla luce degli andamenti fatti segnare, nel corso del 1992, dall'indice MIB, dai rendimenti dei titoli di Stato e dai rapporti di cambio della nostra moneta con le principali valute estere, consente di esprimere un giudizio positivo sulla elasticità e sulla capacità previsionale negli investimenti effettuati da questa categoria di intermediari.

Per altro verso, si rafforza la tesi - già avanzata nel corso del dibattito seguito all'emanazione della legge di riforma del mercato - di una tendenza, nel comparto dell'intermediazione mobiliare ed in particolare dell'attività di negoziazione titoli, alla concentrazione degli affari su un numero limitato di operatori; fenomeno questo imputabile ad economie di scala legate alla dimensione del portafoglio titoli.

Le fonti di finanziamento

Tavola C.1.20

**PORTAFOGLIO AGGREGATO A CAMPIONI OMOGENEI**  
(89 commissionarie al 30.6.1991 e al 30.6.1992)  
Dati in milioni di lire

CATEGORIA TITOLO	30.6.91	30.6.92	VAR. %
AZIONI NAZIONALI	176 517	163 114	-8%
OBBLIGAZIONI NAZIONALI	263 865	177 214	-33%
TITOLI DI STATO NAZIONALI	2 973 525	3 771 461	27%
CARTA COMMERCIALE	49 744	27 728	-44%
ALTRI TITOLI NAZIONALI	34 133	35 444	4%
TITOLI OBBLIGAZIONARI ESTERI	234 768	347 620	48%
ALTRI TITOLI ESTERI	22 520	12 625	-44%
TOTALE	3 755 072	4 535 206	21%

Tavola C.1.21

**PORTAFOGLIO AGGREGATO A CAMPIONI DISOMOGENEI**  
(118 commissionarie al 30.6.1991, 89 al 30.6.1992)

CATEGORIA TITOLO	30.6.91	30.6.92
AZIONI NAZIONALI	5%	4%
OBBLIGAZIONI NAZIONALI	8%	4%
TITOLI DI STATO NAZIONALI	79%	83%
CARTA COMMERCIALE	1%	1%
ALTRI TITOLI NAZIONALI	1%	1%
TITOLI OBBLIGAZIONARI ESTERI	6%	8%
ALTRI TITOLI ESTERI	1%	0%
TOTALE	100%	100%

Tavola C.1.22

**PORTAFOGLIO AGGREGATO A CAMPIONI OMOGENEI**  
(118 commissionarie al 30.6.1991, 89 al 30.6.1992)

CATEGORIA TITOLO	30.6.91	30.6.92
AZIONI NAZIONALI	5%	4%
OBBLIGAZIONI NAZIONALI	7%	4%
TITOLI DI STATO NAZIONALI	79%	83%
CARTA COMMERCIALE	1%	1%
ALTRI TITOLI NAZIONALI	1%	1%
TITOLI OBBLIGAZIONARI ESTERI	6%	8%
ALTRI TITOLI ESTERI	1%	0%
TOTALE	100%	100%

Tavola C.1.23

**INCIDENZA PORTAFOGLI TITOLI PER CLASSE SU PORTAFOGLIO TITOLI AGGREGATO**  
 (118 commissionarie al 30.6.91, 89 al 30.6.92)

PORTAFOGLI TITOLI	AL 30 GIUGNO 1991		AL 30 GIUGNO 1992	
	NUMERO COMMISSIONARIE	INCIDENZA SUL DATO AGGREGATO	NUMERO COMMISSIONARIE	INCIDENZA SUL DATO AGGREGATO
MAGGIORE DI 400 MLD	2	25.4%	3	36.9%
TRA 400 E 200 MLD	4	24.3%	6	34.8%
TRA 200 E 100 MLD	7	24.4%	2	5.3%
TRA 100 E 50 MLD	6	10.6%	9	13.3%
TRA 50 E 10 MLD	17	11.6%	13	7.0%
TRA 10 E 1 MLD	39	3.2%	35	2.5%
TRA 1 E 0 MLD	38	0.5%	16	0.2%
0	5	0.0%	5	0.0%
<b>TOTALE</b>	<b>118</b>	<b>100.0%</b>	<b>89</b>	<b>100.0%</b>

Al 30.6.92 delle 84 commissionarie che avevano posizioni in titoli.  
 Al 30.6.92.

La struttura del passivo aggregato presenta, alla data del 30.6.1992, variazioni di un certo rilievo.

In particolare, risulta aumentato - rispetto al dato del 30.6.1991 - l'indice di indebitamento (Mezzi di terzi su Mezzi propri), passato da 2 a 3.

L'esame disaggregato per singolo intermediario ha evidenziato che, sebbene per il 50% dei soggetti l'indice continui ad essere inferiore all'unità, si è accresciuto il numero delle commissionarie che hanno fatto ricorso alla leva finanziaria: la percentuale delle commissionarie con un indice compreso fra 5 e 20 è infatti pressoché raddoppiata (tav. C.1.24).

Da una duplice scomposizione dell'insieme dei mezzi di terzi in ragione della loro scadenza (a breve o a m/l termine) e del loro costo (onerosi o gratuiti), è poi emersa un'accentuazione delle caratteristiche costanti dell'indebitamento delle commissionarie: la prevalenza dei mezzi di terzi a breve e di quelli a natura onerosa.

Così, il peso raggiunto dai debiti a breve - passati dal 78% al 79% del totale - ha abbassato ulteriormente la scadenza media dell'indebitamento complessivo delle commissionarie. Per altro verso, l'incremento fatto segnare dai debiti di natura onerosa, passati dall'74% all'86% del totale, ha influito nell'innalzare il costo medio dell'utilizzo dei mezzi di terzi (tavv. C.1.25 e C.1.26).

Nessuna variazione di rilievo va invece segnalata quanto alle forme tecniche di ricorso ai mezzi di terzi. Al riguardo, l'unico

dato significativo è quello di una parziale sostituzione dello strumento dei riporti passivi con quello dell'anticipazione su titoli. Questa sostituzione, che trova giustificazione nei minori costi (sia in termine di tassi che di bolli) e nella maggiore agilità d'utilizzo dello strumento dell'anticipazione, ha comunque interessato un numero ristretto di commissionarie e, in particolare, quelle che - per la qualità dei clienti a loro volta finanziati - risultavano esposte ad un maggior livello di concorrenza.

In generale si può sostenere - anche alla luce delle considerazioni più avanti esposte sull'incidenza raggiunta, all'interno della struttura dei costi, dagli oneri finanziari - che le commissionarie non hanno dimostrato, nelle decisioni di pianificazione finanziaria, una expertise eguale a quella già ricordata quanto agli impieghi.

Quest'ultima considerazione risulta indirettamente confermata dal dato relativo alla classificazione delle commissionarie in ragione della dimensione assoluta del loro patrimonio netto; rispetto al 30.6.1991, le commissionarie hanno infatti evidenziato una leggera tendenza allo spostamento verso fasce di patrimonializzazione più elevate (tav. C.1.27). Un eguale giudizio di tendenziale surplus di patrimonializzazione emerge anche dall'esame svolto, più avanti, sul c.d. indice di copertura patrimoniale.

Tavola C.1.24

**NUMERO COMMISSIONARIE PER CLASSE DI  
RAPPORTO MEZZI DI TERZI / MEZZI PROPRI  
(118 commissionarie al 30.6.1991, 89 al 30.6.1992)**

RAPPORTO MT/MP	AL 30 GIUGNO 1991		AL 30 GIUGNO 1992	
	NUMERO COMMISSIONARIE	INC. %	NUMERO COMMISSIONARIE	INC. %
MAGGIORE DI 20	2	2%	1	1%
TRA 20 E 10	0	0%	0	0%
TRA 10 E 5	6	5%	10	11%
TRA 5 E 3	9	8%	9	10%
TRA 3 E 2	16	14%	6	7%
TRA 2 E 1	20	17%	18	20%
TRA 1 E 0.5	20	17%	18	20%
MINORE DI 0.5	45	38%	27	30%
<b>TOTALE</b>	<b>118</b>	<b>100%</b>	<b>89</b>	<b>100%</b>



Tavola C.1.25

**COMPOSIZIONE DEI MEZZI DI TERZI IN RAGIONE DELLA SCADENZA**

(118 commissionarie al 30.6.1991, 89 al 30.6.1992)

Dati in milioni di lire

	30.6.91	INC. %	30.6.92	INC. %
MEZZI DI TERZI A BREVE TERMINE	1 710 164	78%	2 455 182	79%
MEZZI DI TERZI A MEDIO E LUNGO TERMINE	492 757	22%	643 762	21%
TOTALE	2 202 921	100%	3 098 944	100%

Tavola C.1.26

**COMPOSIZIONE DEI MEZZI DI TERZI IN RAGIONE DELL'ONEROSITA'**  
(118 commissionarie al 30.6.1991, 89 al 30.6.1992)  
Dati in milioni di lire

	30.6.91	INC. %	30.6.92	INC. %
MEZZI DI TERZI ONEROSI	1 638 458	74%	2 656 707	86%
MEZZI DI TERZI NON ONEROSI	564 463	26%	442 237	14%
<b>TOTALE</b>	<b>2 202 921</b>	<b>100%</b>	<b>3 098 944</b>	<b>100%</b>

Tavola C.1.27

**CLASSIFICAZIONE DELLE COMMISSIONARIE  
PER DIMENSIONE DEL PATRIMONIO NETTO**  
(118 commisionarie al 30.6.1991, 89 al 30.6.1992)

PATRIMONIO NETTO	NUMERO COMMISSIONARIE	
	AL 30.6.91	AL 30.6.92
> 100 MLD.	2	2
TRA 100 E 50 MLD.	1	1
TRA 50 E 20 MLD.	12	10
TRA 20 E 10 MLD.	13	10
TRA 10 E 5 MLD.	27	22
TRA 5 E 1 MLD.	60	39
TRA 1 E 0 MLD.	3	5
<b>TOTALE</b>	<b>118</b>	<b>89</b>

### 3.2.3 Gli indici di copertura patrimoniale e di equilibrio finanziario

Alla data del 30.6.1992, oltre il 90% delle commissionarie presentava un indice di copertura patrimoniale (rapporto fra il patrimonio netto ed il totale delle aliquote di rischio connesse alle poste dell'attivo e ad alcune voci dei conti impegni) superiore al minimo richiesto; a quella scadenza infatti, solo 9 delle 89 commissionarie comprese nel campione esaminato facevano segnare un valore inferiore all'unità (tav. C.1.28). Il dato assume un particolare valore giacché, sulla base di quanto disposto dall'art.45 del Regolamento emanato dalla Banca d'Italia in data 2 luglio 1991, le aliquote di rischio delle commissionarie erano state equiparate a quelle previste per le SIM che avevano optato per il c.d. regime transitorio.

L'effettuazione di un confronto con il dato relativo al 30.6.1991 anche quanto alla distribuzione del rischio complessivo sulle diverse poste patrimoniali e sui conti impegni ha poi confermato l'uguaglianza della parte direttamente riconducibile all'attività di intermediazione mobiliare con quella riconducibile alle altre attività (finanziamenti e partecipazioni) (tav. C.1.29).

Tali considerazioni, unitamente al rilievo che il 90% delle commissionarie presentava un indice di equilibrio finanziario (rapporto fra attività liquide e passività correnti) significativamente superiore al valore minimo richiesto (tav. C.1.30) rafforzerebbero il giudizio su una tendenziale

sovracapitalizzazione di questa categoria di intermediari; una conferma in tal senso è data dall'episodicità, riscontrata anche nel corso del secondo semestre del 1992, dei casi di temporanea inosservanza degli indici da parte delle società.

#### 3.2.4. La redditività

Nel primo semestre del 1992, le commissionarie di borsa hanno sensibilmente ridotto la loro redditività: gli utili netti realizzati nella prima metà d'anno ammontano infatti a 16.3 miliardi di Lire, contro i 104.5 miliardi conseguiti invece nello stesso periodo del 1991 (tav. C.1.31).

Una caduta così verticale non può essere ricondotta al decremento del numero delle commissionarie attive alle due date considerate. La ricostruzione di un conto economico aggregato per campioni omogenei di soggetti ha infatti incontrovertibilmente individuato, come cause principali del risultato, il forte regresso (-19%) dei ricavi connessi all'area dell'intermediazione di titoli e l'impennata, dal lato dei costi, della componente degli oneri finanziari (+40%).

La tavola 15 evidenzia come, all'interno dell'area dell'intermediazione mobiliare, la *defaillance* si sia concentrata sul risultato economico dell'attività di negoziazione titoli (-25%) e, in particolare, sui compensi percepiti dalle commissionarie per l'esecuzione di compravendite per conto terzi (-37%).

Tavola C.1.28

**NUMERO COMMISSIONARIE PER CLASSE DI  
INDICE DI SITUAZIONE PATRIMONIALE**  
(118 commissionarie al 30.6.1991, 89 commissionarie al 30.6.1992)

INDICE DI SITUAZIONE PATRIMONIALE	NUMERO COMMISSIONARIE	
	30.6.91	30.6.92
> 10	35	23
TRA 5 E 10	32	17
TRA 2 E 5	20	24
TRA 1 E 2	26	16
MINORE DI 1	5	9
TOTALE	118	89

Tavola C.1.29

**COMPOSIZIONE DELLA QUOTA A RISCHIO DELL'ATTIVO E DEGLI IMPEGNI**  
**(118 commissionarie al 30.6.1991, 89 al 30.6.1992)**

Dati in milioni di lire

QUOTA A RISCHIO	30.6.91	INC. %	30.6.92	INC. %
- DELL'ATTIVITA' DI INTERMEDIAZIONE	319 499	49%	388 168	50%
- DELLE ALTRE ATTIVITA'	336 786	51%	392 348	50%
TOTALE	656 285	100%	780 516	100%

Tavola C.1.30

**NUMERO COMMISSIONARIE PER CLASSE DI  
INDICE DI SITUAZIONE FINANZIARIA  
(118 commissionarie al 30.6.1991, 89 al 30.6.1992)**

INDICE DI SITUAZIONE FINANZIARIA	NUMERO COMMISSIONARIE	
	30.6.91	30.6.92
MAGGIORE DI 3	30	17
TRA 3 E 1	82	64
MINORE DI 1	6	8
TOTALE	118	89



Tavola C.1.31

**CONTO ECONOMICO AGGREGATO A CAMPIONI OMOGENEI**  
**(89 commissionarie al 30.6.1991 e al 30.6.1992)**

	1° SEM. '91	1° SEM. '92	VAR. %
MARGINE ATTIVITA' DI NEGOZIAZIONE	324 346	242 647	-25%
di cui:			
- in c/proprio	164 031	141 652	-14%
- in c/terzi	160 315	100 995	-37%
MARGINE ALTRE ATTIVITA' DI INTERMEDIAZIONE	10 085	27 701	175%
MARGINE ATTIVITA' DI FINANZIAMENTO	43 962	48 414	10%
ALTRI PROVENTI	46 268	53 521	16%
COSTI OPERATIVI	166 530	176 229	6%
ONERI FINANZIARI	100 646	141 102	40%
IMPOSTE	65 155	38 608	-41%
RISULTATO SEMESTRALE	92 330	16 344	-82%

Un incremento - pur se modesto in valore assoluto - hanno invece fatto segnare i compensi conseguiti nell'esercizio delle altre attività di intermediazione (consulenza, *underwriting*, etc.); così come in lieve crescita sono risultati i ricavi provenienti dall'esercizio di attività di finanziamento e da altre aree marginali di profitto.

Le ragioni del conseguimento di minori introiti nell'attività di negoziazione possono essere ragionevolmente individuate - quanto all'attività in proprio - nell'andamento negativo fatto segnare dai corsi dei valori azionari quotati e, sul finire del semestre, anche dei titoli di Stato.

Per altro verso, la diminuzione dei proventi percepiti dalle commissionarie per l'attività di negoziazione svolta in qualità di *broker* trova spiegazione nella forte contrazione, nel periodo, del volume degli scambi effettuati sul mercato azionario e nell'accentuarsi, fra gli intermediari, di una concorrenzialità sui prezzi, e cioè sulle commissioni praticate alla clientela.

Nel primo semestre del 1992, l'insieme dei costi subiti dalle commissionarie ha avuto un incremento (+19%) superiore al tasso d'inflazione di periodo.

Una ripartizione del dato sulla base delle sue componenti (costi operativi e costi finanziari) ha però evidenziato come, in realtà, sia stata la variabile degli oneri finanziari a determinare tale lievitazione. Gli oneri finanziari, giunti a rappresentare il 45% dei costi complessivi, hanno infatti

registrato una brusca accelerazione (+40%) rispetto al dato precedente; quest'ultima è riconducibile alla crescita dei tassi passivi ed all'avvio - per i finanziamenti espressi in valuta - di quel deprezzamento delle ragioni di scambio della lira che si sarebbero successivamente manifestate a pieno nella seconda metà dell'anno sino al punto di determinare un intervento di svalutazione.

Una classificazione delle commissionarie componenti il campione in categorie distinte per fasce di risultato economico, ha poi fatto emergere - con maggior rilievo di quanto già individuato in anni precedenti - un fenomeno di polarizzazione all'interno sia del gruppo delle commissionarie in utile che in quello delle commissionarie in perdita.

Così, fra le 41 commissionarie componenti il primo raggruppamento, le prime 13 hanno contribuito per l'88% al raggiungimento dell'utile complessivo di 47.9 miliardi (tav. C.1.32). Similmente, fra le 48 commissionarie che presentavano, invece, un risultato di periodo negativo, le prime 9 hanno pesato per il 64% sulla perdita complessiva di 31.5 miliardi (tav. C.1.33).

### 3.2.5. I volumi intermediati

I dati relativi agli scambi su valori mobiliari effettuati dalle commissionarie nel corso del primo semestre 1992 sono stati acquisiti con un'articolazione diversa da quella utilizzata nella precedente scadenza. Di conseguenza, pur disponendo del valore

Tavola C.1.32

**INCIDENZA UTILI SEMESTRALI PER CLASSE  
SUGLI UTILI SEMESTRALI AGGREGATI**

UTILI DI SEMESTRE	N. COMMISSIONARIE AL 30.6.1992	INCIDENZA % AL 30.6.1992
MAGGIORE DI 9.000 MLN.	0	0.0%
TRA 9.000 E 5.000 MLN.	3	46.5%
TRA 5.000 E 1.000 MLN.	10	41.6%
TRA 1.000 E 500 MLN.	3	4.6%
TRA 500 E 100 MLN.	9	6.2%
TRA 100 E 0 MLN.	16	1.1%
TOTALE	41	100.0%

Utili aggregati del 1° semestre '92: 47.875 milioni.

Tavola C.1.33

**INCIDENZA PERDITE SEMESTRALI PER CLASSE  
SULLE PERDITE SEMESTRALI AGGREGATE**

<b>PERDITE DI SEMESTRE</b>	<b>N. COMMISSIONARIE AL 30.6.1992</b>	<b>INCIDENZA % AL 30.6.1992</b>
TRA 0 E -200 MLN.	18	6.5%
TRA -200 E -1.000 MLN.	21	29.2%
MINORE DI -1.000 MLN.	9	64.3%
<b>TOTALE</b>	<b>48</b>	<b>100.0%</b>

Perdite aggregate del 1° semestre '92: 31.531 milioni.

relativo al volume totale degli scambi del semestre, è stato possibile effettuare delle disaggregazioni esclusivamente quanto ai titoli quotati.

Il volume complessivo degli scambi, passando dagli 858.493 miliardi del 30.6.1991 ai 945.708 miliardi del 30.6.1992, ha evidenziato un incremento moderato (+10%) e di poco superiore al tasso di inflazione di periodo. Al riguardo, va ricordato che il numero dei soggetti componenti i due campioni posti a confronto si è ridotto da 118 a 89 e che il livello di concorrenza nel settore dell'intermediazione mobiliare è aumentato a seguito dell'avvio dell'operatività delle SIM.

La scomposizione delle negoziazioni di titoli quotati in ragione delle diverse categorie di valori ha confermato le considerazioni già espresse quanto alla composizione del portafoglio titoli delle commissionarie e cioè la concentrazione dell'attività sui titoli di Stato. Infatti, in conformità alle dimensioni e alle performances dei vari mercati, il 91% circa del totale delle negoziazioni di titoli quotati effettuate dalle commissionarie nel primo semestre del 1992 ha avuto ad oggetto titoli di Stato; il dato, sommato a quello relativo alle altre obbligazioni quotate, raggiunge il 98% (tav. C.1.34).

Una scomposizione degli stessi volumi in ragione del diverso ruolo svolto dalle commissionarie - in conto proprio o di terzi - pur confermando, in via generale, la prevalenza della funzione di *broker*, ha mostrato un incremento dell'attività svolta in

conto proprio sui titoli di Stato (54%) (tav. C.1.35).

Al riguardo va tuttavia ricordato che la distinzione fra operazioni in conto proprio e in conto terzi è relativa ad una convenzione contabile, secondo la quale sono considerate come svolte per conto di terzi tutte le operazioni di acquisto e di vendita effettuate nella stessa giornata e per la stessa quantità complessiva.

Le tavole C.1.36, C.1.37, C.1.38 e C.1.39 illustrano la distribuzione delle commissionarie per classi di volumi intermediati nelle diverse categorie di titoli quotati. Il dato che emerge in modo netto da ognuna di esse è quello di una forte concentrazione dell'attività.

In particolare, 5 commissionarie su 89 hanno scambiato il 63% del totale dei titoli di Stato quotati, lo stesso numero ha intermediato l'82% del totale delle obbligazioni quotate e tre commissionarie il 53% del totale delle azioni quotate. Questa concentrazione dei volumi negoziati, se letta congiuntamente a quanto già precedentemente esposto sulla concentrazione del portafoglio titoli aggregato su un ristretto numero di commissionarie, confermerebbe la presenza di economie di scala nel settore dell'intermediazione mobiliare e, in particolare, nell'attività di negoziazione di titoli.

Aspetti interessanti sono infine emersi dalla scomposizione dei volumi dei titoli quotati in ragione dei diversi mercati di negoziazione. In particolare, quanto alle azioni quotate, accanto

Tavola C.1.34

**COMPOSIZIONE DEI VOLUMI DI NEGOZIAZIONE DI TITOLI QUOTATI**  
Dati in miliardi di lire

	1° SEM. 92	INC. %
TITOLI DI STATO	482 015	90.68%
OBBLIGAZIONI	36 879	6.94%
AZIONI	12 675	2.38%
ALTRI TITOLI	8 344	1.57%
TOTALE	531 569	100.00%



Tavola C.1.35

**RIPARTIZIONE DEI VOLUMI DI TITOLI QUOTATI NEGOZIATI  
NEL 1° SEMESTRE 1992 IN C/PROPRIO E IN C/TERZI**  
Dati in miliardi di lire

	TITOLI DI STATO	%	OBBLIGAZIONI	%	AZIONI	%	ALTRI TITOLI	%
C/PROPRIO	261 805	54%	14 650	40%	2 895	23%	7 803	94%
C/TERZI	220 210	46%	22 229	60%	9 780	77%	541	6%
TOTALE	482 015	100%	36 879	100%	12 675	100%	8 344	100%

Tavola C.1.36

## TITOLI DI STATO QUOTATI INTERMEDIATI NEL 1° SEMESTRE 1992

	NUMERO COMMISSIONARIE	INC. SUL VOLUME TOTALE
MAGGIORE DI 90.000 MLD.	1	25%
TRA 90.000 E 50.000 MLD.	2	26%
TRA 50.000 E 20.000 MLD.	2	12%
TRA 20.000 E 10.000 MLD.	5	13%
TRA 10.000 E 5.000 MLD.	9	15%
MINORE DI 5.000 MLD.	70	9%
TOTALE	89	100%

Tavola C.1.37

## OBBLIGAZIONI QUOTATE INTERMEDIATE NEL 1° SEMESTRE 1992

	NUMERO COMMISSIONARIE	INC. SUL VOLUME TOTALE
MAGGIORE DI 10.000 MLD.	1	54%
TRA 10.000 E 2.000 MLD.	2	20%
TRA 2.000 E 1.000 MLD.	2	8%
TRA 1.000 E 500 MLD.	4	8%
MINORE DI 500 MLD.	80	10%
TOTALE	89	100%

Tavola C.1.38

## AZIONI QUOTATE INTERMEDIATE NEL 1° SEMESTRE 1992

	NUMERO COMMISSIONARIE	INC. SUL VOLUME TOTALE
MAGGIORE DI 3.000 MLD.	1	24%
TRA 3.000 E 2.000 MLD.	1	21%
TRA 2.000 E 1.000 MLD.	1	8%
TRA 1.000 E 500 MLD.	3	10%
MINORE DI 500 MLD.	83	37%
<b>TOTALE</b>	<b>89</b>	<b>100%</b>

Tavola C.1.39

## ALTRI TITOLI QUOTATI INTERMEDIATI NEL 1° SEMESTRE 1992

	NUMERO COMMISSIONARIE	INC. SUL VOLUME TOTALE
MAGGIORE DI 1.000 MLD.	1	90%
TRA 1.000 E 100 MLD.	3	6%
MINORE DI 100 MLD.	85	4%
TOTALE	89	100%

all'assoluta prevalenza ricoperta dalla borsa valori (88%), va segnalata l'incidenza degli scambi effettuati sul c.d. mercato dei blocchi (circa il 10%); dato questo ancor più significativo, vista la recente istituzione di detto mercato (tav. C.1.40).

Sui titoli di Stato quotati si conferma la presenza di mercati che, ancorché sugli stessi si trattino titoli di uguale natura, si differenziano essenzialmente in ragione della dimensione unitaria delle operazioni effettuate. Così, sull'insieme dei titoli di Stato quotati trattati dalle commissionarie di borsa, oltre il 41% è stato scambiato sul M.T.S. (Mercato Telematico dei titoli di Stato), mercato organizzato esclusivamente per intermediari agenti in qualità di dealer e per ordini unitari di dimensione medio-alta (tav. C.1.41).

I mercati esteri rappresentano ormai l'ambito di maggior operatività per le obbligazioni quotate scambiate dalle commissionarie; nel primo semestre del '92 il 60% circa del totale degli scambi è stato infatti effettuato fuori dal territorio nazionale (tav. C.1.42). Una considerazione analoga si ricava anche dall'esame del dato relativo all'ultima categoria individuata, gli altri titoli quotati (tav. C.1.43).

#### **4. L'attività delle società fiduciarie**

Nella relazione per l'anno 1991, la trattazione del tema delle gestioni patrimoniali, in particolare di quelle fiduciarie,

è stata incentrata sul passaggio dalla disciplina concernente la sollecitazione del pubblico risparmio ex art. 18 e seguenti della legge n. 216/1974, alla nuova regolamentazione dettata dalla legge n. 1/1991 sull'intermediazione mobiliare.

Nell'ambito di tale tema, sono stati affrontati vari argomenti, oggetto di quesiti interpretativi sottoposti alla Commissione in relazione alle disposizioni di cui all'art. 17 della legge n. 1/1991, primo fra tutti quello relativo all'esclusività dell'oggetto sociale delle fiduciarie, sancita dal comma 4 di detto articolo. A tal proposito, con comunicazione del 12 settembre 1991, la Commissione aveva precisato che il significato da attribuire all'esercizio "in via esclusiva" della gestione di patrimoni in nome proprio e per conto di terzi, prescritto dalla citata norma, fosse quello di individuare in tale attività l'unica esercitabile da parte delle società fiduciarie iscritte nella sezione speciale dell'albo delle SIM. Opposto orientamento veniva peraltro espresso dal Ministero dell'Industria e, successivamente, dal Consiglio di Stato, richiesto dal suddetto Ministero di rilasciare un parere sull'argomento.

Con la legge 5 novembre 1992, n. 429, che ha convertito, con modificazioni, il decreto-legge 9 settembre 1992, n. 372, è stata finalmente introdotta una norma interpretativa con la quale si chiarisce che l'esclusività prevista dall'art. 17, comma 4, della legge n. 1/1991, va intesa "nel senso che le società fiduciarie iscritte alla sezione speciale dell'albo prevista dal comma 2 del

Tavola C.1.40

**AZIONI QUOTATE: MERCATI DI NEGOZIAZIONE**  
Dati in miliardi di lire

MERCATO DI NEGOZIAZIONE	1° SEM. '92	%
BORSA VALORI	11 133	87.8%
MERCATO RISTRETTO	145	1.1%
MERCATO DEI BLOCCHI	1 210	9.5%
FUORI MERCATO	124	1.0%
MERCATI ESTERI	63	0.5%
TOTALE	12 675	100.0%



Tavola C.1.41

**TITOLI DI STATO: MERCATI DI NEGOZIAZIONE**  
Dati in miliardi di lire

MERCATO DI NEGOZIAZIONE	1° SEM. '92	%
BORSA VALORI	137 605	28.5%
MERCATI ESTERI	15 565	3.2%
M.T.S.	198 933	41.3%
FUORI MERCATO	129 912	27.0%
TOTALE	482 015	100.0%

## Tavola C.1.42

**OBBLIGAZIONI QUOTATE: MERCATI DI NEGOZIAZIONE**  
Dati in miliardi di lire

MERCATO DI NEGOZIAZIONE	1° SEM. '92	%
BORSA VALORI	11 261	30.5%
MERCATO DEI BLOCCHI	142	0.4%
MERCATI ESTERI	21 954	59.5%
FUORI MERCATO	3 522	9.6%
TOTALE	36,879	100.0%

Tavola C.1.43

**ALTRI TITOLI QUOTATI: MERCATI DI NEGOZIAZIONE**

Dati in miliardi di lire

MERCATO DI NEGOZIAZIONE	1° SEM. '92	%
BORSA VALORI	307	3.7%
MERCATI ESTERI	7 581	90.9%
FUORI MERCATO	456	5.5%
TOTALE	8 344	100.0%

medesimo articolo possono esercitare soltanto l'attività di cui al comma 1 dello stesso articolo". Le fiduciarie iscritte esercitano quindi l'attività di gestione di patrimoni e, in base al combinato disposto dell'art. 8, comma 1, e dell'art. 17, comma 1, la esercitano esclusivamente "in nome proprio e per conto di terzi", a differenza delle SIM e delle aziende di credito che, ove autorizzate, svolgono l'attività di gestione di patrimoni esclusivamente "in nome e per conto di terzi".

Principio caratterizzante la normativa in esame è che l'esercizio di entrambe le forme di gestione, quella fiduciaria e quella degli altri intermediari, è sottoposto alle medesime regole, disposte dalla legge n. 1/1991 e dai regolamenti attuativi, che disciplinano tale attività in modo unitario. Si tratta, in effetti, della stessa attività la cui finalità economica è riconducibile alla valorizzazione del patrimonio conferito dal mandante che si realizza attraverso il compimento di atti unitariamente volti al conseguimento di un risultato utile dall'attività di investimento in valori mobiliari.

Sotto il profilo giuridico, il rapporto tra la società fiduciaria e il cliente si distingue da quello tra gli altri intermediari autorizzati e il cliente stesso esclusivamente per l'articolazione del primo sulla base di uno schema contrattuale che prevede l'intestazione fiduciaria dei valori mobiliari in capo alla società mandataria, ma nel quale ricorrono le stesse fattispecie negoziali rispetto al secondo rapporto (deposito

titoli e deposito di denaro presso una banca, contratto di mandato).

L'attrazione della regolamentazione della gestione fiduciaria nell'ambito della disciplina delle attività di intermediazione mobiliare e, quindi, la sottoposizione di tale attività alla vigilanza della Banca d'Italia e della Consob, si inserisce, infatti, nell'innovativo disegno del legislatore della n. 1 del 1991 di porre in primo piano la disciplina di dette attività, piuttosto che i soggetti che le esercitano.

La caratterizzazione sopra indicata della gestione fiduciaria, rispetto alla gestione degli altri intermediari, giustifica, peraltro, l'autonoma rilevanza dei poteri del Ministero dell'Industria relativi al rilascio dell'autorizzazione ai sensi della legge n. 1966/1939 e alla verifica in ordine alla sussistenza dei requisiti necessari per l'ottenimento della medesima autorizzazione. Infatti, l'autorizzazione ministeriale costituisce ancora il presupposto in base al quale la legge ha riservato alle società fiduciarie iscritte la gestione di patrimoni svolta in nome proprio, consentendo ad esse di conservare l'intestazione dei valori mobiliari dei clienti per l'intera durata del contratto di gestione.

Sull'argomento si rileva come la norma interpretativa introdotta con la legge n. 429/1992 abbia evitato anche possibili conflitti in ordine all'esercizio della vigilanza sulle società fiduciarie iscritte, ripartita tra Banca d'Italia e Consob in conformità con quanto previsto per gli altri intermediari.

Infatti, ove si fosse adottata una diversa interpretazione del disposto di cui all'art. 17, comma 4, la vigilanza sull'attività di gestione, introdotta dal legislatore del 1991 ed attribuita agli Organi appena citati, si sarebbe aggiunta e, in alcuni casi, sovrapposta a quella prevista dal complesso normativo della legge 23 novembre 1939, n. 1966, e dal R.D. 22 aprile 1940, n. 531.

In tal caso, sarebbe stata inevitabile la sottoposizione delle società fiduciarie iscritte alla vigilanza di tre diverse autorità, che sarebbe stata coerente, peraltro, con l'ipotesi di consentire alle fiduciarie l'esercizio dell'attività di gestione congiuntamente a quella fiduciaria tradizionale, ma che avrebbe potuto altresì comportare notevoli difficoltà applicative. A titolo esemplificativo, si consideri che, in tale ipotesi, si sarebbero potuti adottare, ai sensi dell'art. 4 del citato R.D. n. 531/1940, provvedimenti limitativi dell'autorizzazione rilasciata ad una società fiduciaria che, pur non essendo fondati su circostanze pertinenti l'esercizio dell'attività di gestione, si sarebbero comunque inevitabilmente ripercossi sull'iscrizione nella sezione speciale dell'albo delle SIM disposta dalla Consob.

Anche dalle brevi considerazioni che precedono, oltre che da quelle formulate più ampiamente in occasione della relazione dello scorso anno, appare in tutta la sua evidenza la maggiore organicità del sistema normativo della legge n. 1, alla luce dell'interpretazione dell'art. 17, comma 4, introdotta dalla legge n. 429/1992.

A partire dall'inizio del 1992, le società fiduciarie iscritte, alle quali erano stati in precedenza conferiti anche incarichi di amministrazione fiduciaria tradizionale (statica), hanno dato avvio alle procedure di dismissione di tali mandati. Tali procedure hanno interessato 45 società su un totale di 71 fiduciarie che, alla data del 31 dicembre 1992, risultavano iscritte nella sezione speciale dell'albo delle SIM. Di queste 45 società, alla medesima data del 31 dicembre 1992, 27 fiduciarie avevano portato a termine, o stavano per portare a termine, le procedure di dismissione dei mandati di amministrazione statica, avendo le stesse già comunicato il recesso e restando in attesa di istruzioni da parte dei rispettivi mandanti per il trasferimento dei beni oggetto del conferimento. Inoltre, 9 fiduciarie hanno costituito nuove società, ovvero acquisito partecipazioni in altrettante società, che sono attualmente in attesa del rilascio dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività di cui alla legge 23 novembre 1939, n. 1966, da parte del competente Ministero. Tra queste si segnala il caso di una società che ha costituito, mediante scissione, una società fiduciaria avente ad oggetto l'attività di amministrazione statica. Alle restanti 9 società è stato richiesto di portare a conclusione, entro termini brevi, le procedure di dismissione dell'attività non consentita. Decorso tale termine, la posizione di queste ultime società sarà valutata, ai sensi dell'art. 13, comma 9, della legge n. 1/1991, ai fini dell'eventuale cancellazione dalla sezione speciale

dell'albo delle SIM, essendo venuto meno uno dei requisiti per l'iscrizione nella sezione medesima.

Si segnala infine che, con provvedimento n. 6752 del 28 dicembre 1992, la Commissione, sentito il parere della Banca d'Italia, ha adottato nei confronti di una società fiduciaria il provvedimento di sospensione, in via cautelare, per un periodo di sessanta giorni, previsto dall'art. 13, comma 2, della legge n. 1/1991, in relazione ad ipotesi di gravi irregolarità nella gestione della società medesima emerse in seguito ad accertamenti ispettivi. La Consob ha altresì proposto, in conformità con quanto previsto dal comma 6, lett. a) del medesimo art. 13, la nomina di un commissario presso la medesima società, con l'incarico di gestire l'attività sostituendosi al consiglio di amministrazione della stessa (successivamente nominato con D.M. 2.2.1993).

#### 5. I promotori di servizi finanziari

Con la precedente relazione annuale era stata data notizia dell'istituzione, presso la Consob, dell'albo unico nazionale dei promotori di servizi finanziari, nonché dell'insediamento, presso le Camere di Commercio aventi sede nei capoluoghi di regione, delle commissioni regionali.

Dopo un anno di attività, si può considerare completato, con la regolamentazione dell'esercizio dell'attività di promotore finanziario, il disegno del legislatore posto alla base della



legge istitutiva delle società di intermediazione mobiliare, tendente ad una maggiore tutela del pubblico risparmio.

In particolare, l'art. 30 della legge 30 dicembre 1991, n. 412, ha modificato l'art. 5 della legge n. 1/1991, consentendo l'iscrizione di diritto all'albo dei promotori di servizi finanziari a collaboratori autonomi, procuratori o rappresentanti alle grida di agenti di cambio, che abbiano esercitato tale attività per almeno un biennio e che risultassero censiti ai sensi dell'art. 18, comma 3, della legge n. 1/1991. Tale disposizione legislativa ha reso necessaria una modifica, apportata in data 28 gennaio 1992, alle disposizioni transitorie contenute negli artt. 19, 20 e 21 del regolamento in parola, al fine di permettere l'iscrizione di diritto all'albo dei promotori di servizi finanziari ai soggetti che abbiano esercitato le suddette attività per un biennio, alla data di entrata in vigore della legge n. 412/91 e che abbiano presentato la domanda di iscrizione entro il 31 dicembre 1992.

Ulteriori modifiche al regolamento di cui trattasi sono state apportate in data 22 luglio 1992 per consentire l'esercizio dell'attività di promotore a soggetti residenti nel territorio di qualsiasi Paese membro della Comunità europea e per rendere più agevole l'accesso agli esami di idoneità per l'iscrizione all'albo. Con riferimento a quest'ultimo aspetto, si ricorda che ai praticanti promotori era richiesto lo svolgimento di un periodo di tirocinio di almeno sei mesi ai fini della partecipazione a tale esame. Con le modifiche introdotte, è stato

previsto, che per la partecipazione all'esame da parte del praticante è richiesta soltanto l'iscrizione nell'apposita sezione dell'elenco regionale, mentre l'esercizio di un periodo di pratica semestrale obbligatoria da parte degli stessi praticanti promotori è richiesto esclusivamente al fine di ottenere l'iscrizione all'albo.

Nel corso del 1992 si è completata la prima sessione degli esami di idoneità per l'iscrizione all'albo dei promotori, le cui prove scritte si sono tenute l'11 maggio 1992, mentre il 18 dicembre dello stesso anno si è svolta la prova scritta della seconda sessione degli esami di idoneità. I partecipanti alla prima sessione sono stati 4818, di cui 4114 dichiarati idonei; alla seconda sessione hanno partecipato 3636 candidati, 1438 dei quali sono stati ammessi alla prova orale. In data 22 dicembre 1992, la Consob ha indetto la terza sessione degli esami di idoneità per l'iscrizione all'albo dei promotori.

Gli iscritti nell'albo dei promotori di servizi finanziari alla data del 31 dicembre 1992 erano 13.517, così ripartiti per regione:

1. VALLE D'AOSTA.....	49
2. LIGURIA.....	569
3. PIEMONTE.....	1546
4. LOMBARDIA.....	2509
5. TRENTINO ALTO ADIGE.....	207
6. FRIULI VENEZIA GIULIA....	292
7. VENETO.....	1394
8. EMILIA ROMAGNA.....	1434
9. TOSCANA.....	1026
10. MARCHE.....	503
11. UMBRIA.....	255
12. LAZIO.....	1405

13. ABRUZZO.....	216
14. MOLISE.....	52
15. CAMPANIA.....	633
16. PUGLIA.....	305
17. BASILICATA.....	62
18. CALABRIA.....	178
19. SICILIA.....	702
20. SARDEGNA.....	180

Per quel che concerne le commissioni regionali per l'albo dei promotori di servizi finanziari, l'art. 73 della legge 30 dicembre 1991, n. 413, ha previsto, per la regione Trentino-Alto Adige, l'istituzione della commissione regionale per l'albo dei promotori di servizi finanziari mediante insediamento di sezioni provinciali presso le Camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura di Bolzano e di Trento. In data 12 febbraio 1992 si è pertanto provveduto a insediare le sezioni provinciali di Bolzano e di Trento della Commissione del Trentino Alto Adige per l'albo dei promotori di servizi finanziari, in conformità della suddetta disposizione legislativa..

Per quel che concerne i rapporti tra la Consob e le commissioni regionali, questi hanno comportato un'intensa attività, sia di raccordo con le competenze centrali della Consob, sia di assistenza all'operato delle singole commissioni regionali.

Alcuni quesiti dalle stesse sottoposti alla Consob hanno riguardato la definizione della natura giuridica delle commissioni regionali, il rapporto tra queste e la Consob e il comportamento che le stesse commissioni devono tenere, nel caso di segnalazioni concernenti presunti illeciti commessi da

promotori finanziari.

Il 30 novembre 1992 si è poi tenuto, presso gli uffici della Consob di Roma, un incontro con i Presidenti delle commissioni regionali per l'albo dei promotori di servizi finanziari, che ha consentito di chiarire in particolare, alcuni aspetti dei compiti attribuiti alle commissioni regionali dagli artt. 6, comma 1 e 12, comma 2, del regolamento di cui trattasi, anche al fine di perseguire una omogeneità di comportamento fra le varie commissioni regionali.

Nel corso del 1992, primo anno di applicazione della normativa, la Consob ha inoltre fornito riscontro a numerosi quesiti concernenti l'interpretazione di alcuni aspetti della disciplina regolamentare. Con riferimento al funzionamento delle commissioni regionali è stato precisato che le stesse costituiscono collegi perfetti, nella misura in cui sono chiamati dall'art.5, comma 7 della legge 1/91 ad un'approfondita disamina delle materie di competenza ed alla formulazione di giudizi particolarmente ponderati e qualificati relativi a persone. Pertanto le commissioni regionali devono deliberare con la presenza di tutti i membri effettivi e secondo le modalità di funzionamento previste dall'art.5 del regolamento adottato con delibera n.5388/91.

Per quel che concerne la richiesta di iscrizione di diritto all'albo, la Consob ha evidenziato che l'attività di promozione nel collocamento di prodotti finanziari svolta da un soggetto

nella veste di socio accomandatario di una società, sulla base di un rapporto di agenzia instaurato con quest'ultima, non è un requisito sufficiente per l'iscrizione di diritto all'albo.

Infatti, l'attività di sollecitazione che è rilevante ai fini dell'iscrizione all'albo è solamente quella svolta in qualità di persona fisica a favore delle società autorizzate ai sensi del regolamento ex art.1/18 ter della legge 216/74.

E' stato inoltre rilevato che, ai sensi dell'art. 30 della legge n.412/91, l'automatica iscrizione all'albo è consentita esclusivamente a coloro i quali abbiano svolto le funzioni di collaboratore autonomo di agente di cambio. Ne consegue che i remissori operanti per conto di società commissionarie, ammesse agli antirecinti alle grida delle borse valori, devono sostenere l'esame di idoneità. La Consob ha inoltre precisato che, ai fini dell'iscrizione di diritto all'albo, non sono cumulabili i periodi di attività svolti in qualità di collaboratore di agente di cambio e di consulente finanziario per conto di rete di vendita. E' stato infine chiarito che gli agenti di cambio, in quanto titolari di requisiti professionali superiori a quelli richiesti a collaboratori autonomi, procuratori o rappresentanti alle grida degli stessi agenti di cambio, possono essere iscritti di diritto all'albo.

Per quel che concerne i requisiti di onorabilità prescritti per l'iscrizione all'albo, è stato fatto presente che l'art. 9, comma 1, lett. e), prevede tra gli stessi requisiti il non essere stati condannati alla reclusione per i delitti elencati nella

stessa norma; pertanto la sola condanna al pagamento di una multa non comporta il venir meno dei requisiti di onorabilità.

E' stato precisato che, anche quando il rapporto tra cliente e SIM si instauri tramite il promotore, si applica il disposto dell'art. 6, comma 3, del regolamento 5387/91, il quale prevede che il cliente possa con apposita dichiarazione rifiutarsi di fornire informazioni concernenti la propria situazione finanziaria.

La Consob ha inoltre chiarito che i promotori finanziari non possono esercitare la propria attività in forma associata nell'ambito di studi professionali, ciò in quanto l'esercizio associato dell'attività al fine di una gestione unitaria dei medesimi affari concernenti gli stessi clienti è incompatibile con l'art. 5, comma 10, della legge n. 1/1991 secondo cui l'attività di promotore può essere svolta esclusivamente da persone fisiche.

La Consob ha precisato che l'attività consistente nel trasferire alla clientela, tramite i propri promotori finanziari, indicazioni provenienti dall'intermediario, relative all'opportunità di acquistare determinati valori mobiliari è un'attività di consulenza in valori mobiliari, che, in quanto tale, non può essere effettuata "porta a porta", ai sensi dell'art. 5, comma 3, della legge n. 1/1991.

E' stato inoltre riaffermato più volte che l'attività di promotore di servizi finanziari non deve essere necessariamente

svolta in via esclusiva ed è pertanto esercitabile contemporaneamente al altre attività.

Infine, è stata fornita risposta positiva al quesito concernente la possibilità per una SIM di corrispondere al promotore provvigioni su un patrimonio che continua a generare commissioni dopo lo scioglimento del contratto di agenzia e la stipula di un nuovo contratto del promotore con un'altra SIM.

#### 5.1 La vigilanza sull'attività dei promotori di servizi finanziari

L'attività di vigilanza della Consob sul rispetto, da parte dei promotori di servizi finanziari, delle regole di comportamento stabilite con il regolamento in commento ha avuto un notevole sviluppo nel corso del 1992, grazie anche alla assidua collaborazione prestata dalle SIM e dalle commissioni regionali ed alle segnalazioni pervenute da parte degli intermediari e dei risparmiatori.

Le iniziative della Commissione, finalizzate a costruire le basi di un sistema di controlli efficace e tempestivo, sono state indirizzate al raggiungimento di un più diretto coinvolgimento e di una maggiore sensibilizzazione sia degli operatori del settore, che dei risparmiatori nella loro veste di utilizzatori finali dei servizi di intermediazione mobiliare. In questa ottica va infatti inquadrato l'obbligo imposto agli intermediari autorizzati dall'art.16 del regolamento n. 5387 approvato con delibera del 2 luglio 1991, relativo alla comunicazione immediata

alle commissioni regionali ed alla Consob dei provvedimenti assunti nei confronti di promotori finanziari in relazione alle eventuali irregolarità accertate. Tale obbligo ha comportato, la segnalazione alla Consob di 160 casi di presunti comportamenti illeciti e, di conseguenza, uno scambio continuo di informazioni tra il soggetto segnalante l'illecito e la Commissione.

In considerazione delle numerose segnalazioni ricevute, la Commissione ha emanato una comunicazione a carattere esplicativo (n. 92005378 del 24 luglio), nell'intento di ottenere dagli intermediari i dati necessari ad assicurare un più tempestivo svolgimento dei compiti istruttori attribuiti alla Consob. In particolare, si è sottolineata l'importanza che gli intermediari diano immediata comunicazione alla Consob e alle competenti commissioni regionali dei casi in cui il promotore assuma la qualità di imputato ai sensi dell'art. 60 c.p.p. per qualunque delitto non colposo. Tale circostanza, infatti, assume rilievo ai fini dell'applicazione, nei confronti del soggetto coinvolto, della sospensione in via cautelare dell'attività dallo stesso svolta, come prescritto dall'art. 16, comma 7, del citato regolamento n. 5388.

Nella medesima comunicazione è stato precisato, con riferimento al periodo temporale in cui si sono verificati i fatti illeciti, che oggetto delle segnalazioni devono essere esclusivamente quei fatti commessi successivamente al giorno 24 ottobre 1989, termine di efficacia dell'amnistia prevista dal D.P.R. 12 aprile 1990, n. 75. Considerata pertanto l'importanza



del ruolo svolto dai soggetti autorizzati nell'accertamento dei comportamenti irregolari posti in essere dai propri promotori, con la medesima comunicazione si è chiesto ai suddetti intermediari di informare la Consob in merito alle iniziative intraprese per l'attivazione, attraverso procedure organizzative interne, di sistemi di controllo sull'attività dei propri dipendenti, promotori e collaboratori in conformità alle disposizioni contenute nell'art. 16 del citato regolamento n. 5387/91.

Per quanto riguarda le concrete modalità di svolgimento dell'attività di vigilanza da parte della Commissione, occorre ricordare che il procedimento per l'applicazione delle sanzioni disciplinari e della sanzione amministrativa pecuniaria, prevista dall'art. 5, comma 8, lettera g) della legge, è promosso dalla Consob, che, nell'accertamento dei fatti, si avvale anche delle commissioni regionali. Una volta constatate le infrazioni, la Consob avvia il procedimento con un atto di contestazione all'interessato, che può essere eventualmente convocato dalla Commissione ed ha, comunque, un termine di trenta giorni per presentare le proprie deduzioni scritte. Completata l'istruttoria viene irrogata la relativa sanzione, ovvero viene dichiarata insussistente l'infrazione.

Nel corso del 1992, come già detto, la Consob ha ricevuto complessivamente 160 segnalazioni riguardanti presunti fatti illeciti di cui:

- 78 concernenti presunti illeciti commessi da promotori di servizi finanziari, in alcuni casi anteriormente alla data di entrata in vigore delle norme regolamentari ;
- 82 concernenti presunti illeciti commessi da soggetti operanti in forza della norma transitoria di cui all'art. 20 del regolamento n. 5388/91, nonché da soggetti operanti in forza della previgente normativa, non iscritti all'albo. In alcuni casi, gli illeciti riscontrati hanno riguardato, fatti commessi in periodi antecedenti l'entrata in vigore delle norme regolamentari.

A proposito del periodo in cui si è verificato l'illecito, i provvedimenti sanzionatori adottati dalla Commissione hanno riguardato solo gli illeciti commessi a partire dall'entrata in vigore del regolamento, ovverosia dal 5 gennaio 1992.

In relazione alle 160 segnalazioni ricevute nel corso del 1992, sono stati avviati 26 procedimenti nei confronti di quei soggetti, iscritti all'albo, per i quali sussisteva la presunzione della commissione di atti illeciti.

Con riferimento ai più frequenti casi di illeciti riscontrati, gli stessi si riferiscono:

- all'esercizio dell'attività di promotore per conto di un soggetto non autorizzato allo svolgimento delle attività di intermediazione mobiliare di cui all'art. 1, comma 1, della legge n. 1/1991;
- all'esercizio dell'attività di promotore in violazione dell'art. 5, comma 3, terzo periodo, medesima legge, che

prevede che l'attività di promotore di servizi finanziari può essere svolta per conto e nell'interesse di una sola società di intermediazione mobiliare;

- all'offerta di operazioni di investimento in valori mobiliari in violazione della normativa sulla sollecitazione del pubblico risparmio di cui all'art. 18 della legge 7 giugno 1974, n. 216;
  - all'accettazione di modalità di pagamento difformi da quelle prescritte dall'art. 14, comma 9, del regolamento n. 5388/91.
- Nel 1992 la Commissione ha adottato i seguenti

provvedimenti:

- 21 provvedimenti di sospensione cautelare nei confronti di altrettanti promotori, per fatti illeciti commessi dopo l'entrata in vigore del regolamento;
- 1 provvedimento di sospensione a tempo indeterminato nei confronti di un promotore che ha assunto la qualità di imputato ai sensi dell'art. 60 c.p.p. per i delitti di cui all'art. 9, comma 1, lettera e) del regolamento n. 5388/91.

Al 31 dicembre 1992, dei 21 provvedimenti di sospensione cautelare, 12 si erano conclusi con l'adozione del provvedimento di radiazione dall'albo in quanto è stata accertata la sussistenza delle violazioni contestate che, in dieci casi, hanno riguardato l'accettazione di modalità di pagamento difformi da quelle previste dalla normativa. Un solo procedimento si è concluso con l'adozione del provvedimento di sospensione per un

periodo di 60 giorni dall'esercizio dell'attività e conseguentemente dall'albo. I restanti procedimenti erano, alla stessa data, in attesa di definizione.

Procedimenti sanzionatori analoghi sono stati avviati a carico di quattro soggetti che esercitavano l'attività di promotore in forza della norma transitoria di cui all'art. 20, comma 3, del regolamento n.5388. Per i tre procedimenti che hanno trovato conclusione nel 1992, la Consob ha adottato un provvedimento di inibizione dall'esercizio dell'attività di promotore di servizi finanziari, svolta in via transitoria ai sensi della richiamata norma. Ciò in considerazione del fatto che la norma citata consente la prosecuzione dell'attività di promotore, in carenza di iscrizione ma a condizione di aver presentato domanda di partecipazione all'esame di idoneità, imponendo ugualmente l'osservanza delle norme che regolano tale attività.

Sempre in relazione ai provvedimenti di radiazione adottati nel corso dell'anno in esame, la Consob, in osservanza al disposto di cui all'art. 5, comma 8, lettera g), che prevede l'applicazione della sanzione amministrativa pecuniaria a carico dei promotori che si rendano responsabili di violazioni delle regole di presentazione e di comportamento, ha irrogato tale sanzione nei confronti di 10 promotori, di cui sette all'inizio del 1993.

Per quanto concerne la commisurazione dell'importo, che ai sensi della suddetta disposizione normativa va da uno a 50

milioni di lire, si è tenuto conto della gravità della violazione, dell'opera svolta dall'agente per l'eliminazione o attenuazione delle conseguenze della violazione, nonché della personalità dello stesso e delle sue condizioni economiche, come previsto dall'art. 11 della legge 24 novembre 1981, n.689, recante "Modifiche al sistema penale". In considerazione di quanto sopra evidenziato, la Consob ha irrogato sanzioni amministrative i cui importi sono variati tra 26 e 50 milioni.

Infine, resta da sottolineare l'importanza che riveste la previsione regolamentare della possibilità per la Consob di dare immediata diffusione al pubblico dei provvedimenti assunti, oltre che attraverso il Bollettino della Consob, anche tramite gli organi di stampa nazionale. Tali forme di pubblicità dei provvedimenti consentono, oltre alla conoscenza delle sanzioni adottate, anche una maggiore sensibilizzazione degli utenti del settore finanziario sui diritti previsti dall'ordinamento a tutela della loro condizione di soggetti sollecitati anche presso il proprio domicilio, e sui doveri di presentazione e comportamento ai quali si devono attenere i promotori nei rapporti con gli stessi soggetti.

## CAPITOLO II

## GLI ASPETTI ORGANIZZATIVI DEL MERCATO MOBILIARE

## 1. Gli sviluppi del Sistema Telematico delle borse valori

Nella precedente relazione si è dato sinteticamente conto delle tappe attraverso le quali si sono sviluppate le condizioni per la realizzazione del Sistema Telematico delle borse valori italiane e dei lavori che hanno consentito nella seconda metà dell'anno 1991 di avviare in via sperimentale i primi servizi operativi del nuovo sistema.

Gli impegni assunti dai soggetti coinvolti nella realizzazione del sistema telematico delle borse valori in conformità ai contenuti della Convenzione stipulata nel dicembre del 1989 tra il Consorzio camerale per il coordinamento delle borse valori e la Società Generale Telematica di borsa, prevedevano che il CED Borsa, società di consolidata esperienza tecnica in materia di automazione dei servizi di borsa, provvedesse all'allestimento ed alla gestione dei servizi necessari al funzionamento del nuovo mercato di borsa per:

- la contrattazione continua telematica;
- la rilevazione e la distribuzione di tutti i prezzi fatti sui mercati regolamentati;
- l'archiviazione accentrata dei dati storico statistici relativi alle proposte d'affari ed ai contratti conclusi;
- il supporto agli Organi di controllo e di borsa;

- il riscontro e la rettifica giornalieri dei contratti di borsa.

Nel quadro degli impegni pianificati nella convenzione del 1989, come già accennato, il Sistema Telematico ha avuto il suo avvio operativo nella seconda metà dell'anno 1991 con una prima significativa realizzazione, costituita dall'attivazione del servizio di rilevazione presso ogni borsa valori e di contemporanea diffusione presso tutte le altre borse valori dei dati relativi alle negoziazioni concluse alle grida.

L'avvio del servizio in questione nel settembre dell'anno 1991 ha consentito di effettuare un collaudo generale delle funzionalità della rete di interconnessione tra tutte le borse valori necessario al funzionamento del Sistema Telematico, realizzando al tempo stesso il primo dei fondamentali obiettivi del programma di ristrutturazione dei mercati borsistici: la equiparazione sul piano informativo di tutti gli intermediari autorizzati alle negoziazioni nelle diverse borse valori italiane.

Detto sistema oltre a concretizzare come sopra accennato la equiparazione fra tutti gli operatori, indipendentemente dalla loro ubicazione, ha realizzato anche le condizioni indispensabili per la prevista produzione di un servizio organico e uniforme di supporto agli organi locali di borsa, ai fini della elaborazione e pubblicazione dei listini ufficiali delle singole borse valori.

Una volta venuti meno gli attuali organi locali di borsa in conseguenza della istituzione del Consiglio di borsa previsto

dall'art. 24 della legge 1/91, quale espressione di sintesi di tutti gli organi locali di borsa, attraverso lo stesso servizio si potrà pervenire alla compilazione di un listino unico per tutte le borse valori italiane nel quale potrà essere raccolta giornalmente la documentazione completa dell'intero panorama borsistico italiano.

A questo primo risultato di importanza fondamentale nel programma di sviluppo verso l'istituzione di un mercato unico nazionale, ha fatto seguito, alla fine del successivo mese di novembre, la seconda e ancora più significativa realizzazione: l'avvio operativo, sia pure per una rosa limitata di cinque titoli, del sistema telematico di contrattazione continua.

Come noto, caratteristica di tale sistema è di consentire agli operatori autorizzati (agenti di cambio e società di intermediazione mobiliare) di inserire in un circuito nazionale di negoziazione proposte di acquisto e di vendita che, previa verifica da parte del sistema stesso della congruità delle condizioni di prezzo e di priorità temporale, danno luogo automaticamente alla conclusione del contratto tra i due operatori proponenti.

Come riferito in altra parte della relazione, l'indifferenza di contropartita che si realizza per effetto delle citate modalità di conclusione dei contratti ha posto all'attenzione della Commissione il problema delle garanzie a tutela del buon fine dei contratti conclusi tra gli intermediari e



conseguentemente, della regolare chiusura della liquidazione mensile presso le stanze di compensazione.

L'ipotesi inizialmente esaminata dalla Commissione d'intesa con la Banca d'Italia di un fondo volontario destinato a garantire, entro certi limiti, la chiusura della liquidazione mensile è risultata superata a seguito della sopraggiunta istituzione della Cassa di compensazione e garanzia prevista dalla legge 1/91. A quest'ultima, mediante le disposizioni emanate dalla Consob e dalla Banca d'Italia d'intesa in data 17 giugno 1992, è stata infatti attribuita la gestione di uno speciale fondo di garanzia destinato ad assicurare il buon fine dei contratti conclusi tra i negozianti e la chiusura della liquidazione mensile.

Gli oneri relativi alla fase di avvio delle contrattazioni mediante il sistema telematico delle borse valori sono stati assunti dal Consorzio camerale, che ha in particolare concesso in uso gratuito agli operatori autorizzati il servizio di contrattazione continua fino al 31 dicembre 1991.

Il sistema tariffario stabilito dal Consorzio camerale per l'anno 1992 prevede che i soggetti negozianti che utilizzano il sistema di contrattazione continua telematica debbano corrispondere all'ente gestore del servizio (CED Borsa), previa fatturazione da parte dello stesso, un diritto di accesso al sistema (assimilabile agli attuali diritti dovuti al sistema camerale per il rilascio delle tessere di ingresso nei locali di

borsa) e una tariffa di utenza in relazione alle operazioni effettuate.

L'obbligatorietà per gli intermediari dell'uso degli appositi terminali derivante dalla introduzione del sistema telematico di contrattazione, e la previsione del pagamento di diritti di accesso a dette apparecchiature ha portato alcuni agenti di cambio a sollevare delle eccezioni formalizzate in un ricorso presentato, all'inizio del 1992 al Tribunale Amministrativo Regionale del Lazio. Da parte dei ricorrenti è stato in particolare sostenuto che la previsione del pagamento dei diritti, ritenuti particolarmente onerosi, condizionerebbe la continuazione della attività professionale degli agenti di cambio nelle forme tradizionalmente previste e tutelate a norma dell'art. 19, comma 1, della legge 1/91.

La richiesta di sospensione degli effetti della delibera Consob n. 5564 del 20 novembre 1991, asserita causa di ingiusta ed illegittima esclusione dal mercato degli agenti di cambio che non intendessero corrispondere i suddetti diritti dovuti per l'esecuzione delle contrattazioni telematiche, non è stata accolta dal giudice amministrativo.

Nel corso dell'anno non sono stati registrati sviluppi circa gli approfondimenti nel merito da parte del TAR del Lazio sul ricorso in questione; altri gravami sono stati proposti, come riferito in altra parte della relazione, in occasione della istituzione e avvio operativo del fondo a garanzia della

liquidazione mensile gestito dalla Cassa di compensazione e garanzia a partire dal 14 agosto 1992.

Per quanto riguarda la funzionalità del sistema di contrattazione continua, si rileva che successivamente all'ampliamento dei titoli da dieci a trentacinque, effettuato nel maggio del 1992, si sono verificati ripetuti malfunzionamenti del sistema, le cui disfunzioni tecniche hanno provocato in più sedute di borsa l'intervento della Consob per la sospensione delle negoziazioni telematiche e, in alcuni casi, il ripristino delle contrattazioni alle grida.

A seguito delle prolungate interruzioni del servizio sopraggiunte, nell'agosto del 1992 il Consorzio camerale ha affidato l'incarico alla società Logica Finance LTD di Londra, selezionata in considerazione della sua lunga esperienza maturata nei mercati borsistici, di effettuare una revisione del sistema stesso.

Nel rapporto reso dalla Logica, a conclusione del lavoro di *auditing*, è stata indicata una serie di interventi a breve e medio termine la cui realizzazione costituisce condizione essenziale per procedere ad ulteriori e significativi ampliamenti del numero dei titoli trattati in continua e al completamento del sistema telematico nel suo complesso.

Secondo le indicazioni della società Logica è stato pertanto sospeso il programma di graduale ampliamento del numero dei titoli negoziati in continua e sono stati avviati i lavori

per la realizzazione degli interventi suddetti, che dovranno consentire di completare il trasferimento delle contrattazioni dei titoli azionari nel sistema telematico in due uniche fasi.

Indicativamente entro il mese di luglio del 1993, dovrà essere possibile estendere la contrattazione continua ad un consistente gruppo di titoli di primaria importanza, portando i volumi di contrattazione del sistema telematico a circa l'80% dell'intero listino azionario, completando il trasferimento dei rimanenti titoli verso la fine del prossimo anno 1993. E' da prevedere che con l'avvio della operatività del Consiglio di Borsa, e con il conseguente trasferimento delle attuali competenze dal sistema camerale e dagli organi locali di borsa al Consiglio stesso, le indicazioni contenute nel rapporto della Logica siano destinate a costituire base di riferimento per i lavori di sviluppo del progetto e di completamento del sistema che il Consiglio dovrà assumere nella sua qualità di interlocutore unico della Commissione.

Un ulteriore passo per il completamento del sistema telematico è stato compiuto con l'introduzione del servizio di riscontro giornaliero dei contratti di borsa. Questo servizio, che prevede nella sua configurazione definitiva il riscontro automatico dei contratti giornalmente conclusi e l'invio dei dati relativi ai contratti esattamente riscontrati alle stanze di compensazione, è stato articolato in una fase transitoria ed una definitiva.

La prima fase transitoria, legata alla durata residua della liquidazione a termine è in funzione dal 2 gennaio 1992, mentre quella definitiva, condizione essenziale per la introduzione della liquidazione a contanti, è in corso di realizzazione.

Per il completamento delle relative specifiche funzionali (approvate dalla Commissione il 29 maggio 1992 nella bozza provvisoria predisposta dalla Società Generale Telematica) sono in corso di definizione le caratteristiche dei contratti mediante i quali verranno attivati i mercati complementari a quello a contanti con specifico riferimento:

- alle modalità di finanziamento delle operazioni di borsa, nel senso di prevedere nell'ambito del nuovo mercato a contanti, accanto alle attuali modalità di finanziamento attraverso i contratti di riporto, anche l'introduzione di nuovi strumenti di prestito titoli per il finanziamento di posizioni allo scoperto;
- la riforma del mercato dei premi, allo scopo di verificarne la funzionalità nel mercato a contanti e di valutare la necessità di introdurre, in concomitanza con l'avvio di questo mercato, anche i mercati dei prodotti derivati (*options* su titoli azionari e *futures* su indici).

Occorre sottolineare che le scelte che verranno effettuate circa gli strumenti dei suddetti mercati complementari sono destinate a riflettersi sul sistema di garanzia del nuovo mercato a contanti. E' infatti previsto che l'attuale sistema di garanzia della liquidazione mensile venga sostituito da un nuovo e più

puntuale metodo di determinazione delle garanzie, da depositare presso la Cassa di compensazione e garanzia basato sul calcolo della cosiddetta posizione netta di ciascun aderente alla liquidazione presso le stanze di compensazione sulle operazioni a contanti.

## 2. L'adozione del mercato a contanti

Sono noti gli aspetti del progetto di riforma del mercato borsistico connessi alla riduzione dei cicli di liquidazione e, in particolare, gli indirizzi formulati con la delibera Consob n. 5498 del 2 ottobre 1991 per dare esecuzione al progetto in questione a partire dal 1 gennaio 1993. Il programmato passaggio alla liquidazione a contanti prevede l'abbandono delle tradizionali modalità di regolamento periodico dei contratti negoziati nell'arco del mese borsistico nell'unico giorno di regolamento stabilito nel calendario di borsa (liquidazione mensile), e il regolamento dei contratti conclusi in ogni giorno di borsa aperta al terzo giorno di borsa successivo (liquidazione giornaliera).

Con la citata delibera n. 5498 la Commissione, d'intesa con la Banca d'Italia, in virtù dei poteri conferiti dalla legge 1/91, nel richiamare gli indirizzi formulati nel 1989 con la propria delibera n. 4176, dava atto delle conclusioni raggiunte da un apposito gruppo di lavoro costituito dalla Consob nell'anno 1990 con la partecipazione delle rappresentanze degli

intermediari, e formulava un progetto complessivo di ristrutturazione del sistema di liquidazione dei contratti di borsa.

Sembra opportuno sottolineare che analoghe iniziative di revisione dei sistemi di liquidazione dei contratti di borsa erano state contemporaneamente avviate in campo internazionale in relazione alle raccomandazioni formulate da uno speciale gruppo di esperti internazionali (Gruppo dei Trenta) in materia di compensazione e liquidazione delle operazioni di borsa.

Le raccomandazioni, articolate in nove punti ritenuti indispensabili per l'efficienza e l'affidabilità di un mercato borsistico, ponevano l'accento sulla necessità della introduzione di un mercato a contanti per tutti i valori mobiliari ai fini della riduzione del rischio di inadempimento.

Accogliendo tali raccomandazioni, il summenzionato gruppo di lavoro ha sviluppato un'analisi delle specifiche problematiche connesse al passaggio alla liquidazione a contanti nel mercato italiano, indicando le seguenti condizioni come indispensabili per la riduzione dei cicli di liquidazione:

- obbligo per tutti gli intermediari di ricorrere in via esclusiva ai servizi della Monte Titoli, ai fini della dematerializzazione dei movimenti di titoli presso le stanze di compensazione;
- realizzazione di un sistema di riscontro e rettifica dei contratti di borsa mediante il quale determinare giornalmente le posizioni in titoli e contanti da liquidare presso le

Stanze di compensazione il terzo giorno successivo a quello di contrattazione;

- adeguamento alle esigenze del nuovo mercato a contanti del riporto di borsa per il finanziamento delle operazioni speculative e studio degli eventuali strumenti alternativi necessari per il finanziamento di dette operazioni e la chiusura della liquidazione;
- riforma del mercato dei premi e studio della opportunità di sostituire tale mercato con un mercato delle *options* (e/o dei *futures*) da avviare in concomitanza con l'adozione del mercato a contanti.

In considerazione della data di avvio del nuovo mercato a contanti, indicata dal gruppo di studio di cui sopra nel 1 gennaio 1993, il programma dei lavori per dare esecuzione alla citata delibera n. 5498 prevedeva una serie di realizzazioni scaglionate nel corso dell'anno 1992.

Dall'inizio dell'anno è stato reso obbligatorio l'intervento della Monte Titoli presso le stanze di compensazione per la consegna ed il ritiro dei valori mobiliari relativi alla liquidazione mensile dei contratti a termine negoziati nei mercati regolamentati. A questo fine è stato fatto obbligo a tutti gli intermediari aderenti alla liquidazione mensile presso le stanze di compensazione di assumere la qualità di depositari presso la Monte Titoli.

Tale innovazione ha permesso di rendere più efficiente il



sistema di liquidazione mensile, nel quale l'intervento esclusivo della Monte Titoli per il regolamento dei saldi in titoli presso le stanze di compensazione ha notevolmente semplificato gli adempimenti di queste ultime e ha ridotto drasticamente il fenomeno delle assegnazioni connesso alle mancate consegne di titoli da parte dei partecipanti alla liquidazione stessa.

Nel mese di maggio, la Commissione ha approvato un documento sulle funzionalità del nuovo sistema di riscontro e rettifica giornalieri dei contratti di borsa, indicato nella citata delibera n. 5498 quale condizione essenziale per la realizzazione del progettato passaggio alla liquidazione a contanti. Il servizio in questione, reso obbligatorio per l'attuale sistema a termine con delibera Consob n. 5446 del 7. agosto 1991, costituisce infatti un elemento indispensabile per il passaggio al mercato a contanti, in quanto permette, attraverso la spunta preventiva dei contratti di borsa, di presentare alle stanze di compensazione i saldi già riscontrati tra i partecipanti alla liquidazione e di assicurare il completamento della stessa anche nei ristretti termini previsti per il regolamento dei contratti stipulati nel mercato a contanti. Lo stesso servizio svolge anche un'altra funzione, altrettanto essenziale per il regolare svolgimento del mercato a contanti, in quanto attraverso di esso affluiscono i dati per il calcolo delle garanzie da depositare presso la Cassa di compensazione e garanzia per il buon fine dei contratti conclusi tra gli intermediari e per la chiusura della liquidazione presso le stanze di compensazione.

In prossimità della data prevista per la riduzione dei cicli di liquidazione, nell'impossibilità di disporre in tempo utile del citato servizio automatico di riscontro dei contratti di borsa a contanti, la Commissione, d'intesa con la Banca d'Italia, ha sospeso con delibera n. 6727 del 22 dicembre 1992 il termine di decorrenza del 1 gennaio 1993 per il mercato a contanti. Nel contempo, ha avviato una serie di approfondimenti con i responsabili della realizzazione e gestione del Sistema Telematico delle borse valori, anche ai fini di una pianificazione delle attività di completamento di tale sistema e delle relative fasi di preventivo collaudo attraverso le quali dovrà essere assicurata la piena affidabilità operativa delle diverse componenti del sistema in questione.

E' da prevedere che nel primo semestre dell'anno 1993, una volta acquisiti conclusivi elementi di valutazione circa la definizione del piano organico dei lavori per il completamento dei servizi del sistema telematico, la Commissione potrà procedere, d'intesa con la Banca d'Italia, alla determinazione della nuova data di avvio del sistema di liquidazione a contanti.

Nel quadro degli approfondimenti in corso di completamento alla fine del 1992, verranno quindi definiti gli aspetti di mercato connessi al passaggio dalla contrattazione a termine a quella a contanti, con particolare riguardo alla riforma del mercato dei contratti a premio e all'introduzione di un sistema di prestito titoli.

Quest'ultimo, in particolare, scaturisce dalla necessità di introdurre strumenti di mercato tipici che consentano, anche in un mercato a contanti, di assumere posizioni speculative al ribasso mediante forme di finanziamento in titoli che permettano il reperimento dei titoli necessari all'adempimento della propria obbligazione di consegna nel giorno di liquidazione.

Attualmente, in presenza di un ciclo di liquidazione mensile, questa funzione viene assolta dai contratti di riporto e di deporto negoziati nella speciale seduta prevista dal calendario di borsa per una durata corrispondente alla durata del mese borsistico. Con l'adozione di una liquidazione per contanti, questi strumenti, nelle loro attuali configurazioni, non sono più idonei ad assolvere le funzioni sopra indicate. Occorre quindi procedere alla loro revisione o sostituzione con altri contratti negoziabili quotidianamente per una durata variabile.

Nell'identificazione dei meccanismi di finanziamento e copertura delle operazioni di borsa, è stato perseguito l'obiettivo di ricercare strumenti di negoziazione interni al mercato, che da un lato possano consentire agli operatori scoperti di reperire i titoli a fronte del pagamento di un interesse rappresentativo del costo del finanziamento, e dall'altro consentire agli operatori in possesso di titoli di percepire un interesse a fronte della consegna dei titoli stessi, alle condizioni di prezzo ottenibili attraverso un mercato regolamentato.

Resta pertanto da verificare se le ipotesi sopra accennate

siano realizzabili per la creazione di un mercato specializzato per la negoziazione dei prestiti nel quale, nell'arco dell'intera giornata, le controparti interessate possano accedere con facilità, e tempestività alle offerte competitive dei dealers.

Restano inoltre da individuare per tale mercato le possibili strutture tecniche di supporto alla negoziazione alternative al sistema di contrattazione alle grida quali, ad esempio, un sistema semplificato di diffusione delle quotazioni dei prestiti titoli nell'ambito del sistema telematico delle borse valori, da utilizzare quale base di riferimento per contrattazioni dirette fra gli intermediari interessati, delle quali peraltro dovrà essere data adeguata informazione al mercato.

Unitamente al mercato del prestito titoli si dovrà procedere agli approfondimenti necessari alla attivazione di un sistema di prestito (il cosiddetto prestito stanza) quale strumento di ultima istanza per garantire la regolare chiusura della liquidazione nella eventualità di mancata consegna dei titoli da parte di un operatore nel giorno di liquidazione. L'ipotesi potrebbe fare riferimento alla Monte Titoli per la gestione degli aspetti tecnico/amministrativi e alla Cassa di compensazione e garanzia per la gestione delle relative garanzie.

Per quanto riguarda la riforma del mercato dei premi le indicazioni fornite dal gruppo di lavoro portano a considerare che gli adeguamenti di tale mercato, in presenza di un mercato a contanti potrebbero essere limitati alla scelta di un tipo di

scadenza fissa mensile (a preferenza di quella giornaliera) e alla possibilità di esercizio della facoltà entro la data di scadenza del premio (la cosiddetta facoltà americana) e liquidazione al terzo giorno successivo a quello della risposta (a preferenza della cosiddetta facoltà europea, che contempla una scadenza fissa mensile anche in caso di risposta anticipata).

Naturalmente resta da accertare l'opportunità di sostituire completamente l'attuale mercato dei premi con un mercato delle opzioni negoziabili, in quanto l'avvio operativo della Cassa di compensazione sia sul mercato azionario che su quello dei prodotti derivati (MIF) renderebbe ora possibile una più articolata riflessione circa la funzionalità della eventuale coesistenza dei due mercati che potrebbero essere rispettivamente dedicati ai titoli meno liquidi e a quelli più liquidi. In un mercato a contanti, infatti, il mantenimento dei premi per i titoli meno liquidi potrebbe richiamare entro certi limiti una certa liquidità sui titoli interessati, mentre l'introduzione del mercato delle opzioni negoziabili per i titoli più liquidi potrebbe adeguatamente soddisfare le esigenze più segnatamente speculative degli investitori in titoli della specie.

### **3. La Cassa di compensazione e garanzia e il mercato dei futures**

Nella precedente relazione si è riferito sui lavori preparatori per la emanazione del decreto del Ministro del tesoro 18 febbraio 1992 istitutivo del mercato dei *futures* sui titoli di Stato. Nello sviluppo dei lavori di completamento della struttura

di tale mercato, la Consob e la Banca d'Italia, con le disposizioni emanate d'intesa in data 16 marzo 1992, ai sensi dell'art. 22, comma 3 della legge 1/91, hanno istituito la Cassa di compensazione e garanzia e definito le norme di organizzazione e funzionamento della stessa.

Nel sistema finanziario italiano la Cassa si colloca come unica struttura incaricata di garantire sia le operazioni sui mercati dei futures sia quelle sui mercati dei valori mobiliari quotati in borsa e oggetto di negoziazione a termine, rispettando l'autonomia dei diversi mercati ed isolandone i rischi relativi.

Rinviando al prossimo paragrafo la descrizione delle funzioni della Cassa nel mercato dei valori mobiliari quotati, oggetto sociale esclusivo della Cassa nel mercato dei contratti uniformi a termine sui titoli di Stato è assicurare il buon fine e la compensazione dei contratti. Per la realizzazione di questo obiettivo la Cassa diviene controparte centrale di ciascun negoziatore, aderente alla Cassa, assumendo in proprio le obbligazioni nascenti dalle negoziazioni, ed obbligando pertanto gli originari contraenti, direttamente o indirettamente, in pari misura nei suoi confronti.

Pertanto, per poter partecipare al mercato dei futures, gli operatori devono aderire alla Cassa di compensazione e garanzia.

Le citate disposizioni riservano la partecipazione alla compensazione ai seguenti soggetti:

- gli aderenti generali;

- gli aderenti individuali;
- gli aderenti indiretti.

Sono aderenti generali le SIM e le aziende e gli istituti di credito che possono partecipare alle negoziazioni nei mercati futures di cui all'art. 23 della legge 1/91, dotati di un patrimonio netto di almeno 100 miliardi e dei seguenti requisiti indicati nell'art. 4 del regolamento della Cassa di compensazione e garanzia:

- possesso di un conto di gestione presso la Banca d'Italia ovvero esistenza di un accordo con un ente creditizio incaricato;
- possesso di un conto accentrato in titoli ovvero designazione della società mediante la quale verranno movimentati i conti accentrati in titoli;
- adesione alla stanza di compensazione ovvero esistenza di un accordo con un ente creditizio incaricato;
- ammissioni alle negoziazioni nel mercato telematico dei contratti uniformi a termine.

Sono aderenti individuali le SIM e le aziende di credito che possono partecipare alla negoziazione nei mercati futures dotati di un patrimonio netto di almeno 5 miliardi e dei requisiti, previsti dal regolamento della Cassa, sopra indicati per gli aderenti generali.

Sono aderenti indiretti tutti gli altri intermediari che possono partecipare alle negoziazioni nei mercati futures. L'adesione degli aderenti indiretti è subordinata alla stipula di

un accordo con un aderente generale per la gestione delle posizioni contrattuali nei confronti della Cassa di compensazione e garanzia.

Infine, in coerenza con il regime transitorio stabilito dalla legge 1/91, possono essere aderenti generali, individuali o indiretti, fino al 31 dicembre 1992, le Commissionarie di borsa ammesse agli antirecinti alle grida dotate dei requisiti previsti per ciascuna categoria di aderente.

Come precedentemente accennato, la Cassa, per svolgere la funzione di garanzia, si interpone nelle contrattazioni rendendo assolutamente uniformi in termini di rischio di contropartita tutte le negoziazioni concluse dagli intermediari autorizzati.

L'interposizione in questione tiene conto dello schema organizzativo di adesione sopra illustrato, in base al quale la Cassa diviene controparte di ciascun aderente generale o individuale nei contratti *futures* da essi stipulati, nonché di ciascun aderente generale nei contratti stipulati dagli aderenti indiretti che si avvalgono di esso per la gestione delle proprie posizioni contrattuali nelle procedure di compensazione.

Per svolgere la citata funzione di garanzia, la Cassa, in base ai dati forniti dal sistema di contrattazione telematica, determina giornalmente la posizione di rischio di ciascun negoziatore e acquisisce dagli aderenti generali ed individuali i depositi di garanzia (margini) relativi alle posizioni in essere.



Il sistema di margini previsto dalle disposizioni è articolato su tre "livelli":

- margini iniziali;
- margini di variazione;
- margini infragiornalieri.

I margini iniziali vengono stabiliti in misura fissa percentuale in relazione al controvalore di ogni posizione contrattuale originata da operazioni concluse sul mercato. Gli aderenti generali e gli aderenti individuali sono tenuti al deposito di tale margine presso la Cassa, a garanzia delle posizioni contrattuali in essere per proprio conto e per conto dei propri committenti ovvero poste in essere dagli aderenti indiretti (solo per gli aderenti generali). Gli aderenti indiretti sono tenuti al deposito presso l'aderente generale del quale si avvalgono.

I margini iniziali devono essere depositati presso la Cassa entro l'orario stabilito per l'inizio delle contrattazioni del giorno successivo e restituiti a seguito della chiusura, anche anticipata, della posizione contrattuale. La base di calcolo per la determinazione dei margini è fornita dalla posizione contrattuale netta, derivante dalla somma algebrica delle operazioni di acquisto e vendita, di ciascun operatore al termine di ogni seduta di mercato. La misura, le modalità e i termini di costituzione sono stabiliti dal regolamento della Cassa nel rispetto delle disposizioni emanate dal Ministro del tesoro ai sensi dell'art. 9, comma 1 lettera e), del decreto 18 febbraio

1992.

In base a detto regolamento la categoria dei margini iniziali è stata suddivisa in tre sottoclassi:

- margine ordinario: viene versato giornalmente a fronte di ogni nuova posizione aperta; tale margine è calcolato sulla posizione netta senza tenere distinte le diverse scadenze;
- margine ridotto: viene versato giornalmente e calcolato sulle posizioni contrattuali di segno contrario relative alle diverse scadenze (posizioni straddle);
- margine su consegna: viene calcolato sulle posizioni che rimangono aperte alla fine dell'ultimo giorno di contrattazione, fino alla consegna dei titoli nel giorno di liquidazione del contratto.

I margini di variazione sono dovuti giornalmente alla Cassa dagli aderenti alla stessa che hanno subito una variazione sfavorevole di prezzo e sono dovuti dalla Cassa agli stessi aderenti nel caso di una variazione favorevole del prezzo

I margini infragiornalieri possono essere richiesti dalla Cassa nel corso della seduta, ad integrazione dei margini iniziali già versati, qualora i prezzi dei contratti conclusi sul mercato dovessero subire una variazione rispetto al prezzo di chiusura del giorno precedente superiore a due terzi della variazione garantita dal margine iniziale.

Infine, per ciò che concerne le posizioni che a chiusura delle contrattazioni comportano la consegna dei titoli, la

liquidazione dei relativi contratti viene effettuata a mezzo delle Stanze di compensazione dei valori mobiliari con l'intervento della Cassa di compensazione e garanzia.

Nella tavola C.2.1 vengono presentate la situazioni relative ai soggetti partecipanti al sistema di compensazione e garanzia della Cassa alla data del 31 dicembre 1992.

Tavola C.2.1

			PRIMARY	ALTRI OP	BROKERS	LOCALS	AG. CAMBIO
35	GENERALI	di cui:	20	15	0	0	0
81	INDIVIDUALI	di cui:	2	71	8	0	0
28	INDIRETTI	di cui:	0	24	0	2	2
144	TOTALE	di cui	22	110	8	2	2

Si fa presente che alla suddetta data del 31 dicembre 1992 sono in corso di perfezionamento ulteriori 16 nuove ammissioni che modificheranno la situazione sopra indicata, come illustrato nella tavola C.2.2

Tavola C.2.2

			PRIMARY	ALTRI OP	BROKERS	LOCALS	AG. CAMBIO
36	GENERALI	di cui:	20	16	0	0	0
90	INDIVIDUALI	di cui:	2	80	8	0	0
34	INDIRETTI	di cui:	0	30	0	2	2
160	TOTALE	di cui:	22	126	8	2	2

#### 4. La Cassa di compensazione e garanzia e il mercato azionario

Uno degli aspetti cruciali del processo di ammodernamento delle strutture del mercato mobiliare è senza dubbio rappresentato dal miglioramento dell'efficienza dei sistemi di liquidazione. In questo senso la Consob ha da tempo avviato, d'intesa con la Banca d'Italia, una serie di interventi volti da un lato alla creazione delle condizioni necessarie all'adozione della liquidazione per contanti, dall'altro all'istituzione di idonee forme di garanzia del buon fine della liquidazione dei contratti aventi ad oggetto titoli quotati in borsa. Il raggiungimento dell'obiettivo di rendere più efficienti e sicuri i processi di liquidazione non può, infatti, dirsi completato con il semplice passaggio alla liquidazione per contanti. Esso dipende anche dal verificarsi della condizione di assoluta indifferenza di contropartita tra gli intermediari, corrispondente ad una assoluta omogeneizzazione, in termini di rischio di inadempimento, di tutti gli intermediari autorizzati alla negoziazione sui mercati regolamentati. L'importanza di questo aspetto è oggi accentuata dal verificarsi di due circostanze. In primo luogo le SIM benché caratterizzate dalla forma societaria e da specifici requisiti patrimoniali che ne garantiscono la stabilità, sono diffuse su tutto il territorio nazionale e non sono più necessariamente collegate da rapporti di reciproca conoscenza derivanti dall'appartenenza ad una stessa borsa valori. Inoltre, l'utilizzo, ancorché non esclusivo, del

sistema telematico, non consente per il meccanismo di contrattazione che vi è insito, di scegliere e valutare a priori l'affidabilità della propria controparte. Da tutto ciò deriva che condizione necessaria di un mercato evoluto è che sia assicurata non solo la perfetta fungibilità dei valori mobiliari negoziati, ma anche delle controparti. La realizzazione della indifferenza di contropartita può essere ottenuta solo mediante l'intervento di un organismo esterno che, garantendo indistintamente l'adempimento delle contropartite di borsa, le renda assolutamente omogenee in termini di rischio di inadempimento.

In questa prospettiva, l'art. 22 comma 3 della legge 1/91 ha attribuito alla Cassa di compensazione e garanzia il compito di garantire il buon fine e la compensazione dei contratti stipulati, mediante il deposito presso di essa di margini di garanzia. La Consob e la Banca d'Italia hanno avviato, sin dal 1991, i lavori per la definizione della struttura di funzionamento della Cassa per i mercati dei valori mobiliari. Detti lavori, svolti con la collaborazione delle categorie di intermediari interessate, si sono concentrati in questa prima fase sull'analisi delle funzioni di garanzia del mercato azionario. Il prodotto di tali lavori è stato formalizzato, in data 17 giugno 1992, nelle disposizioni che disciplinano il funzionamento e le modalità d'intervento della Cassa per tale mercato, sia pure in una configurazione che, come meglio precisato in seguito, riveste ancora carattere provvisorio.

Accanto alle disposizioni sono stati emanati provvedimenti di accompagnamento, quali le delibere di determinazione della misura, delle modalità e dei termini di versamento dei margini di garanzia, ed il provvedimento con il quale i regolamenti speciali di borsa (per ciò che attiene alle modalità di liquidazione delle insolvenze) sono stati integrati al fine di renderli coerenti con lo schema di funzionamento della Cassa. Peraltro, occorre segnalare che a seguito dell'adozione dei succitati provvedimenti relativi alla Cassa, è stato abbandonato il progetto promosso dall'Unione dei comitati direttivi degli agenti di cambio di costituzione di un fondo volontario destinato ad assicurare la tempestiva chiusura della liquidazione mensile (si veda in proposito la Relazione dell'anno precedente).

Tralasciando la disamina puntuale dei diversi provvedimenti adottati, si illustra sinteticamente il quadro complessivo di funzionamento della Cassa per il mercato azionario a consuntivo dei primi mesi di operatività (le funzioni di garanzia del mercato azionario attribuite alla Cassa hanno preso il via a partire dalla liquidazione mensile del mese di settembre 1992).

Innanzitutto, al fine di assicurare le funzioni sopra citate, è stata prevista l'attivazione di un apposito fondo di garanzia delle operazioni di borsa, il cosiddetto Fondo liquidazione mensile. Tale fondo, alimentato dai versamenti degli intermediari, è tenuto distinto dal patrimonio della Cassa e da questa semplicemente gestito. In questo modo si è voluto rendere indenne il patrimonio della Cassa (che per il mercato dei

futures è, invece, posto a garanzia dell'adempimento delle obbligazioni derivanti dalla contrattazione su detto mercato) dal rischio connesso alle insolvenze che si dovessero verificare sul mercato azionario. Pertanto, il costo finanziario derivante dalle eventuali insolvenze è assunto dalle categorie di intermediari e non dalla Cassa.

La funzione del Fondo di garanzia è duplice:

- a) evitare il differimento della liquidazione mensile in caso di inadempienza di una delle controparti di stanza, a causa della complessità delle procedure previste per la conclusione della liquidazione coattiva di borsa;
- b) assicurare il buon fine dei contratti conclusi dai negozianti e aventi ad oggetto titoli quotati in borsa (ivi compresi quelli stipulati fuori borsa ai sensi dell'art. 11, comma 2, della legge 1/91 e sul mercato dei blocchi), da regolare nella liquidazione mensile attraverso le stanze di compensazione.

Concretamente, ciò si realizza mediante due diverse modalità di intervento della Cassa.

- a) In caso di inadempienza, che si verifichi dopo il giorno dei riporti, di uno degli aderenti alla liquidazione mensile, la Cassa fa pervenire alla stanza di compensazione in luogo dell'inadempiente i mezzi di pagamento o i titoli necessari alla copertura delle sue obbligazioni. L'intervento della Cassa, in questo caso, determinerà alcuni importanti effetti

sotto il profilo giuridico. Essa da un lato fornisce alle controparti dell'inadempiente i titoli e le lire oggetto dei contratti non adempiuti e, subentrando automaticamente in tali contratti, acquisisce la titolarità dei titoli consegnati e delle lire pagate in stanza dalle controparti stesse. D'altro canto, poiché i contratti tra controparti e inadempiente conservano la natura di contratti non adempiuti, la Cassa stessa acquisisce anche tutti i diritti che le controparti avrebbero avuto nei confronti dell'inadempiente in particolare il diritto a ottenere dal Consiglio di Borsa la liquidazione coattiva del contratto e l'eventuale emissione del certificato di credito, così come previsto dalle vigenti leggi e dai regolamenti speciali di borsa.

- b) Nel caso di insolvenza notoria o formalmente accertata di uno degli aderenti alla liquidazione mensile entro il giorno dei riporti, l'intervento della Cassa ha modalità sensibilmente diverse. Ciò deriva dalla considerazione che il verificarsi di un'insolvenza notoria o formalmente accertata prima della liquidazione, non determina un intervento della Cassa a garanzia della chiusura della liquidazione mensile (in quanto le partite dell'insolvente possono essere stralciate dalla liquidazione per effetto dell'intervento del Consiglio di Borsa), ma dà luogo alla liquidazione coattiva delle partite al di fuori della liquidazione stessa. La Cassa, pertanto, garantisce la puntuale esecuzione dei contratti conclusi tra insolvente e sue controparti. In questo caso, peraltro,



l'intervento della Cassa non copre l'insolvenza di un aderente a stanza non negoziatore (SIM non autorizzate all'attività di negoziazione di titoli azionari, aziende o istituti di credito). Infatti, in conformità alle previsioni della legge, non essendo in discussione il buon fine della liquidazione mensile, si è ritenuto che la Cassa dovesse garantire la sola funzione di negoziazione, ovvero i soli casi di insolvenza notoria o formalmente accertata dei soggetti che rivestano la qualità di negoziatori. L'intervento della Cassa è stato delineato in modo da non modificare le procedure attualmente previste in caso di insolvenza. Nel concreto, la Cassa interviene, dopo la chiusura della liquidazione coattiva di borsa, corrispondendo alle controparti dell'insolvente l'importo del certificato di credito eventualmente rilasciato dal Consiglio di Borsa.

Qualche cenno sulle modalità di finanziamento del Fondo liquidazione mensile.

Appare largamente accertato sotto il profilo teorico e ampiamente verificato sotto quello operativo che ciascun contribuente al fondo debba essere tenuto a costituire depositi (margini di garanzia) in misura tale da coprire il rischio potenziale di intervento del fondo in caso di inadempimento. Il margine viene, pertanto, di norma commisurato alla posizione di rischio effettiva, in ciascun giorno di contrattazione e per ciascun contribuente/intermediario, misurata dalla sua "posizione

netta". Questa è data dalla differenza tra ammontare delle lire a debito (a credito) e controvalore dei titoli da ricevere (da consegnare) per ciascuno dei valori mobiliari sui quali l'intermediario ha operato. Una possibile alternativa è rappresentata dal calcolo del rischio sulla base dell'ammontare di contratti liquidati (o intermediati) in un periodo di tempo precedente. Questo metodo si basa sull'ipotesi che il rischio indotto dall'intermediario per operazioni effettuate in un certo periodo di liquidazione sia fortemente correlato al livello dello stesso rischio in un periodo precedente. Alternativamente, si possono adottare metodi basati sulle operazioni effettivamente poste in essere in ciascun giorno di contrattazione ma che calcolino il margine sulla posizione lorda (ovvero sulla somma in valore assoluto delle operazioni di acquisto e vendita su ciascun titolo), anziché sulla posizione netta.

E' ovvio che per tutti i metodi diversi da quello della posizione netta esisterà sempre una discrepanza, rispetto al rischio effettivo, che inciderà sulla misura delle garanzie prestate.

Cionondimeno, si è ritenuto opportuno utilizzare nella configurazione provvisoria del Fondo metodi di calcolo semplificati. E ciò per due diversi ordini di motivi.

In primo luogo, vista la necessità di pervenire all'attivazione delle funzioni del Fondo a tutela del mercato entro il più breve tempo possibile, l'adozione di metodi più semplificati è apparsa giustificata dalla semplicità

realizzativa. La soluzione basata sul calcolo della posizione netta presuppone, d'altra parte, una gestione a regime del sistema di riscontro e rettifiche delle operazioni non ancora realizzata.

In secondo luogo, stante la provvisorietà dell'attuale configurazione del Fondo (per la liquidazione a termine), si è rinviata l'introduzione del metodo di calcolo basato sulla posizione netta al momento in cui sarà adottata la liquidazione per contanti per tutti i titoli quotati in Borsa.

Nel dettaglio, le diverse modalità contributive delle categorie di intermediari aderenti alla liquidazione mensile, sono state così determinate.

Per la categoria dei negozianti (SIM di lettera a) e agenti di cambio), si è previsto l'obbligo di deposito giornaliero (il giorno successivo a quello di negoziazione) di una percentuale fissa molto contenuta (pari allo 0,6 %) del controvalore dei contratti (di acquisto, di vendita, a premio, di riporto) stipulati. I dati relativi al negoziato giornaliero sono acquisiti per il tramite del servizio riscontro e rettifiche giornalieri previsto nell'ambito del sistema telematico delle borse valori. Tramite il sistema stesso, i negozianti ricevono le informazioni relative all'ammontare giornaliero di depositi che dovranno essere versati alla Cassa entro il giorno successivo a quello di contrattazione.

Per le altre categorie di intermediari aderenti alle stanze

(SIM non autorizzate alla negoziazione di titoli azionari), per le quali non è possibile ottenere i dati relativi al negoziato giornaliero in ragione della non integrale adesione al servizio riscontro e rettifiche giornalieri, si è definito il deposito di margini in percentuale fissa correlata al livello di operatività in un certo periodo di tempo precedente.

Nei casi di cui sopra i versamenti dei margini potranno essere effettuati sia in contanti, per il tramite di banche, accreditando i conti accentrati presso la Banca d'Italia, sia costituendo a favore della Cassa apposita fidejussione cauzionale bancaria.

Si noti che nel primo caso, poiché i depositi non sono restituiti dal Fondo sino alla chiusura della liquidazione, si ottiene un effetto di accumulazione progressiva, durante il ciclo di borsa, dei depositi stessi che, mediamente, dovrebbe consentire la copertura dell'eventuale inadempimento di uno dei negoziatori.

Peraltro, non può escludersi un rischio effettivo di insufficienza dei depositi versati al Fondo dell'inadempiente (che potrebbe aver assunto una posizione di rischio sensibilmente superiore alle garanzie costituite). Si è reso, pertanto, necessario prevedere, come in tutti i sistemi esteri della specie, ulteriori meccanismi che consentano comunque alla Cassa di intervenire. In particolare:

- in caso di insufficienza dei margini versati dall'inadempiente, la Cassa utilizza l'intero Fondo, vale a

- dire i margini versati da tutte le categorie di intermediari;
- nel caso estremo di insufficienza dell'intero Fondo, sarà richiesto alle banche aderenti alle stanze (o ai negozianti se l'insolvenza si verifica prima del giorno dei riporti) il versamento di margini integrativi che consentano comunque la chiusura della liquidazione (o la corresponsione dell'importo del certificato di credito).

Il meccanismo sin ora illustrato è volto unicamente a raggiungere l'obiettivo di finanziare l'intervento del Fondo. Adempiuta detta fase, occorre porre effettivamente a carico degli aderenti alle stanze il costo dell'insolvenza determinatasi. Allo scopo, si è fatto ricorso a meccanismi di ripartizione delle perdite.

Limitando l'esame al solo caso di inadempienza di un aderente alle stanze che si verifichi dopo il giorno dei riporti, è stato previsto che il costo dell'intervento del Fondo (che è pari al controvalore in lire degli impegni del Fondo a stanza meno i margini versati dall'inadempiente) sia posto a carico di tutti gli aderenti alla liquidazione mensile secondo il seguente criterio di proporzionalità:

- a) in parti uguali, per un importo pari al 20% dell'esborso del Fondo;
- b) per la parte rimanente (80%), proporzionalmente al trattato in stanza da ciascun partecipante (somma dei saldi bilaterali in titoli valutati ai prezzi di compenso) nella liquidazione

mensile in cui si verifica l'insolvenza.

La soluzione adottata si fonda innanzitutto sulla considerazione che il meccanismo di proporzionalità sopra illustrato presenta il vantaggio di ripartire le perdite tra tutti gli aderenti sostanzialmente su basi correlate all'attività svolta, tenendo però conto di un fattore di correzione (il 20% in quota fissa) che diminuisca mediamente (o, in alcuni casi, addirittura annulli) l'effetto di aumento dei saldi bilaterali in titoli determinato dalle operazioni di compenso titoli che non sono strettamente connesse all'operatività svolta.

Nessuna esclusione è prevista per le banche riguardo all'obbligo di partecipazione alla ripartizione delle perdite, come invece è disposto per il versamento dei margini iniziali. Infatti, la partecipazione alla ripartizione delle perdite va considerata come un costo da imputare all'insieme dei partecipanti alle stanze al fine di beneficiare dell'intervento della Cassa a chiusura della liquidazione. Detto intervento, infatti, comporta un beneficio non solo per le controparti dell'inadempiente ma, più in generale, per tutti gli aderenti alle stanze che, altrimenti, sopporterebbero un onere finanziario per il rinvio della chiusura della liquidazione mensile.

Nel corso del quadrimestre settembre - dicembre 1992, l'ammontare medio del Fondo liquidazione mensile è stato di 72,4 miliardi di lire (con un massimo di 95,2 miliardi di lire nel mese di novembre 1992 ed un minimo di 43,6 miliardi nel settembre 1992) di cui 62,0 miliardi di lire per margini di garanzia

costituiti da soggetti negoziatori aderenti alla liquidazione mensile e 10,4 miliardi di lire per margini di garanzia costituiti da intermediari non negoziatori aderenti alla liquidazione mensile.

Per completezza di esposizione va segnalato che alcuni agenti di cambio delle borse valori di Roma, Milano, Genova e Palermo e il Consiglio dell'Ordine degli agenti di cambio della borsa valori di Roma hanno presentato in data 17 settembre 1992 ricorso al TAR del Lazio per l'annullamento previa sospensione di alcune delibere di accompagnamento delle disposizioni emanate dalla Consob e dalla Banca d'Italia concernenti il funzionamento della Cassa e delle disposizioni stesse. Tra l'altro, i ricorrenti hanno lamentato l'illegittimità della disposizione con la quale in caso di insolvenza di un aderente alla liquidazione mensile la relativa perdita viene ripartita secondo il principio di proporzionalità già illustrato. Infatti, a parere dei ricorrenti, ciò comporterebbe l'estensione (omissis) a terzi non contraenti, delle responsabilità patrimoniale per i rischi dei contratti di borsa responsabilità derivante dal solo fatto di essere aderenti alla liquidazione mensile attraverso le stanze di compensazione. L'illegittimità di detta disposizione deriverebbe, a parere dei ricorrenti, dal fatto che in via regolamentare si sarebbe imposta una prestazione patrimoniale personale. Ciò, evidentemente, sarebbe in contrasto con l'esplicita riserva di legge imposta dall'art. 23 della

Costituzione.

Peraltro, la Camera di Consiglio del TAR del Lazio, nell'udienza del 24 settembre 1992, ha rigettato l'istanza di sospensione avanzata dai ricorrenti rimandando la discussione del merito del ricorso a data da destinarsi.

Un accenno, infine, ai futuri sviluppi delle funzioni di garanzia per i mercati di valori mobiliari attribuite alla Cassa.

La struttura di funzionamento del Fondo sarà sensibilmente modificata dall'introduzione della liquidazione per contanti. In particolare, dovranno prevedersi sia diverse modalità di intervento della Cassa a stanza di compensazione, sia differenti metodologie di calcolo dei margini di garanzia. In relazione a questo secondo aspetto, vale la pena di precisare che saranno introdotti metodi di calcolo dei depositi basati sulla posizione di rischio effettiva in capo ai negozianti (posizione netta a stanza di compensazione).

Inoltre, verranno progressivamente introdotti ulteriori fondi di garanzia la cui gestione sarà affidata in via esclusiva alla Cassa e che garantiranno il buon fine delle operazioni effettuate sui diversi mercati di valori mobiliari regolamentati (Mercato ristretto, eventuali mercati locali che saranno istituiti, mercato secondario dei Titoli di Stato).

##### **5. Il funzionamento della Monte Titoli**

Per quanto riguarda la illustrazione degli aspetti operativi del sistema di depositi accentrati di titoli gestito dalla Monte



Titoli S.p.A., occorre premettere che nel corso del 1992 l'avvio operativo dall'inizio del mese di gennaio delle nuove SIM, e la scadenza al 31 dicembre 1992 del regime transitorio previsto dalla legge n. 1/1991 per la prosecuzione dell'attività da parte delle società commissionarie di borsa hanno determinato profonde modifiche sull'assetto dei partecipanti al sistema, i cui effetti sono destinati a riflettersi anche nel 1993.

Per quanto riguarda l'attività regolamentare, a seguito della conclusione del complesso iter parlamentare del disegno di legge comportante modifiche alla disciplina delle azioni delle società cooperative autorizzate all'esercizio del credito e del risparmio (banche popolari), e con l'entrata in vigore della legge 17 febbraio 1992, n. 207 si è provveduto ad apportare ai regolamenti attuativi della legge 289/1986 le integrazioni necessarie a consentire l'accesso al sistema della nuova categoria di azioni.

Antecedentemente alla entrata in vigore della legge 207/92, le azioni emesse dalle società cooperative bancarie non risultavano idonee all'accentramento presso il sistema per i limiti legali che le rendevano, in concreto, incompatibili con i meccanismi di funzionamento del sistema stesso. Questi ultimi postulano infatti, in via generale, la fungibilità dei titoli e, in particolare, la libera trasferibilità mediante girata dei titoli nominativi oggetto di deposito accentrato.

Per contro, gli istituti del gradimento e dei limiti di

possesso azionario *ex lege* per le azioni delle banche popolari, portavano ad escludere l'applicabilità alle azioni della specie degli accennati meccanismi di funzionamento del sistema di amministrazione accentrata, in particolare per quanto riguarda l'automatico perfezionamento della procedura di acquisizione dello status di socio introdotta dalla legge 289/1986.

La legge 207/92, nel realizzare una situazione di dissociazione tra qualità di azionista ed esercizio dei diritti patrimoniali inerenti ai titoli, ha permesso l'inclusione anche delle azioni delle banche popolari nel novero dei titoli accentrabili presso il sistema, sia pure con effetti limitati rispetto ai titoli azionari soggetti alla disciplina ordinaria contenuta nel citato regolamento di attuazione.

Con delibera Consob n. 6201 del 19 maggio 1992 sono state pertanto dettate le norme speciali di disciplina dei depositi di titoli azionari delle banche popolari, sia quotati che destinati alla quotazione nei mercati regolamentati, nonché di valori mobiliari che incorporano diritti di sottoscrizione o di acquisto relativi a detti titoli azionari.

Avuto riguardo agli assetti societari tipici delle banche popolari, anche per questi valori mobiliari è stata prevista l'applicabilità del principio generale di ammissione, con procedura d'intesa tra Consob e Banca d'Italia sentita la Monte Titoli, al subdeposito accentrato dei titoli azionari non quotati ma di larga diffusione.

Le disposizioni non prevedono, per ciò che attiene ai

soggetti depositari, differenze rispetto a quelli autorizzati in via generale al subdeposito dei valori mobiliari presso il sistema, con esclusione delle stesse categorie (agenti di cambio, società fiduciarie ed emittenti dei titoli) per le quali sussiste, sempre in via generale, il divieto di costituire in deposito valori mobiliari di proprietà.

Inoltre, la nuova disciplina non introduce alcuna innovazione per ciò che attiene all'esercizio dei diritti aventi contenuto patrimoniali. Questi verranno esercitati mediante le stesse procedure amministrative realizzate dalla Monte Titoli per gli altri titoli azionari gestiti in via ordinaria dal sistema.

Va peraltro sottolineato che per l'esercizio dei diritti diversi da quelli aventi contenuto patrimoniale, è richiesta una preliminare legittimazione, attraverso l'iscrizione nel libro dei soci, secondo le norme di legge e di statuto che regolano l'organizzazione e l'attività di ciascuna banca popolare. Tale legittimazione può essere ottenuta sia ad iniziativa del titolare, mediante presentazione di apposita domanda di iscrizione nel libro soci corredata da una certificazione di partecipazione al sistema rilasciata dai depositari, ovvero, ad iniziativa di questi ultimi, mediante semplice esibizione di una certificazione generica motivata con la specifica indicazione del diritto da esercitare.

Avuto riguardo al precedente regime di circolazione delle azioni delle banche popolari, la trasferibilità dei titoli

mediante girata comporta per le società interessate un adeguamento statutario che, in alcuni casi, era stato già predisposto.

In conseguenza, già nell'agosto 1992, perfezionati gli adempimenti di rito, i titoli azionari della Banca popolare di Bergamo già negoziati al mercato ristretto, sono stati ammessi alla quotazione ufficiale di borsa.

Per ciò che attiene alla illustrazione dei dati relativi agli aspetti operativi del sistema, si richiama quanto sopra accennato circa l'ininterrotto processo di adeguamento dei soggetti depositari alla nuova realtà del mercato mobiliare italiano, sviluppatosi nel corso dell'intero anno. Per ciò che riguarda i soggetti depositari (tavola C.2.3) a partire dal mese di gennaio hanno avviato la propria attività le nuove società di intermediazione mobiliare contemplate dalla legge 1/91 (n. 124 SIM a fine anno) e molti agenti di cambio hanno trasferito la propria attività nell'ambito dei nuovi soggetti intermediari. Conseguentemente il numero dei depositari agenti di cambio iscritti nel ruolo unico nazionale è risultato consistentemente ridotto (da 131 a 100).

Al termine del regime transitorio previsto per le commissionarie di borsa dalla legge 1/91, solo un limitato numero ha cessato l'attività, mentre per lo più si è assistito ad una loro conversione in SIM di cui potrà essere avvertita la presenza nel sistema gestito dalla Monte Titoli solo dall'inizio del prossimo anno.

## Tavola C.2.3

## MONTE TITOLI

## NUMERO DEI DEPOSITARI E VALORE NOMINALE DEI TITOLI DEPOSITATI

	1988 n/valore	1989 n/valore	1990 n/valore	1991 n/valore	1992 n/valore
Banche	173/59.758	177/69.417	185/81.717	189/95.644	188/101.346
Agenti di Cambio	89/392	93/596	107/503	131/672	100/212
Società di intermediazione mobiliare				31/0	124/1.131
Società commissionarie di Borsa			13/491	50/1022	40/1.221
Società emittenti	1/289	1/172	48/1	57/1	57/1
Totali	263/60.439	271/70.186	353/82.712	459/97.764	510/103.912

Per ciò che attiene ai dati relativi ai titoli depositati (tavola C.2.4), si osserva che per effetto della accennata modifica regolamentare attraverso la quale è stato consentito l'accesso al sistema per i titoli azionari delle banche popolari, il numero dei titoli è leggermente aumentato, mentre l'incremento del valore dei titoli depositati (calcolato al valore nominale), registrato soprattutto nel comparto azionario (+ 4.400 miliardi), è da ascrivere essenzialmente alle nuove procedure di liquidazione dei titoli della specie, che hanno determinato l'esigenza per gli intermediari di concentrare presso la Monte

Tavola C.2.4

## MONTE TITOLI

## NUMERO DEI DEPOSITI E LORO VALORE NOMINALE

	1988 n/valore	1989 n/valore	1990 n/valore	1991 n/valore	1992 n/valore
Titoli azionari	297/15.219	327/17.970	386/22.806	381/25.083	390/29.403
Titoli obbligazionario	538/45.220	547/52.215	561/59.906	614/72.681	634/74.509
Totale	835/60.439	874/70.185	947/82.712	995/97.764	1.024/103.912

Titoli i depositi di titoli della clientela maggiormente attiva in borsa.

Per quanto riguarda, infine, gli interventi della Monte Titoli nelle liquidazioni presso le stanze di compensazione, le considerazioni sopra accennate circa le modifiche procedurali alle liquidazioni dei titoli azionari sono riflesse nell'incremento del 33% dei saldi registrati dalla Monte Titoli nell'arco dell'intero anno (tavola C.2.5).

Tavola C.2.5

NUMERO SALDI REGISTRATI DALLA MONTE TITOLI  
NELLE LIQUIDAZIONI GIORNALIERE E MENSILI

	1988	1989	1990	1991	1992
Numero spunte	332.600	397.332	487.333	440.064	584.874

## CAPITOLO III

## LA REGOLAMENTAZIONE DEL MERCATO MOBILIARE

## 1. Le modifiche ai Regolamenti di attuazione della legge 1/91

In relazione all'emergere di specifiche esigenze e vista l'opportunità di chiarire talune questioni interpretative, la Commissione ha modificato alcune delle disposizioni regolamentari di attuazione della legge n. 1/1991.

In particolare, per quanto concerne la disciplina dei rendiconti periodici relativi alla gestione di patrimoni, contenuta nel capo V del regolamento n. 5386/1991, la Commissione, in considerazione della generale persistenza di taluni dubbi interpretativi riguardanti l'art. 25 (Estratto conto e valutazione del patrimonio gestito), nonché dell'esigenza di meglio chiarire la portata delle citate disposizioni, con delibera n. 6003 del 25 febbraio 1992 ha modificato l'art. 25, comma 2, lett. b) come di seguito indicato:

- ART. 25, Comma 2, lett. b)

"b) per i titoli quotati al "corso secco" il prezzo è espresso al "corso secco" con separata evidenziazione del rateo di interesse maturato;"

In precedenza, secondo la disposizione in esame, il prezzo per i suddetti titoli era espresso "tel quel".

Inoltre, al fine di garantire una migliore comprensione per gli operatori delle caratteristiche e delle modalità di

compilazione dei rendiconti periodici in argomento, sono state altresì apportate modifiche agli allegati E, F e G del regolamento suindicato, concernenti, rispettivamente, il prospetto riassuntivo, lo schema dell'estratto conto dei movimenti lire, e lo schema dell'estratto conto e della valutazione del patrimonio gestito.

Con riferimento al documento informativo prescritto dall'art. 6, comma 1, lett. b) della legge n. 1 del 1991 e disciplinato dalle disposizioni di cui al capo III del regolamento n. 5386/1991, con delibera n. 6165 del 13 maggio 1992 sono state apportate modificazioni all'art. 12 del regolamento medesimo, concernente l'aggiornamento del documento informativo stesso. Tale disposizione prevedeva:

- a) l'aggiornamento immediato (entro tre giorni) tramite predisposizione di apposito foglio notizie;
- b) l'obbligo (entro trenta giorni o sei mesi, secondo il tipo di evento verificatosi) di provvedere alla pubblicazione di un nuovo documento informativo;
- c) nel caso di eventi quali ad esempio la modifica del consiglio di amministrazione della società d'intermediazione mobiliare, o la sospensione o cancellazione dall'albo di cui all'art. 13 della legge n. 1/1991, l'obbligo di inserire notizia di questi nella comunicazione periodica, immediatamente successiva al loro verificarsi.

Gli operatori hanno rappresentato, peraltro, l'eccessiva onerosità degli adempimenti in parola. Con la delibera in esame



si è quindi proceduto a snellire gli obblighi di aggiornamento, disponendo che la redazione del nuovo documento informativo deve avvenire con cadenza annuale, entro il 31 luglio di ciascun anno, e deve riportare tutte le modificazioni rese necessarie in virtù di accadimenti occorsi nei dodici mesi precedenti. Inoltre, con la stessa delibera si è disposto che la clientela dell'intermediario debba essere informata soltanto in occasione di eventi societari di particolare rilievo, quali il mutamento della denominazione o della sede della società, delle autorizzazioni circa le attività di intermediazione mobiliare esercitabili e dei soggetti che esercitano il controllo, nonché dei provvedimenti di sospensione e cancellazione dall'albo o di sospensione o revoca dell'autorizzazione.

Con delibera n. 6166 del 13 maggio 1992 sono stati sostituiti i commi 2 e 3 dell'art. 16 del regolamento n. 5386 del 1991. Come noto, tale articolo prevede, al comma 1, che le SIM autorizzate all'esercizio dell'attività di sollecitazione del pubblico risparmio di cui all'art. 1, comma 1, lettera f) della legge n. 1/1991, debbano stipulare un'apposita garanzia in forma assicurativa o fideiussoria, a copertura dei danni che possono essere cagionati ai clienti da fatto illecito commesso da chi a qualunque titolo operi nell'interesse delle medesime SIM.

I successivi commi 2 e 3 disciplinano le modalità con le quali le società di intermediazione debbono stipulare le polizze assicurative in parola, e il contenuto minimo di tali polizze.

Peraltro, in sede di prima applicazione della disposizione in esame, è stato osservato dall'Associazione nazionale delle società ed enti di distribuzione di valori mobiliari (Assoreti) che le compagnie di assicurazione non hanno aderito alle richieste di stipulare una polizza che riflettesse alcune condizioni particolari stabilite dal citato art. 16 del regolamento n. 5386/1991. In considerazione di ciò, acquisito sull'argomento il parere dell'Isvap e sentite le osservazioni dell'Ania, si è ritenuto di modificare i predetti commi 2 e 3 dell'art. 16 nel modo che qui di seguito si espone.

- a) In merito al comma 2 dell'art. 2, è stata prevista la possibilità per le SIM di stipulare la polizza di assicurazione in parola anche con imprese di assicurazione di nazionalità non italiana, ma stabilite nel territorio della CEE, che esercitino la loro attività in Italia in libera prestazione di servizi.
- b) Con riguardo al contenuto della polizza assicurativa, il comma 3 è stato modificato alle lettere b) e d), ed è stata aggiunta la lettera e). Pertanto, lo scoperto di garanzia, per il quale il limite precedentemente fissato era del 10%, è ora invece del 20%. La richiesta di risarcimento del danno alla compagnia di assicurazione, che in precedenza doveva essere effettuata entro trenta giorni dal verificarsi del sinistro dalla SIM e che in mancanza di tale richiesta, poteva essere inoltrata dallo stesso investitore danneggiato, ora deve essere inoltrata dalla SIM, entro tre giorni dalla

denuncia del sinistro occorso ad un suo cliente, non avendo più quest'ultimo la potestà di rivolgersi direttamente alla compagnia assicuratrice. Infine, secondo il disposto della lettera e) dell'art. 16, comma 3, del regolamento n. 5386 del 1991, aggiunta con la delibera in esame, le compagnie di assicurazione debbono comunicare tempestivamente alla Consob le denunce di sinistro effettuate dalle SIM assicurate.

Con delibera n. 6432 del 26 agosto 1992 si è provveduto a modificare in relazione al disposto dell'art. 7, comma 5, della legge n. 1/1991, il regime della misura percentuale massima delle commissioni da applicare allo svolgimento dell'attività di negoziazione per conto di terzi ed allo svolgimento dell'attività di raccolta ordini di acquisto o di vendita di valori mobiliari.

Come noto, la delibera n. 5390 del 2 luglio 1991 aveva fissato le misure massime delle suddette commissioni in:

- a) sette per mille, per i titoli azionari;
- b) tre per mille, per i titoli obbligazionari e di Stato.

Le associazioni rappresentative degli operatori avevano in più occasioni rappresentato l'esigenza di una revisione verso l'alto della misura massima delle commissioni in parola, con particolare riguardo a quella stabilita per i titoli obbligazionari; ciò in quanto tale misura non avrebbe consentito agli intermediari, dopo la copertura dei costi di intermediazione, un adeguato margine di ritorno sulle attività

svolte.

Per le ragioni suesposte è quindi parso opportuno aumentare l'importo massimo delle commissioni applicabili alle negoziazioni su titoli obbligazionari e sui titoli di Stato diversi dai BOT, dal tre al cinque per mille. Per l'attività di negoziazione per conto terzi relativa a titoli azionari e diritti di opzione, l'importo massimo delle commissioni applicabili è rimasto invece immutato (sette per mille); ciò in quanto, ad avviso della Commissione, detto importo consente agli intermediari di coprire i costi d'intermediazione, tenuto anche conto della previsione di misure specifiche di commissioni per operazioni di importo contenuto.

## **2. Gli orientamenti interpretativi della disciplina dei valori mobiliari**

Con riferimento alla legge 2 gennaio 1991, n. 1, la Commissione ha affrontato durante il corso dell'anno, anche in risposta a specifici quesiti posti dagli operatori, numerose questioni interpretative ed applicative.

Per quanto attiene alle operazioni che hanno per oggetto contratti *swap*, *fras*, etc., la Commissione ha precisato che, ai sensi dell'art. 1, comma 2, della legge n. 1/1991, anche tali contratti rientrano nella nozione di valore mobiliare rilevante ai fini dell'applicazione della medesima legge.

Con riferimento alle negoziazioni eseguite fuori dai mercati regolamentati, la Commissione ha precisato i criteri da

utilizzare ai fini dell'individuazione del miglior prezzo per il cliente (*best execution*). Al riguardo, occorre innanzitutto distinguere tra negoziazioni eseguite fuori mercato durante l'orario di negoziazione e negoziazioni eseguite fuori mercato in periodi di chiusura delle contrattazioni.

Nel primo caso, e con riferimento ai titoli trattati in continua, con il termine miglior prezzo per il cliente si deve intendere ogni prezzo che risulti compreso tra quelli delle migliori proposte di acquisto e di vendita (estremi esclusi) presenti sul book di negoziazione al momento dell'esecuzione dell'ordine fuori mercato.

Per ciò che attiene, invece, ai titoli negoziati alle grida si è rilevato che durante l'orario di contrattazione ufficiale l'intermediario ha sempre la possibilità di eseguire gli ordini sul mercato nella fase del "durante" e che le operazioni ivi concluse danno luogo a tutti gli effetti alla formazione di prezzi ufficiali. Ne deriva che l'esigenza di eseguire l'operazione fuori mercato assume, per i titoli della specie, minore rilievo. Tuttavia si è precisato che, laddove l'intermediario esegua una negoziazione di valori mobiliari quotati su mercati regolamentati fuori di detti mercati, tale operazione deve consentire di realizzare sia per la parte compratrice che per quella venditrice un prezzo migliore rispetto a quello ufficialmente espresso dal mercato.

In merito invece alle negoziazioni eseguite fuori mercato in periodi di chiusura dello stesso, la Commissione ha ritenuto che

con il termine miglior prezzo per il cliente possa intendersi un prezzo che sia pari:

- a) per i titoli negoziati in continua, all'ultimo prezzo di riferimento aumentato o diminuito nella misura massima dell'1%;
- b) per i titoli negoziati alle grida, all'ultimo prezzo ufficiale (di listino o di "durante") aumentato o diminuito nella misura massima dell'1%.

Ciò tenuto conto sia della tendenza del mercato che di eventi verificatisi successivamente alla chiusura delle contrattazioni, che possono avere effetti sul livello delle quotazioni.

Sempre in materia di obblighi di concentrazione delle negoziazioni nei mercati regolamentati, sono stati chiariti i criteri per l'applicazione dell'art. 11, comma 8 concernente le negoziazioni effettuate da enti creditizi per conto proprio, da compagnie di assicurazione e da società ed enti che hanno per oggetto esclusivo o principale la compravendita, l'investimento e la gestione di valori mobiliari. Con riferimento a queste ultime, è stato in particolare chiarito che le società finanziarie che siano configurabili come *holding* di partecipazione, cioè quelle che abbiano come oggetto sociale esclusivo o principale l'assunzione e il possesso di partecipazioni con natura d'immobilizzazione finanziaria, non sono soggette agli obblighi di cui trattasi.

In merito all'attività di negoziazione, la Commissione ha precisato che, quando una società di intermediazione non è autorizzata a negoziare, nè per conto proprio nè per conto di terzi, valori mobiliari quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto, l'investimento del proprio patrimonio in titoli diversi da quelli per la cui negoziazione è in possesso dell'autorizzazione, non risultando funzionale all'attività svolta, è da ritenersi vietato.

Sempre con riferimento all'attività di negoziazione la Commissione ha anche chiarito che le SIM che non avessero presentato nella propria compagine sociale un agente di cambio, non avrebbero potuto sino al 31 dicembre 1992 essere autorizzate a negoziare in borsa o nel mercato ristretto, per conto proprio o per conto di terzi, nessun valore mobiliare, e quindi neppure i titoli di Stato o garantiti dallo Stato.

E' stato inoltre ribadito che i soggetti che, anche se solo relativamente ad alcune categorie di titoli, non risultano autorizzati all'esercizio dell'attività di negoziazione (SIM non autorizzate alla negoziazione, nonché autorizzate alla negoziazione di titoli diversi dai titoli quotati in borsa o negoziati al mercato ristretto, aziende ed istituti di credito e società commissionarie di borsa), svolgono con riferimento a tali categorie di titoli una funzione di rappresentanza della propria clientela nei confronti dei negoziatori abilitati. Ne consegue che, nel trasmettere per conto di propri clienti, in attuazione degli obblighi di concentrazione in borsa delle operazioni, gli

ordini di compravendita ad altri intermediari autorizzati alla negoziazione (esercizio della attività di raccolta di ordini), gli intermediari stessi sono tenuti a far conoscere il cliente rappresentato e ciò comunicando, contestualmente alla trasmissione degli ordini agli intermediari negoziatori, o le generalità o un codice identificativo dei clienti stessi (art. 55 del regolamento n. 5387/1991); correlativamente, il fissato bollato emesso dal negoziatore, pur essendo intestato all'intermediario che ha trasmesso l'ordine per conto del cliente finale, dovrà comunque recare l'indicazione di questi mediante i dati (generalità o codice) come sopra comunicati.

A diversa conclusione in materia di emissione dei fissati bollati e di indicazione delle generalità della clientela si deve invece pervenire per ciò che attiene ai rapporti tra intermediari abilitati alla negoziazione (agenti di cambio e SIM autorizzate) ed in particolare al caso in cui l'intermediario negoziatore in rapporto con la clientela si avvalga di altro intermediario per l'esecuzione dell'ordine sul mercato. In tale ipotesi, infatti, data la funzione di negoziazione svolta dall'intermediario, è pienamente conforme alle disposizioni vigenti che non vi sia comunicazione alcuna delle generalità del committente (anche in virtù della garanzia dello "star del credere" usualmente fornita nei rapporti fra gli intermediari negoziatori) e, conseguentemente, è possibile l'emissione, oltre che del fissato bollato relativo al trasferimento tra gli intermediari dei valori



compravenduti, di un ulteriore fissato bollato tra intermediario e cliente. Affinché nella fattispecie sopra indicata non si configuri una nuova negoziazione e, quindi, una violazione degli obblighi di concentrazione previsti dall'art. 11 della legge n. 1/1991 occorre ovviamente che l'operazione eseguita dall'intermediario per il tramite di altro negoziatore venga attribuita al cliente alle medesime condizioni di prezzo realizzate sul mercato.

Con riferimento ai contratti di riporto con funzione di finanziamento dei contratti di borsa, la Commissione ha precisato che sono da considerare aderenti al disposto dell'art. 30 del Regolamento adottato con delibera Consob n. 5387/1991 (secondo il quale nelle operazioni di riporto il finanziamento concesso al cliente deve risultare proporzionato al controvalore dei titoli presi a riporto da questi) tutti quei contratti in cui il finanziamento concesso sia pari al 60% del controvalore dei titoli presi a riporto; il finanziamento concesso, inoltre, potrà anche essere inferiore a detta percentuale, a condizione però che il contratto mantenga la sua funzione tipica di finanziamento e che la misura dello stesso, in rapporto al controvalore dei titoli, sia giustificata da obiettive esigenze di garanzia dell'intermediario.

Sempre in materia di contratti di riporto, si è confermato che le SIM autorizzate all'esercizio dell'attività di negoziazione esclusivamente per conto terzi possono concludere i contratti della specie, oltre che con la propria clientela, anche

con aziende ed istituti di credito e, più in generale, con le controparti di mercato. Tale impostazione è stata, peraltro, ritenuta coerente con la prassi concernente i contratti di riporto conclusi dagli agenti di cambio, che pure possono svolgere l'attività di negoziazione esclusivamente per conto terzi.

Per quanto concerne le operazioni di pronti contro termine, la Commissione ha precisato che tali operazioni non sono soggette agli obblighi di concentrazione di cui all'art. 11 della legge n. 1/1991. Si è ritenuto inoltre che, nonostante in ambito bancario le operazioni della specie abbiano assunto, in virtù delle loro caratteristiche peculiari, la funzione di strumento per reperire o impiegare temporaneamente disponibilità liquide, esse restano pur sempre riconducibili allo schema giuridico della compravendita e, pertanto, che le SIM autorizzate all'attività di negoziazione possano concludere operazioni di pronti contro termine direttamente con i propri clienti nel quadro della propria operatività in titoli e secondo criteri di funzionalità e correlazione con la medesima.

Con riferimento all'obbligo di stipulare un contratto scritto anche qualora le parti contraenti siano entrambe intermediari autorizzati, la Commissione ha chiarito che, ove il rapporto tra gli intermediari si estrinsechi nell'esecuzione di una negoziazione (per conto proprio o di terzi), le disposizioni che impongono di stipulare un apposito contratto scritto sono da

ritenere non applicabili. In tale evenienza, infatti, nessuno dei due intermediari assume la veste di cliente dell'altro, ma, piuttosto, quella di controparte di mercato.

Viceversa, nel caso in cui un intermediario, ancorché autorizzato alla negoziazione, trasmetta ordini ad altro intermediario ai fini della loro esecuzione (per es. perché non autorizzato a negoziare determinate categorie di titoli), si può configurare da parte di quest'ultimo la prestazione di un servizio di intermediazione con la conseguente necessità di formalizzare il rapporto tramite contratto scritto; lo stesso principio è peraltro applicabile ai rapporti tra intermediari autorizzati all'attività di raccolta di ordini o di gestione ed intermediari negozianti.

La Commissione ha poi precisato che è da ritenersi applicabile anche alle società fiduciarie iscritte nella sezione speciale dell'albo delle SIM il disposto dell'art. 10 della legge n. 1/1991, che sottopone esplicitamente le società di intermediazione mobiliare alla disciplina della revisione e certificazione del bilancio. Tale precisazione si è ritenuta necessaria in quanto l'art. 17 della legge in argomento (che individua l'attività di intermediazione consentita alle fiduciarie iscritte, nonché le norme di legge ad esse applicabili) non richiama il citato art. 10 della medesima legge. L'interpretazione letterale della norma non è stata tuttavia ritenuta condivisibile in quanto fondata su un criterio ermeneutico meramente formale che non tiene conto dei profili

sistematici dell'intera disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare ed ai quali, invece, sembra necessario rifarsi affinché attività sostanzialmente analoghe, quali la gestione di patrimoni svolta dalle SIM e quella propria delle società fiduciarie iscritte, vengano doverosamente ricondotte nell'ambito del medesimo quadro normativo di riferimento. Il mancato richiamo all'art. 10 non sembra possa dunque costituire motivo idoneo per giustificare una diversità di disciplina, con riferimento ad attività analoghe, tenuto altresì conto della rilevanza che riveste la disciplina legale in materia di controllo contabile in relazione ai profili di stabilità propri dei soggetti autorizzati all'attività di intermediazione, ivi comprese le società fiduciarie iscritte nella sezione speciale.

Per ciò che attiene alla abilitazione, per le SIM autorizzate alla negoziazione, ad effettuare la autenticazione delle girate dei titoli azionari, la Commissione ha preliminarmente ricordato che a norma dell'art. 12 del r.d. 29 marzo 1942, n. 239, la sottoscrizione del girante e, ove richiesta, quella del giratario possono, all'atto dell'apposizione, essere autenticate, tra gli altri soggetti abilitati, da un agente di cambio.

Si è poi precisato che le predette disposizioni sono applicabili anche alle società di intermediazione autorizzate all'esercizio delle attività di cui all'art. 1, comma 1, lett. a), della legge n. 1/1991, stante il principio di carattere

generale sancito dall'art. 27, comma 2, della legge stessa, in base al quale le disposizioni di legge, di regolamento e di altre norme vigenti alla data del 5 gennaio 1991 disciplinanti le attribuzioni e le attività degli agenti di cambio si applicano, in quanto compatibili, alle società di intermediazione sopra indicate.

Pertanto, alle SIM autorizzate alla negoziazione (anche dei soli titoli di Stato o garantiti dallo Stato ovvero dei titoli non quotati) è consentito effettuare l'autenticazione delle girate dei titoli azionari, osservando gli altri adempimenti in proposito stabiliti dalla legge.

Con riferimento alla questione relativa alla liceità del riconoscimento - da parte di intermediari negoziatori ed a favore di intermediari raccoglitori di ordini - di un ristorno di provvigioni commisurate al raggiungimento di determinati volumi di operazioni, la Commissione ha ritenuto che tale fattispecie configuri una forma di retrocessione di commissioni non consentita dall'art. 5, comma 2, del regolamento n. 5387/1991.

Riguardo all'assolvimento degli obblighi di annotazione e registrazione delle operazioni effettuate, è stata ritenuta conforme alle disposizioni vigenti in materia la prassi consistente, durante l'apertura dei mercati, nell'annotazione degli ordini su supporto cartaceo, e nella conseguente registrazione degli stessi, in forma elettronica, entro la stessa giornata. Infatti si è rilevato, da una parte, che gli obblighi di immediata annotazione di cui all'art. 20 del regolamento n.

5387/1991 verrebbero comunque assolti dall'annotazione su supporto cartaceo e, dall'altra, che gli obblighi di registrazione elettronica di cui all'art. 4 del regolamento n. 5553/1991 sono imposti al fine di semplificare le procedure di controllo da parte della Consob sia in materia di rispetto delle regole di condotta degli intermediari che di *insider trading*.

Peraltro si è precisato che:

- a) i contenuti delle annotazioni scritte ed elettroniche debbono essere tra loro coerenti e conformi agli standard imposti dalle disposizioni vigenti;
- b) restano ferme le altre disposizioni del regolamento n. 5387/1991 in tema di svolgimento delle attività di intermediazione mobiliare e, tra queste, quelle che disciplinano le priorità con cui l'intermediario deve procedere all'esecuzione degli ordini impartiti dalla clientela;
- c) in materia di conservazione delle annotazioni scritte si applicano le medesime disposizioni concernenti la conservazione delle registrazioni elettroniche.

In merito alla questione relativa alle somme di pertinenza della clientela in deposito presso l'intermediario, si è precisato che, nel caso vengano subdepositate presso una banca, l'intermediario è tenuto a riconoscere ai clienti gli interessi maturati. Al contrario, nell'ipotesi in cui, ai sensi dell'art. 20 del Regolamento emanato dalla Banca d'Italia il 2 luglio 1991,

l'esecuzione dell'incarico preveda la materiale consegna delle somme di denaro ricevute dal cliente, e tale consegna sia imminente in relazione alla natura dell'incarico da espletare, l'intermediario non è tenuto a riconoscere alla clientela interessi sulle somme suddette.

Ancora differente è il caso in cui le somme formino oggetto del deposito obbligatorio di cui alla delibera n. 929/1981; in tal caso, infatti le parti hanno facoltà di stabilire che dette somme siano produttive di interessi. Al riguardo è stato fatto presente che, in base ad una autoregolamentazione del settore, le banche prevedono che le somme corrispondenti ai depositi in contanti vengono solo vincolate sui conti della clientela interessata, mentre l'addebito, a cui corrisponde un accredito sul conto di liquidazione, viene operato con valuta data di liquidazione: in tal modo è assicurata la maturazione degli interessi fino al momento dell'effettivo regolamento delle operazioni garantite.

Riguardo all'attività delle società di gestione dei fondi comuni d'investimento, è stato precisato che esse possono impartire ordini di acquisto o vendita di titoli sia a SIM autorizzate allo svolgimento dell'attività di raccolta ordini o ad agenti di cambio, sia ad intermediari (SIM, aziende ed istituti di credito, agenti di cambio) autorizzati all'attività di negoziazione.

Con riferimento all'attività di gestione, si è chiarito che in essa si inquadra anche il contratto con cui il cliente

conferisce alla banca un mandato a prelevare periodicamente il saldo del proprio conto corrente, a confrontarlo con un livello di giacenza medio desiderato (e prefissato) e ad investire discrezionalmente in valori mobiliari le eventuali eccedenze, oppure a ripianare con corrispondenti vendite di titoli, acquistati in precedenza, le eventuali deficienze.

Ancora con riferimento all'attività di gestione, la Commissione ha ritenuto che, in attuazione dei loro doveri generali di diligenza, correttezza e professionalità nella cura dell'interesse della clientela di cui all'art. 6, comma 1, lettera a) della legge n. 1/1991, gli intermediari gestori debbono astenersi dall'effettuare per conto della clientela gestita operazioni aventi ad oggetto spezzature, salvo il caso in cui essi gestori siano in grado di garantire alla clientela stessa l'applicazione di prezzi almeno pari a quelli ufficiali, nonché l'assenza di ogni spesa o commissione aggiuntiva rispetto alle operazioni aventi ad oggetto lotti negoziabili sul mercato.

Sempre con riferimento all'attività di gestione, è stato chiesto se rientri in essa anche l'attività di *trading* in valute, effettuata dall'intermediario con le somme conferite dalla clientela. Al riguardo la Commissione ha ritenuto che un soggetto, autorizzato ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. c) della legge n. 1/1991, possa includere valute nei patrimoni gestiti solo nei limiti in cui dette valute siano strumentali all'acquisto di valori mobiliari esteri ovvero costituiscano



provento di detti valori mobiliari. Viceversa, ogni altra operazione su valute esula dall'oggetto sociale delle SIM, essendo la gestione di patrimoni mobiliari limitata alle operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari, tra i quali non rientrano le valute.

Sempre con riferimento all'attività di gestione, si è precisato che, analogamente a quanto disposto per i raccoglitori di ordini, anche l'intermediario gestore operante in nome e per conto terzi può, nel trasmetterli, raggruppare i singoli ordini impartiti per conto della clientela. Le condizioni alle quali tale raggruppamento può essere lecitamente effettuato sono le medesime stabilite per l'attività di raccolta di ordini dall'art. 40, comma 3, del regolamento n. 5387/1991; in altre parole gli ordini possono essere raggruppati anche dalle SIM di gestione quando ciò sia compatibile con la natura degli ordini e le modalità di funzionamento del mercato su cui detti ordini devono essere eseguiti non comportino la formazione di prezzi riferiti a singole contrattazioni. Inoltre, in nessun caso gli ordini rilasciati dagli intermediari per conto proprio possono essere raggruppati con quelli di pertinenza della clientela, nè quelli di segno opposto possono essere compensati.

In tema di collocamento di valori mobiliari, è stata affrontata la questione del conflitto d'interessi tra il cliente e l'intermediario. In tale sede si è operata una distinzione fra attività di mero collocamento, collocamento con preventivo acquisto a fermo e collocamento con assunzione di garanzia.

Nella prima ipotesi, la situazione dell'intermediario collocatore rispetto al cliente può essere così descritta. Egli si limita ad eseguire disposizioni del cliente e, non essendoci possibilità oggettiva di conflitto tra le parti, nemmeno si renderà applicabile l'art. 4 del Regolamento adottato con delibera Consob n. 5387/1991. Si è ulteriormente precisato, peraltro, che, nel caso si tratti di intermediario polifunzionale, questi, durante l'operazione di collocamento, deve astenersi dal consigliare o, nell'ambito delle gestioni patrimoniali, dall'effettuare direttamente e per conto della propria clientela, la sottoscrizione o l'acquisto di titoli collocati.

Nell'ipotesi di attività di collocamento con preventivo acquisto a fermo, in cui l'intermediario acquisisce i titoli e si impegna a collocarli, è invece ravvisabile un possibile conflitto d'interessi. In tale circostanza l'intermediario, oltre alle normali aspettative di ricavo derivanti dalla differenza tra il prezzo di rivendita alla clientela e quello di acquisto a fermo, ha l'ulteriore interesse a cedere i titoli acquisiti direttamente durante il collocamento. Ed infatti nel caso in esame l'intermediario assume una partecipazione di rilevante ammontare che, nel caso in cui il collocamento non dovesse andare a buon fine, rimarrebbe nel suo portafoglio ad un valore di carico presumibilmente inferiore a quello di mercato. Inoltre, l'assenza di una adeguata domanda di titoli in sede di collocamento fa

presumere che detta domanda neppure si verificherà nel periodo immediatamente successivo a quello della chiusura del collocamento.

Analoghe considerazioni valgono per l'ipotesi di collocamento con assunzione di garanzia, fattispecie in cui l'intermediario si impegna ad acquistare/sottoscrivere tutti i titoli che al termine dell'offerta risultino non collocati.

Ai sensi del combinato disposto dell'art. 5, comma 1, della legge n. 1/1991 e dell'art. 10, comma 1, del Reg. n. 5387/1991, è stato precisato che gli intermediari autorizzati possono procedere all'offerta dei propri servizi di consulenza anche al di fuori della propria sede principale o delle proprie sedi secondarie avvalendosi di promotori di servizi finanziari. La Commissione ha tuttavia chiarito che l'offerta del servizio fuori dalla sede principale o dalle sedi secondarie non può in nessun caso comportare lo svolgimento "porta a porta" dell'attività di consulenza, stante il divieto previsto, oltre che dal richiamato art. 10, comma 1, del regolamento n. 5387/1991, con specifico riferimento all'attività in esame, anche dall'art. 5, comma 3, della legge n. 1/1991.

A proposito dell'obbligo di redigere la scheda di rilevazione dei dati patrimoniali del cliente nel caso di sottoscrizione di quote di fondi comuni d'investimento mobiliare, si è precisato che, ancorché le società di gestione di fondi non siano tenute, per le sottoscrizioni raccolte direttamente presso la propria sede, agli adempimenti di cui trattasi non può essere assunta

quale presupposto per l'esenzione dalla disciplina di cui trattasi di quei soggetti, quali le SIM e le banche incaricate della distribuzione dei fondi stessi. Né può essere fatta valere, ai fini della esenzione delle SIM e delle banche dagli obblighi in parola, l'osservazione che la sottoscrizione di quote di fondi comuni d'investimento costituisca fattispecie tipica ampiamente regolata sotto il profilo informativo; si tratta infatti di adempimenti che la citata legge n. 1/1991 e regolamenti attuativi pongono a carico di tali soggetti in funzione dell'attività svolta e non in ragione delle caratteristiche e della regolamentazione dei valori mobiliari offerti.

La Commissione ha precisato infine che le differenze rilevate tra la posizione delle società di gestione, a nulla tenute, e quelle dei soggetti collocatori, sottoposti all'intera disciplina in discorso, sono giustificate dal diverso grado di autonomia che connota la scelta di un soggetto che, sia pure eventualmente sollecitato attraverso messaggi promozionali, si rechi a sottoscrivere quote presso la società di gestione, rispetto alla scelta di un soggetto che venga sollecitato a sottoscrivere dal dipendente della banca operante allo sportello ovvero dal promotore della SIM agente a domicilio.

Con riferimento agli obblighi di informativa di cui all'art. 9, comma 10, della legge n. 1/1991, è stato chiarito che essi sono operanti anche nei confronti delle aziende ed istituti di credito autorizzati all'esercizio di attività di intermediazione

mobiliare. Ciò in virtù del richiamo alla predetta disposizione contenuto nell'art. 16, comma 2, della legge citata. Ciò premesso, è stato altresì precisato che il richiamo contenuto nell'art. 9, comma 10, all'art. 1/4 della legge n. 216/1974 opera nel senso che l'obbligo di invio alla Commissione dei documenti elencati nella disposizione da ultimo citata sorge a carico degli intermediari a prescindere dalla circostanza che questi abbiano o meno azioni quotate in borsa. Con riguardo alla relazione semestrale di cui all'art. 1/4 della legge n. 1/1991, è stato inoltre chiarito che per essa si intende il documento di cui all'art. 2429-bis del codice civile, prescritto esclusivamente alle società con azioni quotate in borsa.

In base a tali premesse si è osservato che tutte le aziende ed istituti di credito, autorizzati all'esercizio di attività di intermediazione mobiliare, devono inviare, nei termini previsti dall'art. 1/4 della legge n. 216/1974, il bilancio e la relazione ad esso afferente, ai sensi dei numeri 1) e 3) del precitato articolo. La relazione semestrale deve essere inviata, viceversa, solo da quelle aziende ed istituti di credito autorizzati ex art. 16 della legge n. 1/1991 che, in quanto emittenti azioni quotate in borsa, e quindi per tale titolo, risultano soggetti all'obbligo di redigerla.

Riguardo all'attività dei promotori di servizi finanziari, è stato precisato che, ai sensi della definizione contenuta nell'art. 5, comma 3, della legge n. 1/1991, essi non svolgono, né possono svolgere, alcuna attività di intermediazione

mobiliare. Si è precisato che gli intermediari autorizzati possono utilizzare i promotori finanziari:

- a) nell'offerta dei propri servizi effettuata in luogo diverso dalla propria sede sociale o dalle sedi secondarie esclusivamente al fine di:
- i) promuovere i propri servizi;
  - ii) concludere, qualora i promotori siano muniti di poteri di rappresentanza, i contratti con i clienti;
  - iii) ricevere, con le modalità stabilite per iscritto dagli intermediari e preventivamente rese note ai clienti, disposizioni provenienti dai clienti medesimi;
  - iv) ricevere dai clienti i valori relativi ai servizi offerti nei limiti e con le modalità previsti dal regolamento n. 5388/1991;
- b) nell'esercizio dell'attività di cui all'art. 1, comma 1, lett. f) della legge n. 1/1991 e nell'ambito della promozione o del collocamento dei prodotti e dei servizi di cui all'art. 15 del regolamento n. 5386/1991 esclusivamente ai fini di cui ai precedenti punti ii), iii) e iv).

E' stato altresì precisato che tra gli intermediari tenuti all'osservanza dell'obbligo di cui alla precedente lett. a) si devono annoverare anche gli agenti di cambio, obbligati ad avvalersi dei promotori finanziari per il richiamo all'art. 5 della legge n. 1/1991 operato dall'art. 19, comma 1, ultimo periodo della stessa legge. Da ultimo, è stato chiarito che

l'obbligo di stipulare apposita garanzia, in forma assicurativa o fideiussoria, a copertura dei danni che possono essere cagionati ai clienti da fatto illecito commesso da chi, a qualunque titolo, opera nell'interesse dell'intermediario autorizzato, si applica con riferimento esclusivo all'attività di cui all'art. 1, comma 1, lett. f), della legge n. 1/1991. Pertanto, le SIM che non sono autorizzate all'esercizio di tale attività e che comunque si avvalgono di promotori di servizi finanziari non sono obbligate in tal senso.

In merito alle attività che possono essere svolte dai collaboratori delle SIM, si è chiarito infine che l'uso dell'espressione "collaboratore" accanto a quella di "dipendente" che si rinviene negli artt. 15, 16 e 17 del Regolamento adottato con delibera n. 5387/1991, tiene conto della circostanza che il rapporto tra la SIM e il proprio personale può anche non essere disciplinato da un contratto di lavoro subordinato ed è comunque rimesso alla volontà delle parti.

Il collaboratore può, pertanto, prestare la sua opera nell'ambito delle diverse attività svolte dall'intermediario.

### **3. La legislazione italiana e i rapporti con la normativa CEE**

Nel corso del 1992 sono proseguite presso il Consiglio CEE le riunioni del gruppo incaricato di esaminare la proposta modificata di direttiva sui servizi di investimento, presentata dalla Commissione CEE in data 8 gennaio 1990.

Scopo della direttiva è essenzialmente quello di rimuovere

gli ostacoli che limitano la libertà di stabilimento e di prestazione di servizi in ambito comunitario per i soggetti che operano sui mercati dei valori mobiliari. A tal fine la direttiva prevede che le imprese d'investimento (cioè le società di intermediazione mobiliare), all'uopo autorizzate dalle Autorità del Paese d'origine, siano abilitate ad esercitare le proprie attività su tutto il territorio comunitario, senza che si renda necessario assoggettarle ad ulteriori procedimenti organizzativi.

La proposta di direttiva in oggetto risulta suddivisa in otto titoli ed un allegato. Le caratteristiche principali del testo possono essere schematizzate come segue.

### 3.1 Obbligo di autorizzazione

La regolamentazione comunitaria proposta dispone che qualsiasi soggetto che intenda esercitare una o più delle attività di investimento indicate nell'allegato, deve ottenere preventiva autorizzazione da parte delle Autorità competenti dello Stato d'origine.

Al riguardo occorre preliminarmente osservare che nell'art. 1, che fornisce le definizioni da utilizzare ai fini della corretta interpretazione del testo, per Stato membro d'origine si intende quello in cui l'impresa ha la sede legale o la sede centrale. Per Stato membro ospitante deve, invece, intendersi lo Stato ove l'impresa d'investimento fornisce i propri servizi sia direttamente, secondo il principio della libera prestazione dei



servizi o tramite creazione di succursale, sia indirettamente, tramite un'impresa d'investimento ad essa affiliata o da essa controllata residente in tale Stato.

Condizioni principali perché l'impresa possa ottenere l'autorizzazione dallo Stato membro d'origine sono, fra le altre, la disponibilità di un capitale sufficiente, tenuto conto della natura del servizio offerto e secondo quanto prescritto dalla direttiva *capital adequacy*, e l'onorabilità e professionalità delle persone che dirigono l'attività dell'impresa d'investimento. In ordine a tale ultimo punto, viene altresì previsto che l'impresa presenti alle autorità competenti per l'autorizzazione un programma concernente le attività che essa intende svolgere, redatto da almeno due persone in possesso dei predetti requisiti di onorabilità ed esperienza.

Inoltre, l'impresa d'investimento deve avere una buona organizzazione amministrativa e contabile, nonché possedere meccanismi di controllo e di sicurezza nel campo informatico e prevedere adeguate procedure di *internal auditing*.

Le autorità competenti al rilascio dell'autorizzazione, inoltre, debbono ottenere preventiva comunicazione dell'identità degli azionisti o associati, diretti o indiretti, che detengono una partecipazione qualificata.

### 3.2 Attività e strumenti d'investimento.

Il testo dell'allegato della proposta, suddiviso in tre sezioni, fornisce un elenco delle attività d'investimento,

distinte in principali ed accessorie, e degli strumenti oggetto delle attività stesse.

La sezione A contiene un elenco delle attività di investimento, che, ai fini dell'applicazione del testo comunitario, sono: la raccolta di ordini, la negoziazione, sia per conto proprio che per conto terzi, la gestione di portafogli individuali (gestione dinamica), il collocamento.

Al riguardo si osserva che l'elencazione delle attività di investimento è in alcune sue parti più restrittiva, rispetto a quanto previsto nell'art. 1, comma 1, della legge n. 1 del 1991: non vengono infatti indicate né la consulenza in materia di valori mobiliari (art. 1, comma 1, lett. e della legge citata), né la sollecitazione del pubblico risparmio (lett. f) della disposizione italiana più volte citata. La prima, peraltro, è inserita nei servizi accessori di cui alla sezione C. In sede di recepimento della direttiva nell'ordinamento italiano ciò comporterà la necessità di trattare in modo differenziato gli intermediari autorizzati alla sola consulenza dagli altri. Ed infatti, ai sensi del disposto dell'art. 3, par. 1 dell'atto comunitario in parola, dove è prescritto che non può essere rilasciata autorizzazione dagli Stati membri ad un'impresa d'investimento che nel suo programma di attività preveda solo la fornitura di servizi accessori, una SIM autorizzata in forza della legge n. 1/1991 a svolgere esclusivamente attività di consulenza non potrebbe operare in altri Stati membri in

applicazione della direttiva. Per ciò che attiene all'attività di sollecitazione del pubblico risparmio (porta a porta), la sua omessa menzione tra le attività di intermediazione è motivata dalla circostanza che non in tutti i Paesi membri essa è considerata attività di intermediazione mobiliare.

Con riguardo agli strumenti che possono essere oggetto delle attività di investimento, si segnala che essi possono consistere in valori mobiliari e in altri strumenti abitualmente negoziati sui mercati finanziari. Infatti, secondo il progetto comunitario in esame, valori mobiliari sono le azioni, le obbligazioni e gli altri titoli di credito negoziabili nel mercato dei capitali, nonché ogni altro valore che permetta di acquisire tali valori mobiliari per mezzo di sottoscrizione, scambio, pagamento in contanti. Inoltre, ai fini della proposta di direttiva in esame, tra gli strumenti d'investimento sono ricompresi anche le quote di organismi d'investimento collettivo, gli strumenti del mercato monetario, i contratti a termine fermo (*futures*), i contratti a termine su tassi d'interesse, i contratti di scambio (*swaps*) su interessi e valute, le opzioni tendenti all'acquisto o alla vendita di strumenti d'investimento. In conclusione, la categoria degli strumenti d'investimento di cui al progetto di direttiva non ingenera incompatibilità con quella dei valori mobiliari (e delle altre attività finanziarie ad essi assimilate ai sensi dell'art. 1, comma 2, della legge n. 1/1991) di cui alla normativa italiana.

Per quanto attiene ai servizi accessori, l'elenco di cui alla

sezione C dell'allegato non si discosta in modo sensibile dalle attività menzionate nell'art. 2, comma 2, della legge n. 1 del 1991, se non per la già accennata inclusione dell'attività di consulenza, considerata attività di intermediazione principale nella normativa italiana. L'elenco infatti comprende la custodia e amministrazione di uno o più strumenti d'investimento, la locazione di cassette di sicurezza, *corporate finance*, servizi di finanziamento delle transazioni e dell'attività di collocamento.

### 3.3 Condizioni di accesso all'attività e controllo delle imprese d'investimento

La proposta stabilisce che lo Stato ospitante debba consentire ad ogni impresa di investimento, debitamente autorizzata nel Paese d'origine, di svolgere liberamente all'interno del suo territorio le attività sopra indicate (nonché quelle accessorie), sia attraverso la costituzione di una succursale sia mediante libera prestazione di servizi.

In particolare, nel titolo IV sono contenute le principali regole che devono sottendere all'esercizio dell'attività di intermediazione mobiliare delle imprese d'investimento. Tra queste rientrano le regole di vigilanza prudenziale e quelle di condotta che gli Stati membri debbono imporre alle imprese suddette.

Autorità competenti al controllo di stabilità e sull'organizzazione dell'impresa d'investimento sono quelle del Paese d'origine. Viceversa, con riferimento alle singole

operazioni effettuate dall'impresa d'investimento ed al rispetto delle connesse regole di condotta che essa deve osservare, alla vigilanza dello Stato che ha concesso l'autorizzazione si aggiunge quella dello Stato membro ospitante. Occorre altresì osservare che l'attuazione, l'elaborazione ed il controllo dell'osservanza delle regole di condotta citate sono di competenza dello Stato membro dove il servizio d'investimento viene fornito, indipendentemente dalla circostanza che l'impresa d'investimento sia emanazione di quello Stato o di altro Stato comunitario. In altre parole, competenti in materia di regole di condotta sono gli Stati membri ospitanti. Infatti, nel caso di infrazioni compiute da un'impresa d'investimento, che abbia succursali o preli servizi nel territorio di uno Stato membro diverso da quello d'origine, la proposta di direttiva prevede un intervento coordinato delle Autorità competenti dello Stato ospitante e di quello d'origine. Tuttavia, nel caso di violazione di regole di condotta vigenti nel suo territorio, lo Stato membro ospitante possiede un potere di intervento autonomo nei confronti dell'impresa d'investimento in casi di urgenza in particolar modo per la tutela degli investitori e del mercato.

Si rileva inoltre che, per garantire che le autorità competenti per quanto riguarda i mercati e la sorveglianza possano disporre delle informazioni necessarie per l'esercizio delle funzioni ad esse affidate, il progetto di direttiva impone che siano stabiliti precisi obblighi di comunicazione ed

informativa alle autorità degli Stati membri di origine riguardanti le transazioni effettuate dall'impresa d'investimento o da sua succursale su azioni, obbligazioni, contratti a termine ed opzioni su azioni. Ciò al fine, ad esempio, del controllo dell'*insider trading* e delle operazioni di manipolazione dei corsi. E' inoltre previsto che, qualora l'impresa sia tenuta presso lo Stato membro ospitante, ad effettuare le medesime comunicazioni che le sono richieste nello Stato membro d'origine, quest'ultimo possa rinunciare alle informazioni che gli spettino.

Al fine di assicurare in tutto il territorio comunitario la soggezione delle imprese d'investimento ad uniformi regole di organizzazione e di comportamento, nel testo comunitario sono enunciati principi generali di cui le Autorità dello Stato membro d'origine e quelle dello Stato membro ospitante debbono assicurare l'osservanza. Si rileva che nella legge n. 1 del 1991 e nei regolamenti applicativi sono contenute norme assai simili; risulta agevole il confronto, ad esempio, tra i principi di comportamento elencati nella proposta di direttiva in oggetto e l'art. 6 della legge citata, nonché tra le relative norme regolamentari di attuazione.

#### 3.4 Mercati regolamentati

Secondo la proposta di direttiva in oggetto, per mercati regolamentati si intendono quelli che funzionino regolarmente e che siano governati da disposizioni che ne definiscano il funzionamento e le condizioni d'accesso degli intermediari e di

ammissione alle negoziazioni. Inoltre, tali mercati debbono soddisfare specifici obblighi di trasparenza, imposti dalla direttiva a carico delle autorità competenti per il controllo e la vigilanza sulle imprese d'investimento (comunicazione ed informativa riguardante le transazioni effettuate dall'impresa d'investimento, o da sua succursale, su azioni, obbligazioni etc.).

In particolare, gli Stati membri hanno l'obbligo di stabilire misure idonee a consentire agli investitori di conoscere le condizioni alle quali è possibile eseguire ogni operazione e quelle alle quali le operazioni sono state effettivamente eseguite.

A tale enunciazione di principio, tuttavia, la normativa comunitaria non fa corrispondere strumenti attuativi adeguati, essendo previsti requisiti assai minimali di pubblicità che riguardano, per ciascun titolo negoziato e con diverse possibilità di deroga, il prezzo medio ponderato e il volume negoziato a dati intervalli temporali. Il prezzo medio ponderato, pur essendo un'informazione utile, non consente certo di effettuare alcuna valutazione sulle condizioni a cui può essere effettivamente eseguita un'operazione su un mercato in un particolare momento. Tuttavia si lascia libero ciascuno Stato membro di adottare o mantenere (come nel caso dell'Italia) disposizioni più rigorose o aggiuntive riguardanti il contenuto e la forma in cui dovrà essere messa a disposizione degli

investitori l'informazione concernente operazioni sui mercati regolamentati nei quali esso è lo Stato d'origine.

Tutto ciò premesso, si ritiene che nella nozione comunitaria di mercati regolamentati possano senz'altro rientrare il mercato ufficiale di borsa, sia quello alle grida che quello telematico, mentre si nutre qualche perplessità riguardo al mercato ristretto ed ai mercati locali. Per il primo, in quanto la direttiva 79/279 non è del tutto applicata alle ammissioni alle negoziazioni sul mercato ristretto; per i secondi, che non sono stati ancora istituiti, non è ovviamente possibile formulare alcun giudizio definitivo.

In conclusione, si osserva che, qualora la direttiva venisse approvata, per tener conto delle disposizioni in essa contenute sarà necessario modificare alcune disposizioni della legge n. 1 del 1991. Ciò in quanto, parallelamente agli enunciati della seconda direttiva di coordinamento bancario con riferimento ai servizi bancari, si sancisce il principio della libera prestazione di servizi di investimento all'interno della Comunità. In virtù di tale principio ogni intermediario che abbia ricevuto l'autorizzazione ad operare nel proprio Paese d'origine potrà prestare servizi di intermediazione mobiliare in Italia, e dunque la disciplina italiana dovrà essere modificata nella parte in cui riserva l'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare alle SIM, e cioè a persone giuridiche soggette a determinati requisiti, quali, fra l'altro, la forma giuridica di società per azioni o società in accomandita per azioni e la sede



legale in Italia.

Inoltre, occorre tener presente che già la seconda direttiva banche include fra le attività al cui svolgimento può essere autorizzato un istituto di credito anche le operazioni e i servizi nel settore dei valori mobiliari; la proposta di direttiva pur facendo salve le disposizioni della direttiva banche, estende alle imprese creditizie che svolgono attività in valori mobiliari l'applicabilità di alcune norme in essa contenute, quale l'accesso, a partire dal 1997, nei mercati regolamentati, in piena antitesi con quanto attualmente previsto dalla normativa italiana.

In tutti gli altri aspetti pare invece di poter affermare che l'ordinamento italiano sia perfettamente compatibile con le previsioni del testo attuale della proposta di direttiva. Ciò vale per le regole di condotta, per i requisiti minimi di capitale o per la regola della concentrazione, che la direttiva proposta estende in un contesto comunitario.

## CAPITOLO IV

## L'INFORMAZIONE SOCIETARIA

## 1. Le linee direttive e i principali provvedimenti adottati

1.1 Attuazione della direttiva n. 85/635/CEE, relativa ai conti annuali ed ai conti consolidati delle banche e degli altri istituti finanziari, e della direttiva n. 89/117/CEE, relativa agli obblighi in materia di pubblicità dei documenti contabili delle succursali, stabilite in uno Stato membro, di enti creditizi ed istituti finanziari con sede sociale fuori di tale Stato membro

Il d.lgs. 27 gennaio 1992, n. 87 ha recepito le direttive n. 86/635/CEE e n. 89/117/CEE, aventi ad oggetto gli argomenti sopra indicati.

In base al disposto dell'art. 44 del d.lgs. 9 aprile 1991, n. 127, (1) con il quale sono state recepite nel nostro ordinamento giuridico le direttive n. 78/660/CEE e n. 83/349/CEE relative ai conti annuali e consolidati, erano rimasti esclusi dalla nuova disciplina relativa al bilancio ed al bilancio consolidato gli enti creditizi e le imprese "che svolgono in via esclusiva o prevalente, anche indirettamente, attività di raccolta e collocamento di pubblico risparmio o attività finanziaria, consistente nella concessione di finanziamenti, sotto ogni forma,

---

(1) Per quanto attiene alle principali innovazioni apportate da tale decreto in materia di informazione societaria cfr. Relazione per l'anno 1991, p. 165 e ss.

nella assunzione di partecipazioni, nella compravendita, possesso, gestione e collocamento di valori mobiliari". Pertanto, con il citato d.lgs. il legislatore ha provveduto a realizzare la necessaria armonizzazione della disciplina dei conti annuali e consolidati anche nei confronti di tali soggetti.

Il d.lgs. n. 87/92 contiene disposizioni di carattere generale, che tengono conto della peculiarità dell'attività esercitata da queste imprese, in ordine alla redazione dello stato patrimoniale, del conto economico, della relazione sulla gestione e della nota integrativa. Gli aspetti non disciplinati dal d.lgs. n. 87/92, ed in particolare gli schemi di stato patrimoniale e di conto economico, sono stati oggetto di apposite istruzioni impartite dalla Banca d'Italia con i provvedimenti n. 100 del 15 luglio 1992, concernente i bilanci degli enti creditizi, e n. 103 del 31 luglio 1992, relativo ai bilanci degli enti finanziari, in virtù di quanto previsto dall'art. 5 del medesimo d.lgs. n. 87/92. Le istruzioni di cui al provvedimento n. 103 della Banca d'Italia sono state emanate d'intesa con la Consob, in virtù di quanto previsto dall'art. 5 del d.lgs. n. n.87/92.

Tali istruzioni si applicano a partire dal bilancio dell'impresa e dal bilancio consolidato relativi al primo esercizio successivo a quello chiuso o in corso al 31 dicembre 1992.

Come specificato anche nell'ambito delle citate istruzioni

della Banca d'Italia, ai fini delle disposizioni del d.lgs. n. 87/92, "la detenzione o la gestione di partecipazioni è considerata attività finanziaria soltanto se riguarda partecipazioni in enti creditizi o in imprese finanziarie; è altresì considerata attività finanziaria l'assunzione di partecipazioni al fine di successivi smobilizzi". Ne segue che le *holding* di partecipazioni industriali rimangono escluse dall'obbligo di redigere un bilancio di tipo bancario qual è quello previsto dal d.lgs. n. 87/92. Relativamente a tali *holding* di partecipazioni industriali rimane applicabile il disposto dell'art. 44, secondo comma, del d.lgs. n. 127/91, secondo il quale "sono comunque soggette alle disposizioni del presente decreto le società finanziarie la cui attività consista, in via esclusiva o prevalente, nella assunzione di partecipazioni in società esercenti attività diversa da quella creditizia o finanziaria".

1.2 Circolare ISVAP n. 171 del 24.2.1992 attuativa del disposto contenuto nell'art. 7, secondo comma, della legge n. 20/91

La circolare ISVAP n. 171 del 24/2/1992 reca criteri, modalità e vincoli in ordine all'obbligo di redazione del bilancio delle imprese assicuratrici ai sensi dell'art. 7 della legge 9 gennaio 1992, n. 20. Tale norma ha introdotto per le imprese e per gli enti assicurativi aventi sede nel territorio dello Stato l'obbligo di redazione del bilancio consolidato, demandando all'Istituto di Vigilanza la specifica

regolamentazione della materia.

Per affrontare le peculiari problematiche connesse alla disciplina del bilancio consolidato delle compagnie di assicurazione, l'ISVAP ha costituito un gruppo di lavoro, al quale hanno partecipato rappresentanti della Consob, della Banca d'Italia, di Associazioni di categoria, nonché esperti in materie giuridiche e tecnico-economiche.

Il potere attribuito all'ISVAP dal citato art. 7, pur apparendo molto ampio, non è stato svincolato da un preciso schema di riferimento; il d.lgs. n. 127/91, nel disciplinare in via generale la materia dei conti annuali e consolidati, non ha infatti escluso dal proprio campo di applicazione le imprese e gli enti esercenti attività assicurativa, fatta salva la disciplina speciale sulla struttura dei conti annuali. Il 19 dicembre 1991 è stata adottata inoltre la direttiva comunitaria relativa ai conti annuali e consolidati delle imprese di assicurazione, alla quale l'ISVAP ha anche fatto riferimento.

I soggetti che, sulla base di quanto previsto dalla circolare in argomento, sono tenuti alla redazione del bilancio consolidato ex art. 7 della legge n. 20/91 devono provvedere a tale adempimento già con riferimento al bilancio consolidato relativo all'esercizio 1992. Tale obbligo quindi sussiste, ai sensi della circolare n. 171, anche nei confronti delle società di assicurazione aventi titoli quotati in borsa che controllino una o più imprese. Al riguardo, tale circolare prevede l'esonero dall'obbligo di redazione del bilancio consolidato per "l'impresa

o ente assicurativo che, pur controllando una o più imprese, sia a sua volta controllato da altra impresa o ente assicurativo soggetto agli obblighi di cui all'art.7 della legge n.20/91, fermo restando quanto previsto in via generale nel 3° comma e seguenti dell'art.27 del d.lgs. n.127/91, e fatta salva la disciplina per le società che abbiano emesso titoli quotati in borsa".

Il richiamato art.27 del d.lgs. n.127/91, al comma 4, esclude che tra i casi di esonero possa essere ricompreso quello dell'impresa controllata con titoli quotati in borsa. Tuttavia tale disposizione troverà applicazione soltanto con l'entrata in vigore della normativa generale contenuta nel d.lgs. n.127/91, prevista per l'esercizio 1994. Nel frattempo la Consob, ove ne ricorrano i presupposti, dovrà esercitare i poteri previsti dall'art. 1/3, lett. a), legge n. 216/74, concernenti la prescrizione dell'obbligo di redazione dei bilanci consolidati di gruppo nei confronti delle *subholding* assicurative con titoli quotati in borsa.

Nella prima fase di efficacia, le disposizioni della circolare si limitano a regolare unicamente la trasmissione del bilancio consolidato all'ISVAP, mentre gli altri adempimenti relativi alle forme di pubblicità troveranno applicazione con l'entrata in vigore nell'esercizio 1994 della disciplina prevista dal d.lgs. n. 127/91. Per le compagnie di assicurazione con titoli quotati il regime di pubblicità del bilancio consolidato

rimane comunque quello attualmente disciplinato dall'art. 20 del regolamento Consob di attuazione degli articoli 6 e 7 della legge 17 maggio 1991, n. 157, approvato con delibera n. 5553 del 14.11.1991, il quale prevede che il bilancio consolidato venga messo a disposizione del pubblico entro trenta giorni dalla data di approvazione da parte del consiglio di amministrazione, ovvero prevede, nel caso gli emittenti valori mobiliari quotati redigano il bilancio consolidato per effetto di prescrizione impartita dalla Consob a norma dell'art. 3, comma 1, lettera a), sub art. 1, della legge 7 giugno 1974, n. 216, che tale documento contabile sia messo a disposizione del pubblico tra il trentesimo ed il quarantacinquesimo giorno successivo a quello in cui esso è stato inviato alla Consob stessa, a norma della delibera di prescrizione. Il medesimo bilancio consolidato, ai sensi del citato art. 20, qualora venga presentato agli azionisti, in occasione dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio d'esercizio, deve essere messo a disposizione del pubblico entro trenta giorni dallo svolgimento di tale assemblea.

## **2. Le assemblee ordinarie convocate ai sensi dell'art. 2364 c.c.**

### **2.1 Gli interventi della Commissione precedenti alle Assemblee di approvazione del bilancio**

La Commissione, analizzando in sede preventiva la documentazione relativa al bilancio di esercizio, inviata dagli amministratori delle società quotate in borsa ai sensi dell'art. 1/4, n. 1 della legge 7 giugno 1974, n. 216, ha riscontrato in

taluni casi carenze di tipo informativo, ed è pertanto intervenuta ai sensi dell'art. 1/3, lett. b) della stessa legge, richiedendo l'integrazione di tale documentazione in modo da consentire agli azionisti ed al mercato una migliore valutazione della situazione aziendale e dei relativi accadimenti societari.

In relazione a quanto sopra evidenziato, occorre distinguere le richieste della Commissione volte ad integrare la documentazione relativa ai progetti di bilancio da presentare in assemblea in modo conforme a quanto previsto dalla legge, e le richieste che investono aspetti di particolare delicatezza per la chiarezza e precisione del bilancio.

Nell'ambito del primo profilo, una fattispecie ricorrente nello scorso anno, così come nel 1991, è stata la mancata trasmissione delle copie integrali dell'ultimo bilancio delle società controllate, ivi comprese quelle controllate indirettamente nonché del prospetto dei dati essenziali dell'ultimo bilancio delle società collegate, adempimenti richiesti ai sensi dell'art. 2424 c.c.. Inoltre, per ciò che attiene alle società finanziarie con azioni quotate in borsa, la Commissione è intervenuta nei casi in cui si è riscontrata l'incompletezza dell'informativa contenuta nella relazione del consiglio di amministrazione rispetto alle previsioni di cui all'art. 2 del D.P.R. 31 marzo 1975, n. 137. Sempre nell'ambito degli interventi volti ad eliminare le carenze informative connesse a inosservanze di specifiche disposizioni di legge, la



Commissione ha verificato come spesso le relazioni degli amministratori e dei sindaci non contengano le ragioni che giustificano le deroghe ai criteri legali di valutazione. Di particolare rilievo sono i casi in cui le partecipazioni detenute in società a responsabilità limitata sono iscritte ad un valore superiore alla quota di pertinenza del patrimonio netto contabile della partecipata risultante dall'ultimo bilancio. In tale ipotesi, che rappresenta una deroga all'art. 2425, n. 5, c.c., gli interventi hanno mirato a garantire che l'informativa contenuta nelle relazioni al bilancio evidenziasse puntualmente la ricorrenza della citata deroga nonché delle speciali ragioni idonee a giustificarla.

Per quanto attiene invece alla chiarezza e precisione del bilancio, la Commissione è intervenuta frequentemente per rendere trasparenti le condizioni ed i prezzi in occasione di acquisto o cessione di partecipazioni. In particolare, quando tali operazioni sono avvenute nell'ambito di gruppi, la Commissione è intervenuta richiedendo precisazioni, da fornire agli azionisti, circa l'eventuale esistenza di perizie estimative a supporto del prezzo di cessione. Nel caso, poi, di operazioni di acquisizione o cessione di partecipazioni con soggetti terzi, la Commissione ha provveduto a richiedere una più adeguata e completa informativa, sia in ordine alla provenienza dei mezzi finanziari resi necessari per far fronte alle varie operazioni, sia alle forme di investimento della disponibilità derivante dalle varie cessioni. Inoltre, in talune ipotesi, la Commissione ha richiesto

di fornire agli azionisti informazioni di carattere finanziario e strategico su operazioni che, per la loro portata, configuravano un piano di sviluppo dell'attività sociale.

Al fine di uniformare il flusso delle informazioni che nel tempo le società quotate forniscono al mercato mediante gli schemi contabili sia annuali che semestrali, anche nel 1992 la Commissione ha ritenuto necessario garantire la comparabilità dei dati, intervenendo, ove necessario, per invitare le società a valutare l'opportunità di utilizzare prospetti annuali riclassificati secondo criteri uniformi a quelli utilizzati in occasione della redazione della semestrale. Il 73% delle società interessate si sono uniformate, adeguando così le proprie strutture contabili al fine di soddisfare tale importante esigenza informativa.

Per ciò che concerne i bilanci consolidati, il 90% delle società alle quali la Consob ha prescritto la redazione del bilancio consolidato presenta tale documento agli azionisti in occasione dell'assemblea ordinaria convocata per l'approvazione del bilancio d'esercizio. Nei casi in cui tale circostanza non si è verificata, la Commissione è intervenuta richiedendo l'integrazione dell'informativa fornita in sede assembleare, con l'indicazione dei prevedibili dati consolidati relativi al risultato netto ed al patrimonio netto del gruppo; inoltre, laddove le partecipazioni nel progetto di bilancio erano valutate con il metodo del costo è stato richiesto di evidenziare gli

effetti che si sarebbero prodotti sul patrimonio netto e sul risultato di esercizio valutando le partecipazioni con il metodo del patrimonio netto. Sempre in materia di bilanci consolidati, la Consob ha presentato in più occasioni richieste di informazioni circa i conti d'ordine, al fine di permettere la conoscenza degli impegni del gruppo.

## 2.2 L'impugnativa della deliberazione di approvazione del bilancio

L'attività svolta dalla Commissione sui contenuti dei bilanci approvati dall'assemblea degli azionisti e sui relativi criteri di valutazione ha comportato, l'attivazione del potere previsto dall'art. 6 del d.p.r. 31 marzo 1975, n. 136.

La Commissione ha impugnato la deliberazione del 27 maggio 1992 con la quale l'assemblea degli azionisti della Scotti Finanziaria S.p.A. aveva approvato il bilancio della società chiuso al 31 ottobre 1991. Il provvedimento attuato trova le sue origini nell'azione d'impugnativa promossa sul bilancio della Scotti Finanziaria S.p.A. al 31 ottobre 1990, per il quale era stata rilevata l'omessa appostazione, tra le componenti negative di reddito, di un accantonamento per prevedibili oneri fiscali conseguente a rilievi formulati dall'Amministrazione Finanziaria. La società aveva infatti utilizzato direttamente parte delle sue riserve di patrimonio netto per l'incremento del fondo oneri futuri destinato a fronteggiare proprio le passività potenziali di natura fiscale, con ciò sovrastimando il proprio

risultato d'esercizio. Il bilancio Scotti Finanziaria S.p.A. al 31 ottobre 1991 è risultato viziato, a giudizio della Commissione, per motivi analoghi e speculari a quello precedente. La società, infatti, avendo usufruito delle disposizioni agevolative tributarie intervenute con la legge n. 413/1992, ha riclassificato a patrimonio netto, senza transitare per il conto economico, l'ammontare in precedenza accreditato al fondo oneri futuri. Tale pratica contabile ha comportato una non corretta determinazione del risultato d'esercizio e, in definitiva, della realtà societaria.

In altri due casi l'analisi svolta ha portato la Commissione ad intervenire sugli amministratori di società quotate per il ripristino di una corretta rappresentazione della realtà societaria rispetto a quella rappresentata con il bilancio al 31 dicembre 1991. Ciò è avvenuto richiedendo l'inserimento nella relazione semestrale, diffusa al pubblico ai sensi dell'art. 1/4, n. 4, della legge 216/74, di situazioni pro-forma e note di commento adeguate in relazione agli aspetti critici evidenziati.

Nel bilancio al 31 dicembre 1991 della Wabco Westinghouse S.p.A., come anche rilevato dalla società di revisione nella sua relazione di certificazione, non erano stati eseguiti adeguati accantonamenti per la svalutazione di una partecipata; nel caso della Ferrovie Torino Nord, non venivano rappresentate con chiarezza le problematiche connesse ad una rivalutazione volontaria di cespiti e gli effetti, sul risultato d'esercizio, di alcune transazioni infragruppo.

Per ciò che concerne, infine, le azioni di impugnativa promosse nello scorso esercizio, per i cui esiti giudiziari si rinvia al capitolo VIII, l'assemblea della Industrie Secco S.p.A., tenutasi il 30 giugno 1992, ha provveduto ad approvare nuovamente il bilancio d'esercizio al' 31 dicembre 1990, rimuovendo le irregolarità riscontrate dalla Commissione.

### 3. Le relazioni semestrali

Anche nel corso del 1992 la Commissione ha perseguito l'obiettivo di assicurare alla relazione semestrale, così come previsto dalla direttiva n.82/121 e dal d.lgs. 9 aprile 1991, n. 127, il ruolo di indispensabile strumento dell'informativa societaria infrannuale e di raccordo tra il bilancio dell'esercizio precedente e quello dell'esercizio in corso.

Circa gli schemi contabili per la presentazione della situazione patrimoniale e finanziaria e del conto economico infrannuale ed i criteri per la compilazione del commento relativo all'andamento del semestre, la Commissione aveva provveduto ad emanare, con delibera n.2837 e n.2838 dell'8 aprile 1987, un Regolamento ed una Raccomandazione. La Consob aveva inoltre stabilito un regime transitorio, in attesa dell'entrata in vigore delle norme attuative della IV direttiva, che prevedeva la possibilità, per le società che ne avessero voluto beneficiare, di fornire i dati della situazione patrimoniale, finanziaria ed economica del semestre tenendo conto solo dei

risultati lordi della gestione. Tale regime transitorio cesserà di esistere dal primo semestre successivo a quello nel quale il bilancio d'esercizio dovrà essere redatto secondo quanto disposto dal citato d.dlg. n.127, che ha recepito le direttive comunitarie in materia di bilanci di esercizio e consolidati.

La Commissione ha invitato una società quotata ad un più puntuale rispetto dei criteri per la redazione della relazione semestrale stabiliti dalle citate delibere n.2837 e n.2838 dell'8 aprile 1987, osservando che il documento non portava i dati di conto economico dell'esercizio precedente, sia della capogruppo che consolidati, l'indicazione dei fatti di rilievo intervenuti dopo la fine del semestre e le indicazioni in ordine ai criteri di valutazione degli elementi dell'attivo e del passivo.

Circa il 77% delle società hanno adottato i prospetti contabili per la redazione delle relazioni semestrali raccomandati dalla Commissione. Relativamente all'opzione concessa alle società di fornire il risultato lordo della gestione o l'utile netto, il 48% circa delle società ha evidenziato nei prospetti il risultato ante-imposte, mentre il 33% ha indicato il risultato al netto delle imposte. Del regime transitorio hanno usufruito il 19% delle società, con prevalenza delle bancarie e delle assicurative, le quali hanno pubblicato i dati della situazione patrimoniale, finanziaria ed economica tenendo conto dei soli risultati lordi della gestione. Rispetto alla facoltà di presentare la relazione semestrale in forma consolidata o non consolidata, il 71% delle società, alle quali

la Commissione ha prescritto la redazione del bilancio consolidato, ha predisposto l'informativa semestrale in tale forma.

#### **4. Le assemblee straordinarie**

Nel corso del 1992, le assemblee sociali riunite in sede straordinaria sono state convocate per deliberare principalmente su proposte concernenti le modifiche del capitale sociale, emissioni di obbligazioni, cambiamento dell'oggetto sociale e modifica della denominazione sociale. Le assemblee di diverse società quotate hanno inoltre deliberato l'attribuzione agli amministratori della facoltà di emettere obbligazioni e/o di aumentare il capitale ai sensi degli artt. 2420 ter e 2443 c.c..

La Commissione, per garantire una corretta e completa informazione agli azionisti, ha inviato in diversi casi le società interessate ad integrare con ulteriori dati e notizie, le informazioni fornite in relazione agli argomenti all'ordine del giorno; nel caso di assemblee chiamate a deliberare su operazioni sul capitale, le richieste hanno avuto per oggetto le motivazioni dell'operazione, la destinazione dei mezzi raccolti ed i criteri di determinazione del sovrapprezzo.

Nel corso del 1992 sono stati deliberati complessivamente aumenti di capitale per L. 2.064 MLD, con una diminuzione del 18% rispetto all'anno precedente (nel 1991 gli aumenti di capitale deliberati erano risultati pari a L. 2.508 MLD). Tale decremento

ha riguardato tanto gli aumenti di capitale a pagamento, passati da L. 2.318 MLD nel 1991 a L. 1.948 MLD nel 1992, quanto quelli in forma gratuita, che nel 1992 sono risultati pari a L. 116 MLD, contro i 190 MLD del 1991. La diminuzione degli aumenti di capitale deliberati ha riguardato esclusivamente le società del settore pubblico (passati da L. 1.261 MLD a L. 655 MLD), mentre il settore privato ha registrato una variazione positiva, passando da 1.247 MLD a 1.409 MLD.

Sempre nell'anno in corso, la domanda complessiva di mezzi liquidi (tenuto conto dei sovrapprezzi) effettuata dalle società quotate è risultata pari a L. 4.370 MLD, con una diminuzione del 18% rispetto al 1991. In particolare, i mezzi liquidi complessivamente richiesti dal settore pubblico sono stati pari a L. 1.073 MLD (in calo del 40% rispetto all'anno precedente), mentre per il settore privato la richiesta è stata di L. 3.298 MLD (-8% rispetto al 1991). L'ammontare dei sovrapprezzi sugli aumenti di capitale a pagamento è stato di L. 2.423 MLD (-20% rispetto all'anno precedente).

Gli aumenti di capitale relativi ad azioni di risparmio sono stati pari a L. 146 MLD (in calo del 37% rispetto all'anno precedente), ed i relativi sovrapprezzi sono risultati pari a L. 679 MLD, in netto aumento (+210%) rispetto al 1991.

Con riguardo alle operazioni sul capitale eseguite nel 1992, si rileva che esse hanno comportato l'afflusso, verso le società quotate, di un ammontare di mezzi liquidi pari a L. 3.131 MLD, registrando pertanto una diminuzione del 36% rispetto ai valori



dell'anno precedente.

Le società quotate hanno deliberato l'emissione di obbligazioni convertibili per un ammontare di L. 343 MLD (-9% rispetto a quanto deliberato nel 1991), mentre le emissioni di obbligazioni ordinarie hanno invece registrato un importo di L. 2.150 MLD.

Nel 1992 si è avuto un sensibile incremento delle operazioni di fusione deliberate da società quotate in Borsa (si è passati dalle 24 operazioni deliberate l'anno precedente alle 35 del 1992). Le motivazioni sottostanti alla realizzazione delle fusioni sono riconducibili all'esigenza di razionalizzare la struttura del gruppo al fine di ridurre i costi e di creare sinergie, ovvero realizzare un più corretto sviluppo dimensionale. Diverse imprese assicurative hanno inoltre deliberato la fusione per incorporazione di società immobiliari integralmente possedute allo scopo di porre in bilancio gli immobili a copertura delle riserve tecniche.

Le operazioni più rilevanti compiute nel corso del 1992 sono state la fusione per incorporazione del Credito Varesino S.p.A. nella Banca Popolare di Bergamo S.c.r.l., della Ausonia Assicurazioni S.p.A. nella Previdente S.p.A. e del Banco di Roma S.p.A. nel Banco di Santo Spirito S.p.A..

Le assemblee straordinarie della Banca Popolare di Bergamo S.c.r.l. e del Credito Varesino S.p.A., il 26 aprile 1992, hanno approvato, su proposta dei rispettivi consigli di

amministrazione, la fusione per incorporazione del Credito Varesino S.p.A. nella Banca Popolare di Bergamo S.c.r.l.. L'assemblea straordinaria della Banca Popolare Bergamo S.c.r.l. ha inoltre deliberato il cambiamento della denominazione sociale in "Banca Popolare di Bergamo - Credito Varesino S.c.r.l.". Agli azionisti del Credito Varesino è stato riconosciuto, ai sensi dell'art. 2437 c.c., il diritto di recesso dalla società. La motivazione che ha suggerito tale fusione è da rinvenire nell'esigenza della banca di dotarsi di un livello dimensionale adeguato al confronto competitivo in essere nel sistema creditizio.

In sostituzione delle azioni annullate del Credito Varesino, agli azionisti della detta società sono state assegnate azioni della Banca Popolare di Bergamo S.c.r.l., sulla base del rapporto di cambio di 3 azioni della Banca Popolare di Bergamo S.c.r.l. contro 10 azioni ordinarie del Credito Varesino S.p.A. e 7 azioni della Banca Popolare di Bergamo S.c.r.l. contro 40 azioni di risparmio del Credito Varesino S.p.A.. Con decorrenza dall'1 agosto 1992, giorno successivo alla data di iscrizione presso la Cancelleria del Tribunale di Bergamo dell'atto di fusione, è stata revocata la quotazione delle azioni del Credito Varesino S.p.A.. In data 3 agosto 1992 è stata revocata la negoziazione delle azioni della Banca Popolare di Bergamo S.c.r.l. presso i mercati ristretti di Genova, Milano e Roma e contestualmente le stesse azioni sono state ammesse alla quotazione ufficiale presso la borsa valori di Milano.

Le assemblee straordinarie della Previdente Assicurazione S.p.A. del 26 marzo 1992 e della Ausonia Assicurazioni S.p.A. del 24 marzo 1992 hanno approvato, su proposta dei rispettivi consigli di amministrazione, la fusione per incorporazione della Ausonia Assicurazione S.p.A. nella Previdente Assicurazione S.p.A.: La fusione per incorporazione in oggetto ha avuto come obiettivo la creazione di una compagnia assicurativa di dimensioni comparabili a quelle delle principali concorrenti e la realizzazione di forti economie di scala.

In sostituzione delle azioni annullate della Ausonia Assicurazioni S.p.A., agli azionisti della detta società sono state assegnate azioni della Previdente Assicurazioni S.p.A. sulla base del rapporto di cambio di 1 azione ordinaria della Previdente Assicurazioni S.p.A. contro 22 azioni della Ausonia Assicurazioni S.p.A.. Con decorrenza 16 novembre 1992 è stata revocata la quotazione delle azioni della Ausonia Assicurazioni S.p.A. presso la borsa valori di Milano. Le assemblee straordinarie degli azionisti del Banco di Santo Spirito S.p.A. e del Banco di Roma S.p.A. hanno deliberato, in data 30 aprile 1992, la fusione per incorporazione del Banco di Roma S.p.A. nel Banco di Santo Spirito S.p.A.. L'assemblea del Banco di Santo Spirito ha tra l'altro deliberato il cambiamento della denominazione sociale in "Banca di Roma S.p.A.". L'operazione ha inteso creare sinergie di tipo gestionale al fine di permettere la nascita di un complesso aziendale avente dimensioni e

caratteristiche tali da consentire un coordinamento fonti-impieghi più efficiente rispetto a quello realizzabile dalle singole aziende bancarie partecipanti alla fusione.

In esecuzione delle delibere assembleari ed a seguito della stipula dell'atto di fusione avvenuta in data 9 luglio 1992, le azioni del Banco di Roma S.p.A. sono state annullate e sostituite con azioni della Banca di Roma S.p.A. (già Banco di Santo Spirito S.p.A.), in ragione di un'azione della Banca di Roma S.p.A. per ogni azione del Banco di Roma S.p.A.. A decorrere dal 3 agosto 1992 è stata revocata la quotazione delle azioni ordinarie del Banco di Roma S.p.A. nelle borse valori di Genova, Milano, Napoli, Roma e Torino; contestualmente la Commissione ha deliberato il cambiamento in "Banca di Roma S.p.A." della denominazione con la quale le azioni del già Banco di Santo Spirito S.p.A. sono quotate nelle borse valori di Milano e Roma.

La fusione per incorporazione della Finmeccanica - Società Finanziaria per azioni nella Sifa S.p.A. è stata deliberata dalle assemblee delle medesime società tenutesi in data 21 luglio 1992. L'assemblea straordinaria della Sifa S.p.A. ha contestualmente deliberato il cambiamento della denominazione sociale in "Finmeccanica S.p.A."

L'operazione è da inquadrare in un più ampio processo di riassetto organizzativo di gruppo volto alla integrazione in una unica struttura societaria delle attività ad elevato contenuto tecnologico.

In esecuzione delle delibere assembleari gli azionisti della

Finmeccanica Società Finanziaria per azioni hanno ricevuto in concambio, per ogni 9 azioni possedute, n. 4 azioni della Finmeccanica S.p.A. (già Sifa S.p.A.). Con decorrenza 26 ottobre 1992, è stata revocata la quotazione delle azioni presso le borse valori di Bologna, Firenze, Genova, Milano, Napoli, Roma e Torino è stata modificata la denominazione delle azioni ordinarie e di risparmio della società incorporante da Sifa S.p.A. in Finmeccanica S.p.A..

**5. La richiesta di divulgazione ai sensi dell'art. 19 del Regolamento di attuazione della legge 157/91**

Come già fatto presente nella precedente relazione annuale, la nuova legge sull'*insider trading* ha, insieme con altri provvedimenti innovatori della disciplina del mercato mobiliare, ampliato i compiti della Consob riguardo agli obiettivi di tutela del risparmio, di garanzie sulla diffusione e sulla qualità dell'informazione e di controllo dell'uso corretto delle informazioni privilegiate.

Tra i nuovi poteri che la legge 17 maggio 1991, n. 157 ed il relativo regolamento attuativo (1) hanno attribuito alla Consob, particolare rilevanza ha assunto quello previsto dall'art. 19 del medesimo regolamento: sulla base di questo, la Commissione può chiedere agli emittenti la diffusione, con modalità e termini da

---

(1) Tale regolamento è stato approvato con delibera Consob n.5553 del 14 novembre 1991, pubblicata e commentata in CONSOB, Bollettino Edizione Speciale n. 1/92, del 26 marzo 1992.

stabilire volta per volta, di una nota contenente informazioni complementari concernenti fatti già resi pubblici ai sensi degli artt. 5 e 6 del regolamento stesso, con particolare riguardo per gli effetti che essi determinano sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'emittente. Può infatti risultare necessario che fatti e notizie, resi noti rapidamente ed in termini essenziali al fine di assicurare il corretto funzionamento del mercato, vengano in un momento successivo rappresentati in maniera più ampia ed, approfondita, in modo da consentire ai soci, agli investitori ed, in linea generale, al mercato di disporre di ulteriori informazioni necessarie alla valutazione del fatto già reso pubblico.

Relativamente al 1992, la Consob ha fatto ricorso a tali poteri nei casi relativi alle società La Previdente Assicurazioni S.p.A., Ausonia Assicurazioni S.p.A., Compagnia Latina di Assicurazioni S.p.A., Ausiliare S.p.A., Caltagirone S.p.A., Eliolona S.p.A., Terme Demaniali D'Acqui S.p.A., Italcementi S.p.A., Calcestruzzi S.p.A..

**La Previdente, Ausonia, Latina:** in data 23 gennaio 1992, a seguito delle riunioni dei relativi consigli di amministrazione, le tre società hanno diramato un comunicato stampa riguardante le operazioni di fusione per incorporazione ne La Previdente Assicurazioni S.p.A. dell'Ausonia Assicurazioni S.p.A., di conferimento da parte de La Previdente Assicurazioni del ramo d'azienda assicurativo vita a Latina Vita S.p.A. è di

acquisizione, sempre da parte de La Previdente Assicurazioni S.p.A., dei rami danni auto ed elementari dalla Compagnia Latina di Assicurazioni S.p.A.. In riferimento a tali operazioni la Commissione, preso atto del citato comunicato stampa ed esaminata la documentazione trasmessa in via preventiva dall'Ausonia Assicurazioni e da La Previdente Assicurazioni in vista delle assemblee straordinarie convocate, rispettivamente, per i giorni 24/25 e 25/26 marzo 1992 per deliberare sulla proposta di incorporazione della prima nella seconda società, ha richiesto di inserire nel documento informativo predisposto per le menzionate assemblee dei soci una serie articolata di dati, notizie e informazioni, tra cui:

- a) principali dati economici e patrimoniali pro-forma de La Previdente Assicurazioni S.p.A., considerati dopo la fusione per incorporazione dell'Ausonia Assicurazioni e dopo le operazioni di conferimento del ramo d'azienda assicurativo vita a Latina Vita nonché di acquisizione dei rami danni auto ed elementari dalla Compagnia Latina di Assicurazioni;
- b) indicazioni degli effetti sulla struttura patrimoniale della Compagnia Latina di Assicurazioni derivanti dalla cessione dei rami assicurativi sopra citati e dalle suddette operazioni di fusione per incorporazione di Ausonia in Previdente e di conferimento del ramo vita.

Ausiliare: in data 26 febbraio 1992 la Sintesi S.p.A. ha provveduto ad informare il mercato delle seguenti operazioni:

- a) scorporo del ramo aziendale della Ausiliare relativo

all'attività di trasporto ferroviario di autoveicoli e prodotti chimici mediante conferimento dello stesso alla società partecipata *Rail Car International S.r.l.*;

- b) cessione della *Rail Car International S.r.l.* ad una società del gruppo *Brambles*;
- c) cessione del pacchetto di controllo della *Ausiliare S.p.A.* dal gruppo *Brambles* al gruppo *Cabassi*, ed in particolare alla *Sintesi S.p.A.*.

Con riferimento a tale comunicato stampa e preso atto di alcuni ulteriori chiarimenti forniti dagli amministratori della *Ausiliare*, la Commissione ha richiesto alla società di informare gli azionisti, in occasione dell'assemblea del 13/14 aprile 1992, che entro il successivo mese di maggio sarebbe stata messa a disposizione, presso la sede sociale ed il Comitato direttivo degli agenti di cambio della borsa valori di Milano, una nota contenente:

- a) La situazione patrimoniale a data aggiornata, redatta tenuto conto dell'avvenuto conferimento;
- b) il rendiconto economico al 31.12.1991, evidenziante il contributo reddituale del ramo d'azienda ancora presente nella società;
- c) informazioni sugli investimenti già oggetto di impegno definitivo da parte degli organismi societari competenti.

E' stato contestualmente anche chiesto di dare pubblica notizia della messa a disposizione di tale nota mediante



diffusione di apposito avviso stampa. Con comunicato del 28 maggio 1992, successivamente integrato con comunicato del 6 giugno 1992, la società ha informato il pubblico della messa a disposizione, presso la sede sociale ed il Comitato direttivo degli agenti di cambio della borsa valori di Milano, della menzionata nota completa delle informazioni richieste.

**Caltagirone S.p.A.:** in data 19 febbraio 1992 l'IRI e la Caltagirone S.p.A. hanno diffuso un comunicato stampa relativo al passaggio del pacchetto azionario di controllo della Cementir dall'IRI a Caltagirone S.p.A.. La Commissione, considerata la rilevanza dell'operazione in termini di effetti sul bilancio della Caltagirone, ha richiesto agli amministratori della stessa di integrare la relazione al bilancio consolidato chiuso al 31 dicembre 1991 con una situazione patrimoniale consolidata del gruppo Caltagirone contenente gli effetti dell'acquisto della partecipazione di controllo della Cementir S.p.A..

**Eliolona S.p.A.:** in data 10 aprile 1992 la Eliolona S.p.A. ha diramato un comunicato stampa concernente la conclusione di un contratto avente ad oggetto la cessione al gruppo Zucchi di un proprio ramo d'azienda e di alcune partecipazioni di minoranza detenute dalla stessa Eliolona. Con riferimento a tale comunicato ed a seguito dell'acquisizione da parte della Commissione di ulteriori elementi informativi necessari per una compiuta valutazione della significatività delle suddette operazioni, è stato richiesto alla Eliolona di mettere a disposizione degli azionisti, in occasione dell'assemblea

ordinaria e straordinaria convocata per i giorni 30 giugno / 1 luglio 1992 per deliberare, tra l'altro, sulla proposta di approvazione del bilancio al 31.12.1991, una nota esplicativa delle medesime operazioni, da inserire in allegato al fascicolo a stampa del bilancio d'esercizio. Nell'ambito di tale nota informativa è stato, tra l'altro, richiesto di inserire:

- a) la rappresentazione della situazione patrimoniale pro-forma al 31.12.1991, al netto degli effetti della cessione del ramo di azienda e delle menzionate partecipazioni, posta a confronto con la situazione patrimoniale della società alla stessa data e corredata di una nota metodologica sulle ipotesi prese a riferimento per la sua predisposizione;
- b) adeguate note di commento sulla composizione al 31.12.1991 del fatturato Eliolona S.p.A., con evidenza del contributo del ramo di azienda oggetto di cessione nonché delle prospettive della società a seguito delle menzionate operazioni.

La Consob ha contestualmente richiesto che, nell'avviso stampa (da pubblicarsi ai sensi dell'art. 20, comma 1, lett. c), del regolamento in discorso) recante la notizia dell'avvenuto deposito della documentazione concernente il bilancio dell'esercizio 1991, fosse fatta menzione della messa a disposizione di tale nota.

Terme Demaniali D'Acqui: in data 23 giugno 1992 la società ha diramato un comunicato stampa relativo all'acquisizione del ramo

d'azienda Sangemini Fabia dalle società Italaquae (Gruppo BSN). In riferimento a tale comunicato ed a seguito dell'acquisizione di ulteriori elementi di informazione necessari alla valutazione della rilevanza dell'operazione, la Commissione ha richiesto a Terme Demaniali D'Acqui di mettere a disposizione del pubblico, mediante inserimento nella relazione sull'andamento della gestione del primo semestre dell'esercizio 1992, gli elementi di informazione già ad essa forniti ed ulteriori specifiche informazioni in merito alla medesima operazione, nonché la rappresentazione della situazione patrimoniale ed i principali dati economici predisposti a data aggiornata relativi al ramo d'azienda Sangemini Fabia.

**Italcementi:** in relazione all'operazione di acquisto del Gruppo Paribas del controllo del Gruppo *Ciments Francais*, la Commissione ha richiesto alla Italcementi di integrare il fascicolo del bilancio consolidato al 31.12.1991 mediante l'inserimento di una situazione patrimoniale del Gruppo Italcementi contenente gli effetti dell'intervenuta acquisizione del citato gruppo societario e delle operazioni finanziarie alla stessa collegate.

**Calcestruzzi:** a seguito del comunicato diffuso dalla società relativamente all'acquisizione della partecipazione di controllo della *Heracles S.a.* ed in riferimento agli ulteriori elementi di informazione acquisiti dalla Consob ai fini di una compiuta valutazione della citata operazione, la Commissione ha richiesto alla Calcestruzzi di mettere a disposizione del pubblico in sede di redazione del bilancio consolidato di gruppo una situazione

patrimoniale pro-forma al 31.12.1991, contenente gli effetti dell'acquisizione del gruppo *Heracles*, corredata di apposite note di commento. La Commissione ha inoltre richiesto agli amministratori della Calcestruzzi di mettere a disposizione degli azionisti, in occasione dell'assemblea convocata in ordine alla proposta di approvazione del bilancio al 31.12.1991, i conti annuali (consolidati e non consolidati) della *Heracles*, relativi all'esercizio 1991, nonché di fornire agli azionisti stessi, nell'ambito della relazione degli amministratori relativa al bilancio al 31.12.1991 della medesima Calcestruzzi, dettagliate indicazioni relativamente all'acquisizione in argomento.

## 6. Le partecipazioni rilevanti

### 6.1 Le comunicazioni concernenti le partecipazioni rilevanti ai sensi degli artt. 1/5 e 1/5 bis, L. n. 216/74

Nel corso del 1992, la normativa in materia di partecipazioni rilevanti, disciplinata dagli artt. 1/5 ed 1/5-bis della legge 7 giugno 1974, n. 216, è stata riformulata ed integrata dal decreto legislativo del 27 gennaio 1992, n. 90, (1) emanato in attuazione della direttiva comunitaria n. 88/627/CEE, relativa alle informazioni da pubblicare al momento dell'acquisto e della cessione di una partecipazione rilevante in una società quotata in borsa (2).

(1) Pubblicato nella G.U. n. 37 del 14 febbraio 1992.

(2) V. Relazione annuale 1991 per quanto concerne le innovazioni apportate dal decreto legislativo del 27 gennaio 1992, n. 90, alla normativa in materia di partecipazioni rilevanti.

L'art. 11 della legge 18 febbraio 1992, n. 149, in materia di offerte pubbliche di vendita e di acquisto, ha poi ulteriormente modificato il primo comma dell'art. 1/5 con la previsione, tra l'altro, di più brevi termini per l'invio delle comunicazioni di cui alla norma menzionata.

Precedentemente alle citate innovazioni legislative, l'art. 1/5 della legge 216/74, così come modificato dall'art. 7 della legge n. 281/85, prevedeva un generale obbligo di comunicazione alla Consob ed alla società partecipata, nel termine di trenta giorni, delle partecipazioni superiori al 2 per cento del capitale delle società con titoli quotati in borsa o ammessi alle negoziazioni nei mercati ristretti. Ai sensi della medesima norma, tali società dovevano comunicare negli stessi termini anche le partecipazioni superiori al 10% nel capitale di società non quotate. Sempre nel termine di trenta giorni dovevano infine essere comunicate le successive variazioni pari alla metà della partecipazione rilevante (1 e 5 per cento del capitale sociale) e la riduzione entro i limiti percentuali del 2 o 10 per cento.

Il decreto legislativo n. 90/92 prevede, in aggiunta alle norme richiamate, che il superamento (nonché la riduzione della percentuale al di sotto) delle soglie del 10, 20, 33, 50 e 75 per cento del capitale di società quotate venga comunicato alla Consob ed alla società partecipata entro 2 giorni dalla conoscenza dell'operazione idonea a comportare tale superamento (art. 1/5-bis, comma 1). A tal fine si considerano anche le

azioni possedute da uno o più soggetti con i quali si è concluso, direttamente o indirettamente, un accordo scritto per l'esercizio concertato dei diritti di voto. Nei successivi due giorni, la società partecipata deve rendere nota la comunicazione mediante pubblicazione in due giornali a diffusione nazionale, di cui uno economico; in caso di inottemperanza, la Consob è tenuta a provvedere a spese della società (art. 1/5-bis commi 7 e 8).

La norma di cui all'art. 11 della legge n. 149/92 ha, innanzitutto ridotto il termine per l'effettuazione di talune delle comunicazioni in argomento: tutti coloro che acquisiscono una partecipazione in una società quotata in misura superiore al 2 per cento del capitale sociale devono darne comunicazione entro 48 ore dall'operazione alla Consob ed alla società partecipata. Lo stesso termine deve essere osservato dalle società quotate per la comunicazione delle partecipazioni superiori al 10 per cento del capitale delle società non quotate. Continua invece ad essere vigente il termine di trenta giorni per le comunicazioni relative alle successive variazioni pari alla metà delle percentuali rilevanti (1 e 5 per cento), nonché alla riduzione della percentuale al di sotto delle soglie del 2 e 10 per cento.

Un'ulteriore innovazione introdotta dall'art. 11 concerne l'obbligo imposto alla Consob di dare immediata pubblica notizia di tutte le comunicazioni ricevute: in questo modo, il pubblico viene messo a conoscenza di tutti i dati significativi inerenti alle variazioni delle partecipazioni azionarie considerate dalla

legge.

L'introduzione della nuova regolamentazione in materia di partecipazioni rilevanti ha reso necessaria l'emanazione da parte della Commissione di specifici provvedimenti volti, da un lato, a dare attuazione a particolari norme, dall'altro, ad apportare modifiche alle disposizioni già dettate dall'organo di controllo.

Sotto il primo profilo, la Consob ha provveduto ad adempiere all'obbligo di dare immediata pubblica notizia di tutte le comunicazioni ricevute, ai sensi dell'art. 1/5, primo comma mediante l'invio agli organi locali di borsa dei dati rilevati dalle comunicazioni ricevute.

Inoltre, la Consob ha dato attuazione alla norma di cui all'art. 1/5-bis, che prevede l'obbligo a carico di tutti coloro che superano (o riducono la propria percentuale di partecipazione al di sotto di) determinate soglie rilevanti del capitale di società quotate di darne comunicazione scritta all'organo di controllo ed alla società partecipata secondo le modalità stabilite dalla Consob stessa. Al riguardo, la Commissione ha emanato la delibera n. 6036 dell'11 marzo 1992 (1), con la quale ha disposto che le comunicazioni di cui all'articolo 1/5-bis debbano essere trasmesse, entro il termine stabilito dalla legge, a mezzo telex ovvero telefax e che le comunicazioni effettuate con quest'ultimo mezzo debbano essere confermate con lettera da

---

(1) Pubblicato nella G.U. n. 65 del 18 marzo 1992.

recapitare alla Consob entro il termine di 7 giorni. Entro lo stesso termine e con le stesse modalità possono essere comunicate eventuali rettifiche ed integrazioni alle comunicazioni già effettuate. Inoltre, con la medesima delibera, la Commissione ha predisposto lo schema per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 1/5-bis della legge n. 216/74, ove si prevede che debbano essere specificamente indicati il soggetto dichiarante e la società partecipata, nonché gli eventuali soggetti interposti. Deve inoltre essere precisato il nominativo della controparte nell'operazione, qualora la controparte stessa sia tenuta agli obblighi di comunicazione di cui agli artt. 1/5 o 1/5-bis della legge 7 giugno 1974, n. 216, la data ed il tipo dell'operazione, la categoria, il numero e il valore nominale delle azioni oggetto dell'operazione, la percentuale rispetto al capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto ed, infine, il totale delle azioni possedute.

In ipotesi di accordo scritto per l'esercizio concertato dei diritti di voto, il dichiarante è tenuto ad indicare, in aggiunta ai dati sopra evidenziati, la percentuale totale di azioni per le quali esista l'accordo, la percentuale di azioni detenute dal dichiarante stesso nell'ambito dell'accordo ed il nominativo degli altri soggetti che vi partecipano. Inoltre, in ipotesi di accordo in virtù del quale si possono acquistare azioni di propria iniziativa, devono essere indicati anche i nominativi dei partecipanti ed i termini dell'accordo.



Le recenti innovazioni normative in materia di partecipazioni rilevanti, introdotte dal decreto legislativo n. 90 del 27 gennaio 1992, hanno inoltre comportato l'esigenza di adeguare alle mutate disposizioni legislative i modelli emanati dalla Consob e dalla Banca d'Italia (1), in base ai quali venivano redatte le comunicazioni previste dalla disciplina previgente. Tali modifiche hanno riguardato non solo i modelli 19/A (relativi alle partecipazioni al capitale di società con azioni quotate in borsa o negoziate al mercato ristretto), ma anche i modelli 19/B (concernenti le partecipazioni di società con azioni quotate in borsa o negoziate al mercato ristretto in società non quotate) e 19/F (per le partecipazioni al capitale di società di intermediazione mobiliare). Le menzionate innovazioni legislative concernono infatti, non soltanto le partecipazioni in società aventi azioni quotate in borsa o negoziate nel mercato ristretto, ma anche le partecipazioni detenute da queste ultime in società non aventi azioni quotate in borsa o negoziate al mercato ristretto, nonché le partecipazioni in società di intermediazione mobiliare ed in società fiduciarie iscritte nella sezione speciale dell'albo di cui all'art. 17, 2° comma, della legge n. 1 del 2 gennaio 1991.

La prima modifica ai menzionati modelli è stata determinata dalla nuova formulazione dell'art. 1/5, legge n. 216 del 7

---

(1) Pubblicati nella G.U. n. 159 del 10 luglio 1990 e n. 173 del 25 luglio 1991.

giugno 1974, ai sensi del quale la partecipazione posseduta dal soggetto dichiarante deve essere rapportata, per il calcolo delle percentuali sancite nello stesso articolo, al capitale sociale sottoscritto rappresentato da azioni o quote con diritto di voto. Tale specificazione ha reso necessario che gli appositi modelli per le dichiarazioni ai sensi dell'art. 1/5 rechino l'indicazione del capitale sociale della società partecipata espresso in azioni con diritto di voto, con l'ulteriore indicazione delle azioni aventi diritto di voto nell'assemblea ordinaria.

Sempre in relazione alla modifica legislativa appena esposta, l'indicazione della percentuale di partecipazione rilevante ai sensi di legge è riferita sia al capitale sociale espresso da azioni con diritto di voto, sia, in considerazione dell'eventuale esistenza di azioni privilegiate, al capitale espresso da azioni con diritto di voto esclusivamente nell'assemblea ordinaria.

Inoltre, nelle istruzioni per la compilazione dei modelli vengono fornite indicazioni in ordine alle azioni ai fini del calcolo della percentuale di partecipazione rilevante. Al riguardo, mentre non vanno considerate le azioni prive del diritto di voto, devono invece computarsi quelle per le quali il socio sia privato del diritto di voto *ex lege* ovvero per atti di disposizione negoziale.

Un'ulteriore integrazione ai predetti modelli è connessa

alla nuova previsione nell'art. 1/5 della legge n. 216 del 7 giugno 1974, così come novellato dal decreto legislativo n.90, della detenzione di azioni a titolo di deposito: in tale ipotesi il depositario è tenuto all'obbligo di comunicare la propria partecipazione, qualora superi le soglie rilevanti, esclusivamente nel caso in cui possa esercitare discrezionalmente il diritto di voto. A seguito della predetta innovazione legislativa, i modelli per le dichiarazioni da rendere agli organi competenti ed alla società partecipata sono stati modificati integrando la voce contenente i vari titoli in possesso con quella relativa a titoli in deposito.

Un'altra delle innovazioni normative apportate dal decreto legislativo n. 90/92 concerne la possibilità per le società o per gli enti facenti capo a società o enti tenuti alla redazione di un bilancio consolidato di essere esentati dall'obbligo di effettuare una comunicazione autonoma qualora la comunicazione stessa venga resa dalla società o ente capogruppo ovvero dalla persona fisica che la controlla (art. 1/5 ter). Al riguardo, la Consob ha fornito, nelle istruzioni per la compilazione dei modelli, una spiegazione della nuova disposizione di cui all'art. 1/5 ter: in essa si stabilisce che, nell'ipotesi in cui un bilancio consolidato non venga redatto da parte di un soggetto capogruppo, gli obblighi di comunicazione di cui all'art. 1/5, l. n. 216/74 possono essere comunque assolti da parte dei soggetti facenti parte della catena partecipativa mediante una comunicazione resa dalla sola capogruppo, ovvero dalla persona

fisica che la controlla, ma sottoscritta congiuntamente da tutti soggetti che si pongono, all'interno della catena stessa, tra il soggetto dichiarante e la società partecipata.

Un'ulteriore innovazione riguarda l'integrazione delle diverse fattispecie di controllo precedentemente contemplate con quelle previste dalla disposizione di cui all'art. 1/5-*quater*, introdotto dal decreto legislativo n.90/92: secondo questa norma, infatti, una società si considera controllata, oltre che nelle ipotesi di cui all'art. 2359 del codice civile, anche nel caso in cui un soggetto, in base ad accordi con altri soci, controlli da solo la maggioranza del diritto di voto, ovvero abbia il diritto di nominare o revocare la maggioranza degli amministratori.

Infine, in considerazione delle particolarità che la nuova normativa presenta, nonché dei diversi casi che possono verificarsi in concreto e che non vengono esaustivamente rappresentati nei modelli predisposti, si è lasciato ai soggetti che procedono alla compilazione dei modelli stessi uno spazio riservato a eventuali ulteriori osservazioni che essi ritengano di formulare.

Nelle istruzioni allegate ai modelli 19/A la Commissione ha provveduto a specificare le modalità per la compilazione della menzionata comunicazione ai sensi dell'art. 1/5-*bis* e le interrelazioni fra quest'ultima norma e l'art. 1/5.

In particolare, è stato precisato che la comunicazione

effettuata ai sensi dell'art. 1/5 bis non sostituisce que'la dovuta ai sensi dell'art. 1/5, tranne che nell'ipotesi in cui la prima sia redatta su modello 19/A e contenga tutti gli elementi informativi richiesti ai sensi delle due norme.

#### 6.2 Determinazione delle partecipazioni rilevanti ai fini dell'applicazione della legge n. 149/92

Nel 1992 l'attività della Commissione è stata altresì volta a dare attuazione alla norma di cui all'art. 10, terzo comma, della legge n. 149/1992.

L'obbligo di offerta pubblica di acquisto, ai sensi della legge n. 149/1992, sussiste quando si intenda acquisire il controllo di una società quotata, nonché quando, non essendo possibile individuare una partecipazione di controllo (di diritto o di fatto) in una società quotata, si intenda acquisire una partecipazione non inferiore alla maggioranza relativa dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria della società considerata, ovvero, avendo raggiunto la metà di tale partecipazione, si intendano acquisire ulteriori azioni ordinarie in misura eccedente il quinto dei titoli posseduti o il due per cento del capitale sociale.

Il comma 3 del menzionato art. 10 impone alla Consob, qualora non siano individuati uno o più azionisti di controllo di una società con azioni quotate in borsa o ammesse alle negoziazioni nel mercato ristretto, di rendere noto, entro trenta giorni dall'approvazione del bilancio annuale o al verificarsi di

fatti oggettivamente rilevanti, l'ammontare delle partecipazioni di maggioranza relativa, rapportate al capitale rappresentato da azioni ordinarie. L'individuazione di queste partecipazioni rilevanti ai sensi della norma richiamata è, quindi, ipotesi residuale che presuppone l'insussistenza di azionisti di controllo.

Con comunicazione n. 92005381 del 24 luglio 1992 la Commissione, al fine di assicurare la massima trasparenza circa le soglie percentuali oltre le quali sussiste l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto e di garantire la parità d'informazione, ha reso noto, oltre all'ammontare delle partecipazioni di maggioranza relativa, anche l'ammontare delle partecipazioni di controllo - di diritto o di fatto (c.d. influenza dominante) - individuate a seguito di un esame effettuato sui documenti a disposizione. Ciò è stato necessario a causa dell'impossibilità, in determinate situazioni, di individuare con immediatezza un soggetto controllante. Non sono state invece indicate le percentuali di partecipazione che attribuiscono ad un soggetto la maggioranza assoluta dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria risultanti esclusivamente dalla somma delle quote imputabili al soggetto medesimo, in quanto detta informazione è già conoscibile a seguito della pubblicazione che le società effettuano ai sensi dell'art. 1/5-bis, ultimo comma, l. n. 216/74.

La Commissione ha inoltre determinato i criteri che, in sede di prima applicazione della legge, vanno seguiti nell'esaminare

l'azionariato rilevante delle società. Sulla base delle singole fattispecie rilevate alla data del 30 giugno 1992, nelle ipotesi in cui dal primo esame della composizione del capitale non fosse rinvenibile un soggetto titolare della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria, la Commissione ha provveduto ad individuare il titolare della partecipazione di maggiore entità ed a verificare se quest'ultima fosse sufficiente a conferirgli una posizione di influenza dominante nell'assemblea stessa. Al riguardo, la Consob ha verificato se, in occasione dell'ultima assemblea ordinaria degli azionisti, il numero di azioni in forza delle quali il soggetto ha votato, rapportato al numero totale di azioni votanti in tale assemblea, fosse idoneo a conferire al soggetto medesimo la maggioranza necessaria per le deliberazioni nella stessa assemblea ordinaria. In tale ipotesi, la partecipazione è stata ritenuta idonea ad esercitare un'influenza dominante e, quindi, il soggetto titolare è stato considerato controllante di fatto la società. Al contrario, se la predetta partecipazione non è stata sufficiente ad assicurare la maggioranza richiesta per la deliberazione assembleare, la partecipazione è stata considerata di maggioranza relativa.

La Commissione ha esaminato inoltre i casi in cui più azionisti hanno aggregato la totalità delle singole quote possedute, ovvero parte delle stesse, attraverso la stipula di accordi parasociali; tali accordi sono stati considerati rilevanti ai fini dell'individuazione delle soglie relative

all'OPA obbligatoria, sia nel caso in cui regolino l'esercizio del diritto di voto in assemblea, sia nel caso in cui comunque consentano di dare unicità di indirizzo alla gestione sociale. Per quel che riguarda il primo tipo di tali accordi, qualora essi prevedano l'obbligo per i partecipanti di votare nelle assemblee in conformità alle decisioni del sindacato non solo per le azioni vincolate, ma anche per quelle eventualmente possedute e non sindacate, la Commissione ha provveduto a sommare tutte le azioni possedute dai soggetti partecipanti all'accordo. Qualora, invece, un soggetto controlli un sindacato di voto in virtù delle pattuizioni in esso contenute, ed al sindacato sia riferibile più del 50% del capitale ordinario, il soggetto è considerato controllante di diritto la società; ove tale soggetto possieda ulteriori azioni non vincolate nell'ambito del sindacato, queste comunque vengono aggregate, a prescindere dall'esistenza di clausole che prevedano l'obbligo di votare in conformità alle decisioni del sindacato per le azioni non vincolate.

Per quanto concerne gli accordi parasociali considerati nella più ampia accezione sopra indicata, qualora un soggetto, pur non potendo determinare le risoluzioni oggetto dell'accordo, abbia il potere di nominare la maggioranza dei consiglieri di amministrazione della società, tale soggetto, anche in forza del disposto dell'art. 1/5-quater, legge n. 216/74, è stato ritenuto controllante.

Nelle ipotesi in cui non è stato possibile individuare un



soggetto che possa determinare le risoluzioni oggetto dell'accordo, o che, in virtù dei criteri sopra indicati, possa considerarsi controllante la società, la Commissione ha comunque considerato rilevante, ai fini dell'individuazione delle soglie percentuali oltre le quali sussiste l'obbligo di offerta pubblica di acquisto, la quota riveniente dalla somma delle singole partecipazioni sindacate o aggregate in un accordo parasociale. Qualora, infine, un soggetto abbia dichiarato espressamente di esercitare sulla società un'influenza dominante esclusivamente in virtù della propria partecipazione, si è considerata rilevante tale partecipazione indipendentemente dall'esistenza di accordi parasociali.

## CAPITOLO V

## LA SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO

## 1. Le linee direttive e i principali provvedimenti adottati

L'attività normativa della Commissione in materia di sollecitazione del pubblico risparmio è stata finalizzata, nel corso del 1992, alla emanazione di provvedimenti attuativi di disposizioni legislative in materia di offerte pubbliche di valori mobiliari e delle connesse iniziative pubblicitarie.

In particolare, con delibera n. 6430 del 26 agosto 1992, al fine di recepire alcune disposizioni contenute nel capo I della legge 18 febbraio 1992, n. 149, nei decreti legislativi 25 gennaio 1992, nn. 83, 84 e 85, nonché nel decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 86, è stato adottato il regolamento afferente le offerte pubbliche di vendita e di sottoscrizione di valori mobiliari, integralmente sostitutivo delle "Disposizioni di carattere generale" sul prospetto informativo e sui modi in cui l'offerta deve essere resa pubblica (1).

---

(1) V. «Disposizioni di carattere generale concernenti la redazione dei prospetti informativi ed i modi in cui l'offerta deve essere resa pubblica relative ad operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio effettuate ai sensi dell'articolo 18, sub art. 1, della legge 7 giugno 1974, n. 216», adottate con delibera n. 4173 del 18 luglio 1989 e modificate ed integrate con delibere n. 5209 del 20 febbraio 1991 e n. 5892 del 27 dicembre 1991.

Le suddette disposizioni di legge concernono la disciplina delle offerte pubbliche di vendita e di sottoscrizione aventi ad oggetto valori mobiliari che consentono di acquisire diritti di voto (legge n. 149/1992), le modifiche ed integrazioni alle previsioni di cui agli artt. 1/18 e seguenti della legge 7 giugno 1974, n. 216 (decreto legislativo n. 85/1992), nonché le variazioni al quadro normativo relativo agli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (decreti legislativi n. 83/1992, n. 84/1992 e n. 86/1992).

Un ulteriore provvedimento, adottato dalla Commissione con delibera n. 6243 del 3 giugno 1992 in attuazione delle previsioni contemplate dal capo II della legge n. 149/1992, attiene alle prescrizioni relative alle offerte pubbliche di acquisto, di scambio e di acquisto e scambio.

In considerazione del disposto dell'art. 10-bis della legge 23 marzo 1983, n. 77, introdotto dall'art. 13, comma 2, del decreto legislativo n. 83/1992, è stato emanato, con delibera n. 6426 del 12 agosto 1992, il regolamento recante disposizioni concernenti la commercializzazione in Italia di quote od azioni di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari armonizzati.

Infine, in attuazione dell'art. 1/18-quinquies della legge n. 216/1974, introdotto dall'art. 3 del decreto legislativo n. 85/1992, si è proceduto con delibera n. 6378 del 28 luglio 1992, all'adozione di disposizioni concernenti gli annunci pubblicitari

riguardanti operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio soggette alla disciplina dell'art. 1/18 della predetta legge n. 216/1974.

1.1 Regolamento recante disposizioni concernenti la redazione dei prospetti informativi ed i modi in cui l'offerta deve essere resa pubblica relative ad operazioni di vendita o di sottoscrizione di valori mobiliari effettuate ai sensi dell'art. 18, sub art. 1, della legge 7 giugno 1974, n. 216, nonché disposizioni sul procedimento di offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione dei valori mobiliari indicati all'art. 1 della legge 18 febbraio 1992, n. 149

Con l'adozione del regolamento in esame, adottato con delibera n. 6430 del 26 agosto 1992, si è inteso pervenire alla realizzazione di un corpo unico di disposizioni afferenti la materia delle offerte di vendita e sottoscrizione di valori mobiliari effettuate mediante sollecitazione del pubblico risparmio.

Tale provvedimento costituisce l'ultimo atto di una serie di interventi normativi operati dalla Commissione nella materia in attuazione delle deleghe di volta in volta ad essa conferite dalla legge. Il primo intervento normativo si è sostanziato nell'emanazione, nel corso del 1989, delle "Disposizioni di carattere generale" sul prospetto informativo e sui modi in cui l'offerta deve essere resa pubblica, in forza delle previsioni contenute nell'art. 1/18 della legge 7 giugno 1974, n. 216. Le suddette "Disposizioni di carattere generale" hanno costituito oggetto di successive modifiche, volte principalmente all'adeguamento delle stesse alle norme contenute nella

direttiva CEE n. 89/298 del 17 aprile 1989 e nella legge 2 gennaio 1991, n. 1. L'approvazione della legge 18 febbraio 1992, n. 149, recante al capo I disposizioni in materia di offerte pubbliche di sottoscrizione e di vendita di valori mobiliari che consentono di acquisire diritti di voto, ha comportato l'emanazione di norme regolamentari riguardanti specificamente gli aspetti procedurali connessi all'esecuzione di tali offerte (regolamento adottato con delibera n. 6243 del 3 giugno 1992).

Nell'ambito delle citate norme regolamentari si è provveduto altresì a far confluire, per evidenti esigenze di organicità, le sopra richiamate "Disposizioni di carattere generale", al fine di assicurare un quadro unitario di riferimento nella materia delle offerte pubbliche di sottoscrizione e di vendita. Ciò anche in considerazione del fatto che il capo I della legge n. 149/1992 pone, con riguardo alle offerte ivi contemplate, regole specifiche ed ulteriori, e non certo di natura sostitutiva, rispetto a quelle proprie della disciplina generale della sollecitazione del pubblico risparmio contenuta nell'art. 1/18 della citata legge n. 216/1974.

Con il regolamento adottato con la menzionata delibera n. 6430, si è infine ritenuto, a fini di chiarezza e sistematicità della materia, di procedere alla sostituzione integrale del testo del regolamento emanato nel giugno 1992, stante la necessità di emanare disposizioni in attuazione dei decreti legislativi 25

gennaio 1992, n. 83 (che innova la disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare contenuta nella legge n. 23 marzo 1983, n. 77), n. 84 (che introduce le società di investimento a capitale variabile - SICAV) e n. 85 (che integra le disposizioni di cui all'art. 1/18 e seguenti della legge n. 216/1974 in materia, tra l'altro, di aggiornamento dei prospetti informativi pubblicati e di riconoscimento dei prospetti approvati da autorità di altri Stati CEE), nonché del decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 86 (che disciplina l'offerta in Italia di quote/azioni di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari-OICVM non armonizzati).

Il regolamento in questione, corredato di tre schemi di avviso di avvenuta pubblicazione del prospetto e di dodici schemi di prospetto informativo, si articola in tre titoli. Il titolo I concerne talune disposizioni preliminari. Il titolo II, nel quale sono sostanzialmente riprodotte le più volte richiamate "Disposizioni di carattere generale", contempla la disciplina generale del prospetto e dei modi di pubblicazione dell'offerta. Il titolo III racchiude, invece, le ulteriori previsioni applicabili alle sole offerte contemplate nel capo I della citata legge n. 149/1992.

\*\* \*\* \*

Titolo I - Disposizioni preliminari

\* Artt. 1 e 2

I primi due articoli contengono, rispettivamente, l'indicazione delle fonti legislative e delle definizioni utilizzate nel testo.

## Titolo II - Disposizioni di carattere generale

Come accennato, il titolo II del regolamento in discorso raggruppa le norme originariamente costituenti le "Disposizioni di carattere generale" sul prospetto e sui modi in cui l'offerta deve essere resa pubblica. Gli articoli da 1 a 13 riflettono, pertanto, i contenuti delle predette "Disposizioni", con le modifiche ed integrazioni che di seguito, fatta eccezione per quelle di natura meramente formale, si specificano.

### \* Art. 3

L'elencazione delle operazioni prodotta al comma 1 viene riformulata in modo da distinguere le operazioni rilevanti ai fini della legge n. 149/1992 dalle altre operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio. Viene, altresì, ampliata la categoria delle operazioni di cui alla lett. c) del citato comma 1, originariamente limitata all'offerta di quote di fondi comuni ed ora estesa all'offerta dei titoli di ogni organismo di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), ivi compresi quelli emessi da organismi esteri non armonizzati (1).

---

(1) Per la disciplina degli OICVM armonizzati si veda il successivo punto 1.3, pag. 494

Dal suddetto comma sono inoltre espunti i riferimenti alle offerte di cessioni pro-soluto di crediti derivanti da contratti di locazione finanziaria e di certificati rappresentativi dei diritti dell'associato in contratti di associazione in partecipazione (di conseguenza, risultano soppressi i connessi schemi-tipo di prospetto). Considerato, infatti, che tali offerte costituiscono fattispecie di sollecitazione del pubblico risparmio ormai desuete nell'attuale quadro delle formule finanziarie concretamente attivate dagli operatori, non è apparso più opportuno che le stesse permangano nel novero delle operazioni per le quali sono dettate disposizioni di carattere generale in materia di redazione del prospetto informativo e di definizione dei modi in cui l'offerta deve essere resa pubblica. Ove, peraltro, iniziative dei tipi sopra specificati vengano in futuro assunte, la Consob mantiene il potere, secondo quanto specificato al comma 2 della norma in esame, di fissare specifiche modalità di redazione del prospetto e di pubblicazione dell'offerta.

\* Art. 4

E' soppresso il comma 1 dell'articolo, secondo il quale «non sono considerati soggetti che sollecitano il pubblico risparmio quelli incaricati esclusivamente di ricevere le adesioni all'offerta di investimento» (interventi conseguenti a tale soppressione risultano operati all'art. 6 e negli schemi-tipo di



prospetto'. L'avvento della disciplina relativa all'intermediazione mobiliare, in forza della quale i soggetti in questione devono essere comunque autorizzati all'attività di cui all'art. 1, comma 1, lett. b), della legge n. 1/1991, rende, infatti, la previsione in discorso priva di contenuti ed effetti concreti, sotto il profilo dei controlli esercitabili dalla Consob e degli adempimenti cui tali soggetti sono tenuti.

Relativamente al comma successivo (ora comma 1), nell'ambito della lett. a), recante l'elencazione degli investitori professionali, il riferimento alle società di gestione di fondi comuni viene esteso a tutte le categorie di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, ivi compresi gli organismi esteri armonizzati.

L'elencazione dei casi di inapplicabilità della normativa in materia di sollecitazione del pubblico risparmio viene, altresì, integrata da quattro nuove fattispecie:

- le costituzioni di società effettuate secondo le modalità previste dall'art. 2333 c.c. (lett. d);
- le offerte di valori mobiliari rivolte ai dirigenti del soggetto emittente nonché ai dirigenti dei soggetti che lo controllano o ne sono controllati (lett. e);
- le offerte di valori mobiliari rivolte a dipendenti del soggetto emittente nominativamente individuati, purché sia predeterminato il quantitativo da assegnare a ciascuno di essi e lo stesso sia riservato in via esclusiva al singolo dipendente (lett. f);

- le offerte di valori mobiliari emessi da società costituite ai sensi della legge 23 marzo 1981, n. 91 (lett. g).

L'esclusione delle operazioni di cui alla lett. d) del comma 1 dall'ambito di applicazione della normativa sulla sollecitazione del pubblico risparmio trae origine dalla considerazione che la costituzione di società mediante pubblica sottoscrizione, riferibile anche alle banche popolari, è compiutamente disciplinata dal codice civile anche nei profili prettamente informativi (l'art. 2333 individua, infatti, in modo puntuale i dati destinati a confluire nel programma di costituzione). E', inoltre, da considerare che la normativa sulla sollecitazione del pubblico risparmio, ed in particolare l'art. 1/18, comma 2, della legge n. 216/1974, nel nuovo testo introdotto dall'art. 1 del decreto legislativo n. 85/1992, richiede che l'ultimo bilancio approvato del soggetto emittente sia certificato e con ciò sembra far riferimento a soggetti-persone giuridiche già esistenti.

L'esclusione, invece, delle operazioni di cui alla lett. e) del comma 1 trova fondamento nel fatto che i dirigenti del soggetto emittente o di soggetti che lo controllano o ne sono controllati possiedono, in ragione della qualifica rivestita, una particolare capacità di valutazione in ordine agli investimenti loro proposti e non hanno, pertanto, quel "bisogno di protezione" che caratterizza i destinatari di ogni sollecitazione del pubblico risparmio.

L'esclusione delle operazioni di cui alla lett. f) del comma 1, si riconnette poi alla considerazione che, in ragione dell'essere i destinatari di tali offerte tutti nominativamente individuati ed i titoli a ciascuno assegnati predeterminati nella loro entità e non sottoscrivibili da altri soggetti, vengono meno i connotati tipici dell'offerta pubblica.

L'esclusione, infine, delle operazioni di cui alla lett. g) del comma 1 consegue alle peculiarità proprie delle società in discorso (società sportive), la cui disciplina, oltre a fissare uno specifico sistema di controlli, prevede che gli utili siano interamente reinvestiti per lo svolgimento esclusivo dell'attività sportiva e che, in caso di liquidazione, siano attribuiti agli azionisti importi comunque non superiori al valore nominale delle azioni da ciascuno possedute.

La peculiare natura delle suddette società, cui è inibito il perseguimento di fini di lucro, e la circostanza che non vi è alcuna motivazione finanziaria sottesa all'acquisto o alla sottoscrizione di valori mobiliari dalle stesse emessi, bensì l'intenzione di acquisire servizi dalla società emittente, induce a ritenere che, pur in presenza di valori mobiliari, venga a mancare, in simili casi, la possibilità di attribuire all'investimento proposto connotati tipicamente finanziari.

\* Art. 5

Nell'ambito del comma 5 viene soppressa l'indicazione dell'obbligo di informare la Consob di ogni variazione rispetto

ai dati ed alle notizie contenute nel prospetto, intervenuta nel periodo intercorrente tra la pubblicazione dello stesso e la conclusione delle attività di sollecitazione. Ciò in ragione dell'introduzione nell'articolato di una analitica disciplina dell'aggiornamento del prospetto (artt. 10 e 11). E' poi inserito il comma 6, recante la previsione secondo cui l'offerta deve essere effettuata, a pena di decadenza del nulla-osta alla pubblicazione del prospetto informativo, non oltre novanta giorni dalla data di deposito del prospetto medesimo presso l'apposito Archivio della Consob.

\* Art. 8

Relativamente ai documenti da inviare alla Consob unitamente alla comunicazione ed al prospetto informativo, elencati al comma 1, è riformulata, in primo luogo, la dizione di cui alla lett. b), in considerazione della circostanza che il decreto legislativo n. 86/1992 prevede l'autorizzazione del Ministro del tesoro, di concerto con il Ministro del commercio con l'estero, per il collocamento in Italia di quote/azioni di OICVM esteri non armonizzati.

Fra i suddetti documenti si aggiungono poi, alla lett. e), la relazione di certificazione dell'ultimo bilancio approvato dell'emittente (in attuazione della norma di cui all'art. 1/18, comma 2, della legge n. 216/1974), dalla presentazione della quale sono esentate le offerte di quote di OICVM in ragione della

specialità del regime in materia di certificazione inerente tali organismi; alla lett. f), per le sole offerte di vendita di valori mobiliari che consentono di acquisire diritti di voto, l'attestazione che il soggetto offerente ha la titolarità e la piena disponibilità dei valori mobiliari oggetto dell'offerta.

\* Art. 9

Al comma 1, lett. a), viene prevista la decadenza del nulla-osta alla pubblicazione del prospetto ove lo stesso non venga trasmesso alla Consob entro trenta giorni decorrenti dalla data di ricezione da parte dell'interessato della comunicazione del suddetto nulla-osta. Nel medesimo comma 1, alla lett. c), viene, inoltre, inserita la previsione concernente le modalità di pubblicizzazione del prezzo di sottoscrizione o di vendita dei titoli offerti, nel caso in cui gli stessi siano quotati ed il relativo prezzo non risulti indicato nell'avviso di avvenuta pubblicazione del prospetto informativo.

Viene soppressa la previsione, contenuta nel comma 3 del testo previgente, relativa all'aggiornamento del prospetto, in ragione, come già evidenziato, dell'introduzione nell'articolato di una analitica disciplina al riguardo (artt. 10 e 11).

\* Art. 10

L'introduzione dell'articolo nel testo regolamentare si connette all'esigenza di dettare disposizioni di attuazione della previsione di cui all'art. 18, comma 4, della legge n. 216/1974,

nel testo sostituito dall'art. 1 del decreto legislativo n. 85/1992.

La norma di legge stabilisce che la Consob detti disposizioni di carattere generale sulle modalità di diffusione di supplementi al prospetto informativo pubblicato necessari al fine di rendere pubblici nuovi dati ovvero rettifiche di dati contenuti nel prospetto stesso suscettibili di influenzare la valutazione dei valori mobiliari offerti. Al riguardo, si è ritenuto, in via preliminare, che ogni variazione dei dati e delle notizie contenute nel prospetto debba formare oggetto di supplemento, atteso che ognuno degli elementi informativi ivi contemplati è idoneo ad influenzare la valutazione dei valori mobiliari (e del resto, se così non fosse, non vi sarebbe ragione della loro inclusione nel prospetto).

Per ciò che attiene più specificamente alle disposizioni di cui all'art. 10, si sottolinea, in primo luogo, che esse si riferiscono a quelle operazioni, indicate all'art. 3, comma 1, lettere a) e b) (offerte di sottoscrizione o vendita di azioni, titoli rappresentativi di quote di capitale, di enti pubblici esercenti attività bancaria, di obbligazioni, di warrants), del regolamento in esame, che generalmente non rivestono carattere continuativo; la disciplina delle modalità di aggiornamento dei prospetti concernenti le offerte di quote/azioni di OICVM, operazioni tipicamente continuative, è, invece, riportata nel successivo art. 11.

Al comma 1 dell'art. 10 viene ribadito il principio espresso dall'art. 18, comma 4, della legge n. 216, in base al quale le variazioni al prospetto pubblicato devono essere illustrate in un apposito supplemento, del quale vengono precisati i contenuti. Nel definire tali contenuti si è, in particolare, inteso evidenziare l'indissolubilità del supplemento rispetto al prospetto informativo cui lo stesso si riferisce.

Nei commi 2 e 3 viene dettata la disciplina delle modalità di diffusione del supplemento, differenziando l'ipotesi in cui la variazione dipenda dalla volontà dell'emittente o del proponente (comma 2) dal caso in cui detta variazione sia indipendente dal volere dei medesimi soggetti e sia tale da non consentire il tempestivo aggiornamento del prospetto, così come previsto in relazione alla prima ipotesi (comma 3). La disciplina della prima fattispecie considerata risulta sostanzialmente conforme a quella relativa alle modalità di pubblicazione del prospetto informativo (trasmissione preventiva alla Consob del documento, nulla-osta alla diffusione dello stesso e sua allegazione al prospetto a partire dal momento in cui la variazione diventa operante). Per quanto attiene alla seconda ipotesi, la quale concerne variazioni che, per loro natura, non consentono la tempestiva diffusione del supplemento secondo le modalità appena descritte, si è ritenuto opportuno privilegiare l'esigenza di immediata pubblicizzazione delle variazioni, prevedendo che il supplemento, ancorché redatto senza particolare rigore formale, sia inviato alla Consob nelle ventiquattro ore successive al verificarsi della variazione e

contestualmente diffuso presso il pubblico in allegato al prospetto. Rimane, ovviamente, salvo il potere della Consob di richiedere, ove lo ritenga, integrazioni o modifiche al supplemento diffuso.

\* Art. 11

Come già specificato, la norma in commento si riferisce alle modalità di aggiornamento del prospetto relativo alle operazioni continuative poste in essere da OICVM.

Le disposizioni contenute nei primi due commi riflettono quanto già definito nella prassi in merito a prospetti informativi di prolungata validità, quali sono i prospetti dei fondi comuni, caratterizzati da una parte "a struttura fissa" (in cui confluiscono le notizie sull'investimento proposto e sulle modalità di sottoscrizione e rimborso, nonché il regolamento di gestione) e da una parte "a struttura mobile", costituita da allegati recanti contenuti ad alto tasso di variabilità (quali, ad esempio, il foglio notizie recante i dati sui soggetti che partecipano all'operazione e i documenti contabili periodici del fondo). Al comma 1 è sancito il principio generale secondo cui l'intervenuta variazione di dati e notizie riportate nel prospetto pubblicato determina l'obbligo di pubblicazione di un prospetto integralmente aggiornato, fatta eccezione per i casi, indicati ai commi 2 e 3, in cui la variazione attenga a dati riportati negli allegati. La previsione



di cui al comma 1 trova quindi applicazione nei casi in cui la variazione interessi la parte "a struttura fissa" del prospetto. Ove la variazione concerna dati contenuti negli allegati, l'aggiornamento, in luogo di interessare globalmente il prospetto, opera con esclusivo riguardo all'allegato coinvolto dalla variazione intervenuta, con modalità distinte a seconda che la variazione dipenda o meno (comma 2 e 3) dalla volontà dell'emittente o del proponente. Le modalità previste al comma 2 si sostanziano nella trasmissione alla Consob del documento aggiornato, redatto in conformità a quanto previsto negli schemi di prospetto, e nella sostituzione, previo nulla-osta, del precedente allegato con il nuovo allegato aggiornato.

Le disposizioni previste al comma 3, finalizzate a colmare le lacune rilevate nella prassi in ordine alla tempestività dell'aggiornamento, si sostanziano nell'obbligo di predisposizione di un foglio provvisorio di aggiornamento, i cui contenuti e modalità di diffusione ricalcano quanto già previsto, con riguardo al supplemento concernente le operazioni non continuative, ai commi 1 e 3 dell'art. 10, in precedenza commentati. Viene poi previsto che, entro dodici mesi dalla data di validità iniziale del primo foglio provvisorio introdotto nel prospetto, debba procedersi all'aggiornamento di tutti gli allegati a cui si riferiscono i fogli provvisori predisposti nel predetto arco temporale. Con ciò si è inteso limitare il periodo di utilizzo di tali documenti per ricostituire il prospetto informativo nella sua rituale struttura.

Al comma 4, infine, viene specificato che la disciplina contenuta nell'articolo in commento non trova applicazione nei confronti dei documenti periodici contabili allegati al prospetto, il cui aggiornamento ha luogo mediante la loro sostituzione nel prospetto e la trasmissione alla Consob, da effettuare contestualmente alla messa a disposizione del pubblico degli stessi nei termini previsti dalla normativa vigente.

\* Art. 12

Tale articolo è volto a dare attuazione al principio del riconoscimento del prospetto informativo, sancito dall'art. 1/18-sexies della legge n. 216/1974, con riferimento alle offerte indicate all'art. 2, lettere a) e b), del regolamento in discorso. Relativamente al riconoscimento dei prospetti relativi all'offerta di quote/azioni di OICVM esteri armonizzati, operano, invece, le disposizioni di cui all'art. 10-bis, introdotto nella legge n. 77/1983 dall'art. 13 del decreto legislativo n. 83/1992. Le norme attuative demandate in materia alla Consob a norma del comma 11 del citato art. 10-bis, sono confluite in apposito regolamento, approvato con delibera n. 6426 del 12 agosto 1992 (1).

Preliminarmente, si sottolinea che il riconoscimento ex art. 1/18-sexies opera relativamente ai prospetti approvati dall'autorità competente di un altro Stato CEE ovvero di uno

---

(1) V. successivo punto 1.3, pag. 494

Stato che abbia concluso un accordo al riguardo con la CEE a condizione che l'offerta in Italia avvenga, rispetto all'offerta nell'altro Stato, simultaneamente ovvero a una data ravvicinata e che il prospetto informativo sia tradotto in lingua italiana.

In relazione alle previsioni legislative, l'art. 12, individua, al comma 1, i documenti da trasmettere alla Consob per il riconoscimento del prospetto estero. Nell'ambito di tali documenti, assume particolare rilievo il documento integrativo che il soggetto interessato deve pubblicare unitamente al prospetto riconosciuto ai fini dell'effettuazione dell'offerta in Italia. Il suddetto documento trae origine dal potere conferito dalla legge alla Consob di esigere che il prospetto riconosciuto sia integrato da notizie concernenti il mercato italiano. Per ciò che riguarda il contenuto del documento, si è operata la scelta di individuare gli argomenti da evidenziare, senza procedere ad una indicazione dettagliata delle specifiche informazioni relative a ciascuno dei suddetti argomenti, in considerazione delle molteplici tipologie di prospetto riscontrabili negli altri ordinamenti nonché delle peculiarità proprie di ciascuna singola operazione.

Relativamente alle modalità di pubblicazione dell'offerta, i successivi commi dell'art. 12 dettano, con riguardo al prospetto riconosciuto ed al documento informativo che lo integra, una disciplina analoga a quella prevista all'art. 9 del regolamento per i prospetti italiani.

**Titolo III - Disposizioni concernenti le offerte pubbliche di vendita e di sottoscrizione dei valori mobiliari indicati all'art. 1 della legge n. 149**

Il titolo III ricomprende, come detto, norme destinate a disciplinare le sole offerte contemplate nel capo I della legge n. 149/1992.

\* Art. 14

L'articolo detta le disposizioni di attuazione delle previsioni contenute nell'art. 7, comma 1, della legge n. 149/1992, che, nello statuire il divieto per i soggetti emittenti ed i soggetti da quest'ultimo controllati di compiere, in pendenza dell'offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione, atti comunque idonei a modificare la consistenza del proprio capitale e del proprio patrimonio, attribuisce alla Consob il potere di autorizzare il compimento dei predetti atti, al fine di garantire la tutela del patrimonio sociale, sulla base dei criteri stabiliti dalla Consob stessa.

Ai fini della previsione di tali criteri, si è proceduto, in primo luogo, all'individuazione degli atti idonei a modificare la consistenza del patrimonio sociale, intendendosi per tali tutti quelli che determinano o possono determinare effetti significativi sulle attività o sulle passività sociali, inclusi i cosiddetti atti permutativi. Stante il tenore tassativo della norma, si è ritenuto di non stabilire in via regolamentare i parametri di significatività degli atti da sottoporre alla

Commissione per la relativa autorizzazione, lasciando invece agli interessati la valutazione e quindi l'onere di assumere l'iniziativa della richiesta di autorizzazione, da motivarsi opportunamente. Si è, infine, ritenuto di stabilire le informazioni che, in linea generale e fatte salve le ulteriori richieste che si rendessero necessarie nei casi specifici, i soggetti interessati devono fornire con la domanda di autorizzazione, per consentire alla Consob di disporre di elementi utili allo svolgimento dell'istruttoria concernente il rilascio della predetta autorizzazione.

\* Art. 15

In attuazione delle previsioni di cui all'art. 4, comma 5, della legge n. 149/1992, viene stabilito al comma 1 che, nel caso di offerte finalizzate all'ammissione dei titoli alla quotazione in borsa, almeno il settantacinque per cento del relativo ammontare, ovvero una percentuale inferiore stabilita dalla Consob in relazione al controvalore dell'offerta, debba essere destinato indistintamente al pubblico.

Al comma 2 viene invece previsto che, ove l'offerta sia finalizzata all'ammissione alla quotazione in borsa di titoli emessi da società aventi titoli azionari già quotati ovvero da società od enti con titoli ammessi di diritto alla quotazione, la Consob possa fissare percentuali inferiori a quella prevista al comma 1. Infatti, con riguardo alle società

aventi azioni già quotate è stato già realizzato l'intento perseguito dal legislatore di rendere il capitale della società emittente aperto ad un pubblico indistinto, sia pure con riferimento ai titoli iscritti nel listino: pertanto, nell'ipotesi di offerta di ulteriori categorie di titoli emessi dalle medesime società, tale intento può essere soddisfatto con la fissazione di limiti inferiori.

La suddetta disposizione trova applicazione anche nei confronti di società od enti con titoli ammessi di diritto alla quotazione, trattandosi di soggetti che, effettuando emissioni di titoli in via pressoché continuativa, possono ritenersi già aperti al pubblico indistinto, ancorché non dispongano di titoli azionari quotati.

\* Art. 16

In attuazione del disposto di cui all'art. 4, comma 4, della legge n. 149/1992, si è prevista l'adozione di un criterio che, temporalmente anteposto a quello di assegnazione proporzionale previsto dalla legge, assicuri il soddisfacimento di tutti i sottoscrittori mediante l'attribuzione a ciascuno di un quantitativo di titoli pari al lotto minimo previsto dal prospetto informativo. Solo nel caso in cui i titoli globalmente offerti non siano sufficienti a soddisfare tutti i richiedenti, si è previsto il ricorso, ferma restando l'assegnazione a ciascuno del lotto minimo, al criterio di riparto cronologico. Tale impostazione soddisfa l'obiettivo, il cui perseguimento è

affidato alla Consob dalla stessa legge, di assicurare la massima diffusione dei titoli fra gli investitori. Con riferimento al criterio di riparto proporzionale, che trova attuazione una volta soddisfatti nella misura minima tutti gli investitori, si è specificato che si è tenuti comunque ad assicurare l'attribuzione di quantitativi pari al lotto minimo o a suoi multipli. Si è, infine, previsto che la Consob possa stabilire criteri aggiuntivi di riparto diversi dal criterio cronologico, anche tenendo conto di specifiche esigenze del mercato.

\* Art. 17

In relazione alla previsione di cui all'art. 6, comma 1, della legge n. 149/1992, la norma contempla l'obbligo di invio preventivo alla Consob dei testi di avvisi e comunicati che si intendono divulgare nel periodo di offerta nonché la facoltà per la Consob medesima di esprimersi sui contenuti, sulle modalità e sui termini di divulgazione di detti avvisi e comunicati.

\* Art. 18

In relazione alle previsioni di cui all'art. 4, commi 1 e 2, della legge n. 149/1992, sono dettate disposizioni con riguardo alle modalità di comunicazione alla Consob ed al pubblico da osservarsi in caso di ritiro ovvero di prolungamento dell'offerta. In entrambi i casi considerati, viene richiesto di pubblicare apposito avviso almeno sul medesimo quotidiano sul quale era precedentemente comparso l'avviso di avvenuto deposito

del prospetto informativo. Viene, inoltre, previsto che, ove i titoli oggetto di offerta siano quotati in borsa o negoziati al mercato ristretto, l'avviso debba essere inviato ai comitati direttivi degli agenti di cambio e alle commissioni per il listino ovvero ai comitati dei mercati ristretti, affinché ne diano diffusione mediante affissione nell'albo di borsa.

\* Art. 19

In attuazione della previsione di cui all'art. 6, comma 3, della legge n. 149/1992, sono dettate disposizioni in ordine alle modalità di comunicazione alla Consob ed al pubblico dei risultati dell'offerta. Viene inoltre specificata la tipologia dei dati afferenti i risultati dell'offerta da comunicare alla Consob e rendere pubblici. Le modalità di diffusione dei predetti dati coincidono con quelle previste nell'art. 18.

Schemi di avviso di avvenuta pubblicazione del prospetto

I primi due schemi di avviso al pubblico di avvenuto deposito del prospetto informativo riflettono gli schemi originariamente compresi nelle "Disposizioni di carattere generale" sul prospetto informativo e sui modi in cui l'offerta deve essere resa pubblica, con le modifiche ed integrazioni di seguito riportate.

Il primo avviso, concernente le operazioni di cui all'art. 3, comma 1, lett. a) e b), del regolamento in discorso, viene integrato per le offerte soggette alla disciplina di cui al capo



I della legge n. 149/1992 con le seguenti indicazioni:

- eventuale riserva del proponente di ritirare l'offerta;
- divieto di sottoscrivere presso più di un membro del consorzio di collocamento.

Viene inoltre prevista, per le offerte aventi ad oggetto titoli quotati, l'indicazione delle modalità di pubblicizzazione del prezzo di sottoscrizione o di vendita, qualora detto prezzo non risulti al momento ancora determinato.

Infine, in relazione, alle operazioni per le quali viene previsto il riconoscimento del prospetto approvato all'estero ed in conseguenza della disciplina contenuta al riguardo nell'art. 12, viene introdotto uno specifico schema di avviso nel quale sono contenuti riferimenti non solo al prospetto estero, ma anche al connesso documento integrativo.

Schemi di prospetto informativo

Gli schemi di prospetto informativo riflettono, in larga misura, i contenuti propri degli schemi originariamente ricompresi nelle "Disposizioni di carattere generale" sul prospetto informativo e sui modi in cui l'offerta deve essere resa pubblica.

Gli schemi 1, 2, 5, 6, 7, 8, 9 e 10 contengono talune limitate variazioni conseguenti alla disciplina introdotta dal capo I della legge n. 149/1992.

Con riguardo agli schemi da 1 ad 10, viene richiesto di integrare le indicazioni concernenti il ricavato dell'emissione

dei titoli oggetto dell'offerta e la relativa destinazione, con le ulteriori informazioni già previste per il documento informativo relativo agli aumenti di capitale delle società quotate in borsa (allegato al regolamento approvato con delibera n. 5553 del 14 novembre 1991). I predetti schemi sono inoltre interessati, nella parte relativa alla certificazione, dalla previsione, contenuta nel comma 2 dell'art. 1/18 della legge n. 216/1974, nel testo sostituito dall'art. 1 del decreto legislativo n. 85/1992, secondo cui l'ultimo bilancio approvato del soggetto emittente deve essere certificato da una società di revisione iscritta nell'albo speciale.

Le principali innovazioni apportate dal regolamento in discorso conseguono, invece, alla revisione operata con riguardo allo schema di prospetto relativo alle offerte di quote di fondi comuni di investimento mobiliare (schema 11) ed alla introduzione di un nuovo schema di prospetto per le offerte di azioni di SICAV (schema 12).

Ancorché la innovata disciplina di legge in materia di fondi comuni non incida sulla struttura del connesso schema di prospetto, ma piuttosto sui concreti contenuti del prospetto stesso, si è ritenuto opportuno procedere, in relazione alle mutate esigenze del mercato e tenuto conto di criteri di semplificazione, ad una ampia revisione dello schema precedentemente adottato.

Il nuovo schema si connota per la previsione di puntuali

rinvii al regolamento di gestione del fondo, riportati in appendice al prospetto, per ogni argomento che trovi in tale atto compiuta e analitica disciplina.

La tecnica del rinvio, peraltro già utilizzata - sia pure in via parziale - con riguardo allo schema di prospetto precedentemente vigente, rende il prospetto, attraverso l'eliminazione di ogni inutile forma di ridondanza e la logica successione degli argomenti trattati, uno strumento snello di guida ragionata alla lettura del regolamento di gestione.

Nel prospetto trovano invece specifica e analitica descrizione tutti quegli aspetti, soggettivi ed oggettivi, dell'operazione di offerta che non sono oggetto di trattazione nell'ambito regolamentare (ad esempio, i dati societari e la disciplina di legge attinente al regime fiscale ed ai limiti di investimento).

Fra le modifiche apportate allo schema di prospetto, si segnala l'eliminazione, dall'ambito degli allegati, della scheda per l'ottenimento di copia dell'ultimo bilancio della società di gestione (in considerazione della scarsa significatività che tale documento può rivestire per il sottoscrittore, rilevando piuttosto per quest'ultimo la disponibilità dei più recenti documenti contabili del fondo).

Al punto A.2 dell'allegato Foglio Notizie A si è poi eliminata una serie di dati afferenti il soggetto collocatore (quali, ad esempio, la sede, gli estremi di autorizzazione), in quanto già riportati nell'ambito del documento informativo che,

ai sensi della normativa sull'intermediazione finanziaria, ciascun collocatore deve predisporre e consegnare al pubblico. Sono pertanto mantenuti nel prospetto solamente l'elencazione dei soggetti collocatori ed il rinvio per le notizie su tali soggetti ai rispettivi documenti informativi. La suddetta riduzione dei dati afferenti i soggetti collocatori trova, per evidenti esigenze di omogeneità, applicazione con riguardo a tutti gli schemi di prospetto allegati al regolamento in commento.

Relativamente allo schema di prospetto concernente l'offerta di quote di fondi comuni, si segnala infine che la delibera di approvazione del regolamento determina, al punto III, l'abrogazione della comunicazione n. 88/20309 dell'8 giugno 1988 con la quale veniva richiesta la predisposizione di distinti prospetti informativi nel caso di offerta di quote di uno stesso fondo comune, acquistabili mediante distinte modalità di pagamento con riferimento ad una sola delle quali sia previsto l'abbinamento di un prodotto finanziario/assicurativo. Tale disposizione è valida anche nel caso in cui, pur riferendosi l'abbinamento a tutte le modalità di pagamento previste, i prodotti abbinati a ciascuna siano tra loro differenti.

L'indirizzo espresso con la citata comunicazione traeva origine essenzialmente da valutazioni di ordine prudenziale in relazione al carattere di novità che le fattispecie di abbinamento presentavano per il mercato. In considerazione

dell'evoluzione del mercato, è apparso opportuno modificare l'indirizzo in questione, consentendo la pubblicazione, per ciascun fondo, di un unico prospetto informativo, anche nella ipotesi in cui siano previste forme di abbinamento dei tipi appena evidenziati. Ovviamente, nella parte del prospetto relativa alla descrizione dei prodotti/servizi abbinati, dovranno essere chiaramente separate, in distinti sottoparagrafi, le connesse differenti previsioni. Per le motivazioni accennate, è apparso altresì opportuno abbandonare la prassi precedente di richiedere la predisposizione di distinti prospetti laddove si sia in presenza per il medesimo fondo di più soggetti proponenti e quindi di differenti modalità di offerta. Viene invece mantenuta la prassi di richiedere la pubblicazione di uno specifico prospetto, distinto da quelli relativi a ciascun fondo, nel caso di offerta in via congiunta di quote riferite ad una pluralità di fondi.

Lo schema 12, relativo alle operazioni di offerta di azioni di SICAV, mutua dallo schema 11 gli elementi strutturali e di contenuto, con le integrazioni necessarie in considerazione di taluni peculiari aspetti propri della disciplina delle SICAV (quali, ad esempio, l'acquisizione di partecipazioni nella società ed i connessi obblighi di comunicazione a carico del socio, l'esercizio del diritto di voto, la delega da parte della SICAV di funzioni gestorie a società di gestione di fondi comuni).

1.2 Prescrizioni di carattere generale relative alle offerte pubbliche di acquisto, di scambio e di acquisto e scambio

Le disposizioni contenute nel Capo II della legge n. 149 del 1992 disciplinano le offerte pubbliche aventi ad oggetto l'acquisto e lo scambio di valori mobiliari quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto che comunque consentono di acquisire diritti di voto.

Per ciò che attiene alla nozione di offerta pubblica, l'art. 9 della legge sopra richiamata fa esplicito riferimento alla normativa afferente la sollecitazione del pubblico risparmio di cui agli artt. 1/18 e seguenti della legge 7 giugno 1974, n. 216. Quest'ultima costituisce, pertanto, la disciplina generale di riferimento rispetto alla quale le disposizioni contenute nella legge in commento si pongono in un rapporto di *species a genus*.

Non risultano pertanto applicabili nei confronti delle offerte pubbliche aventi ad oggetto l'acquisto e lo scambio di valori mobiliari trattati nei suddetti mercati regolamentati, ma non idonei a consentire l'acquisizione di diritti di voto, le disposizioni legislative contemplate dalla legge 149/92. Tuttavia, per l'attuazione di tali offerte, si dovrà fare riferimento alle prescrizioni in esame, ove compatibili, in quanto concernenti unicamente le modalità procedurali di svolgimento dell'offerta stessa.

Tali prescrizioni sono state adottate, in primo luogo, in forza della delega attribuita alla Consob dall'art. 15, comma 1,

della legge 149/92, sostitutiva, limitatamente alle offerte contemplate dall'art. 9 della legge, della delega, di cui all'art. 1/18, comma 2, della legge 216/74, relativa all'emanazione delle Disposizioni di carattere generale circa i criteri di redazione del prospetto informativo e le modalità di pubblicizzazione dell'offerta e, in conformità alla delega legislativa, disciplinano:

- le informazioni da diffondere al momento della pubblicazione dell'offerta e le modalità di pubblicazione della stessa (art. 15, comma 1, lett. a);
- le garanzie di adempimento dell'obbligo di corrispondere il corrispettivo offerto (art. 15, comma 1, lett. a);
- le procedure e le modalità da seguire per divulgare avvisi e comunicati in pendenza dell'offerta (art. 15, comma 1, lett. b);
- i requisiti e le modalità da osservare per le modificazioni dell'offerta (art. 15, comma 1, lett. d);
- le modalità di pubblicazione dei risultati dell'offerta (art. 15, comma 1, lett. c).

Con il medesimo provvedimento sono state, poi dettate disposizioni particolari relative a specifici adempimenti da assolvere, da parte del soggetto tenuto a promuovere l'offerta ai sensi dell'art. 10, comma 9, della legge (OPA c.d. residuale), prima dell'inizio dell'attività istruttoria volta all'effettuazione dell'offerta medesima. La previsione di tali adempimenti in capo al soggetto obbligato costituisce il

presupposto per l'esercizio da parte della Consob del compito, ad essa attribuito dallo stesso art. 10, comma 9, di determinare le condizioni anche di prezzo alle quali tale offerta dovrà essere promossa. Le prescrizioni adottate constano di venti articoli e sono corredate di tre schemi di documento d'offerta e di uno schema di scheda di adesione.

\* \* \* \* \*

\* Art. 1

Per le ragioni esposte in premessa, l'articolo indica, fra le fonti legislative del testo normativo adottato, accanto all'art. 15, comma 1, della legge n. 149/1992, anche l'art. 10, comma 9, della medesima legge.

\* Art. 2

Tra le definizioni contenute nell'articolo, si segnalano quelle relative alla comunicazione ed al documento d'offerta, in quanto tali documenti, espressamente richiamati dalla legge n. 149/92, sostituiscono a tutti gli effetti la comunicazione ed il prospetto informativo indicati dal citato art. 1/18, primo e secondo comma, della legge 216/74.

\* Art. 3

Le prescrizioni in parola sono applicabili a tutte le offerte disciplinate dal capo II della legge n. 149/92: offerte pubbliche



di acquisto, di scambio e di acquisto e scambio aventi ad oggetto titoli quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto che comunque consentano di acquisire diritti di voto. Le prescrizioni si applicano a tutte le suddette offerte, siano esse volontarie o obbligatorie ai sensi dell'art. 10 della stessa legge.

\* Art. 4

Gli adempimenti preliminari all'inizio dell'istruttoria, previsti con riferimento alle offerte di cui all'art. 10, comma 9 della legge, hanno, come già accennato, la funzione di mettere a disposizione della Consob gli elementi relativi alla situazione economico-patrimoniale dell'emittente utili alla determinazione, da parte della Commissione del corrispettivo unitario dei titoli oggetto dell'offerta. L'idoneità e la congruità degli elementi forniti dovranno essere attestate dalla società di revisione incaricata della certificazione del bilancio dell'emittente.

\* Art. 5

L'articolo precisa che la comunicazione deve contenere tutti gli elementi prescritti dall'art. 14 della legge, fatta salva la durata dell'offerta che, ai sensi dell'art. 20, comma 2, della legge, è concordata con la Consob in relazione al calendario di borsa.

Il comma 4 del medesimo articolo 5 impone che con la comunicazione deve essere reso noto se l'operazione è stata

contestualmente comunicata all'autorità garante della concorrenza e del mercato, in osservanza di quanto previsto dall'art. 16, comma 5, della legge 10 ottobre 1990, n. 287. Si evidenzia che tale comunicazione, nonché l'eventuale successivo avvio di un'istruttoria da parte dell'autorità garante, non comportano, per espressa previsione di legge (art. 17, comma 2, legge 287/1990), impedimenti all'effettuazione dell'offerta pubblica di acquisto; diversi sono gli effetti delle autorizzazioni all'acquisizione di partecipazioni rilevanti in determinate società, come quella relativa ad aziende ed istituti di credito di cui all'art. 27, comma 1, della medesima legge n. 287/1990 o quella relativa ad imprese di assicurazione di cui all'art. 10, comma 1, della legge 9 gennaio 1991, n. 20, atteso che, in tali ipotesi, il rilascio dell'autorizzazione costituisce presupposto necessario per l'acquisto delle suddette partecipazioni anche tramite offerta pubblica.

\* Art. 6

Fra i documenti da inviare contestualmente alla comunicazione di cui all'art. 14 della legge non è indicato il documento d'offerta, diversamente da quanto previsto dalle Disposizioni di carattere generale adottate ai sensi dell'art. 1/18 della legge 216/74, le quali richiedono, per le offerte pubbliche di vendita e sottoscrizione di valori mobiliari, il contestuale invio alla Consob di comunicazione e prospetto informativo.

La soluzione adottata è apparsa la più coerente con l'esigenza di assicurare la massima rapidità dell'istruttoria finalizzata alla pubblicazione dell'offerta, che è posta sia dalla natura delle offerte pubbliche in discorso sia da alcune disposizioni del capo II della legge. Rimane ovviamente fermo il potere della Consob di richiedere in corso d'istruttoria qualunque atto o documento, il cui esame sia ritenuto utile all'esercizio delle proprie competenze.

\* Art. 7

L'articolo, in attuazione dell'art. 15, comma 1, lett. a), della legge, procede alla determinazione delle garanzie, con riferimento alle quali la Consob può, in casi particolari, richiedere ulteriori integrazioni o procedere a specifiche determinazioni. Le garanzie prescelte in via generale - deposito vincolato di somme di denaro o linea di credito vincolata per le offerte d'acquisto, deposito vincolato dei titoli per le offerte di scambio - tendono all'obiettivo di assicurare l'effettiva disponibilità da parte del soggetto offerente di mezzi finanziari idonei all'adempimento delle obbligazioni assunte e l'immediato assolvimento dell'obbligo di pagamento, tramite l'intervento di aziende ed istituti di credito a cui viene conferito apposito mandato irrevocabile.

\* Art. 8

L'articolo contiene, al primo comma, una norma di carattere

generale sull'obiettivo che le informazioni contenute nel documento d'offerta devono essere idonee a perseguire: la fondata valutazione dell'offerta. A tal fine, il documento deve contenere almeno le informazioni previste dallo schema allegato alle prescrizioni stesse e può essere modificato o integrato sulla base delle determinazioni che la Consob intenda assumere, di volta in volta, ai sensi dell'art. 15, comma 2, della legge n. 149/92, a seguito dell'esame della comunicazione e della documentazione ad essa allegata, nonché a seguito delle indicazioni eventualmente fornite dall'offerente. Gli schemi allegati al testo in commento, relativi rispettivamente all'offerta pubblica di acquisto, all'offerta pubblica di scambio ed all'offerta pubblica di acquisto e scambio, sono stati predisposti in modo tale da ricomprendere e, ove del caso, dettagliare le informazioni previste nella comunicazione di cui all'art. 14 della legge, integrate con ulteriori dati e notizie sulle società coinvolte dall'offerta, in qualità di offerenti o emittenti, e sui titoli eventualmente offerti in scambio.

E' altresì prevista la possibilità per la Consob di esentare i soggetti offerenti dall'includere nel documento informazioni che, in relazione a singole offerte, non appaiano necessarie ad assicurare una fondata valutazione. Analogamente a quanto previsto in materia di prospetti informativi dalle citate Disposizioni di carattere generale, il documento deve contenere un'apposita dichiarazione di responsabilità da parte dei soggetti

tenuti alla sua predisposizione.

\* Art. 9

Le disposizioni contenute nell'articolo individuano nella data di ricevimento da parte della Consob della comunicazione, redatta in conformità a quanto richiesto dall'articolo 5 delle prescrizioni in esame, e dei documenti che ad essa devono essere allegati ai sensi dell'articolo 6 delle medesime, l'avvio dell'istruttoria finalizzata alla pubblicazione dell'offerta. Le norme relative allo svolgimento dell'istruttoria sono volte a contemperare l'esigenza di una rapida definizione della medesima con la necessità di assicurare un'adeguata informazione del mercato ed un corretto svolgimento dell'offerta.

\* Art. 10

Le norme sulla pubblicazione dell'offerta contenute in tale articolo mantengono ferma la scelta, adottata in occasione delle offerte pubbliche d'acquisto effettuate precedentemente all'emanazione della legge n. 149/92, della pubblicazione integrale su almeno un quotidiano a diffusione nazionale del documento d'offerta come strumento principale per la necessaria informazione del mercato. Non sono previste formalità da rispettare nel periodo intercorrente tra il rilascio del nulla osta da parte della Consob alla pubblicazione dell'offerta e la pubblicazione medesima, essendo infatti consentito all'offerente di pubblicare il documento subito dopo la pronuncia della

Commissione (o subito dopo il decorso del termine di silenzio-assenso previsto dalla legge). Solo contestualmente alla sua pubblicazione sul quotidiano, il documento dovrà essere inviato alla Consob, oltre che alla società emittente ed a tutti gli organi locali delle borse valori e dei mercati ristretti.

Anche in tal caso, la soluzione adottata è apparsa come la più aderente all'esigenza di celerità posta dalla lettera dell'art. 15, comma 2, della legge n. 149/92, laddove, utilizzando espressione diversa da quella dell'art. 1/18, comma 2, legge n. 216/74, precisa che "intervenuta la pronuncia della Consob o decorso il termine senza che la Consob si sia pronunciata, l'offerta può essere resa pubblica".

Particolare importanza riveste la data di pubblicazione dell'offerta, che la norma in esame fa coincidere con la data di pubblicazione del documento d'offerta. A partire da tale data saranno efficaci tutte le regole di comportamento, gli obblighi nei confronti dell'organo di controllo ed i poteri della Consob che alcune norme di legge fanno appunto decorrere dalla pubblicazione dell'offerta, dalla pubblicazione del documento d'offerta o dalla pubblicazione del prospetto informativo (si vedano gli artt. 15, comma 3, 16, comma 2, 21, comma 1, 24, 25, comma 2, 27 della legge).

L'articolo in commento prevede, inoltre, un intervallo temporale, pari almeno a 5 giorni di borsa o di mercato ristretto aperti, fra la pubblicazione e l'inizio dell'offerta. La

previsi<sup>o</sup>ne del lasso temporale in concomitanza con la disponibilità dell'emittente e la rapidità amministrativa della Commissione, rende possibile la diffusione del comunicato della società emittente di cui all'art. 27, comma 3, della legge, in un momento antecedente all'effettivo inizio dell'offerta: detto comunicato, seppure facoltativo, riveste una particolare importanza informativa soprattutto nell'ipotesi di offerte "ostili".

Rimane ovviamente ferma la possibilità per la Commissione, ribadita dall'ultimo comma dell'articolo, di fissare, ai sensi dell'art. 15, comma 2, della legge, modalità e termini di pubblicazione dell'offerta diversi da quelli prescritti in via generale, tenendo conto, ad esempio, delle diverse fattispecie di offerta disciplinate dalla legge.

\* Art. 11

L'accettazione dell'offerta deve avvenire tramite la sottoscrizione di una scheda di adesione, redatta in conformità allo schema allegato alle prescrizioni, secondo il quale, fra l'altro, gli aderenti devono attestare di aver preso visione del documento d'offerta; inoltre, nel medesimo è contenuta una dettagliata descrizione delle modalità di deposito dei titoli presentati dagli aderenti stessi.

Gli intermediari incaricati di ricevere le accettazioni, autorizzati all'esercizio delle attività di negoziazione o di raccolta d'ordini di cui all'art. 1 della legge 2 gennaio 1991 n.

1, dovranno tenere a disposizione del pubblico il documento d'offerta e la scheda di adesione, con l'obbligo di consegnarne copia a chiunque ne faccia richiesta. In considerazione della particolare modalità di pubblicazione prevista per il documento d'offerta (tra l'altro, pubblicazione del testo integrale su almeno un quotidiano a diffusione nazionale), non è previsto l'obbligo di consegna del documento medesimo, contemplato invece dalle sopra menzionate Disposizioni di carattere generale emanate ai sensi dell'art. 1/18 della legge n. 216/74. Si ritiene, d'altra parte, che gli intermediari incaricati di ricevere le accettazioni debbano fra l'altro verificare, agendo nei confronti del cliente con la correttezza e la trasparenza ad essi imposte dalla legge n. 1/1991 e dai regolamenti attuativi, che il soggetto accettante l'offerta sia adeguatamente informato in ordine agli elementi essenziali della medesima.

\* Art. 12

Si è in primo luogo precisato, a chiarimento del testo legislativo, che il comunicato della società emittente previsto dall'art. 27, comma 3, della legge n. 149/92, costituisce l'unico strumento attraverso il quale la società emittente può pubblicare "ogni dato utile per la valutazione dell'offerta, nonché la propria valutazione al riguardo". Una diversa lettura del disposto normativo avrebbe, infatti, vanificato la previsione legislativa della preventiva approvazione da parte della Consob



del testo del comunicato.

E' altresì previsto un lasso temporale di tre giorni di borsa o mercato ristretto aperti a disposizione della Consob per la valutazione, ai sensi di legge, della sufficienza delle informazioni fornite, a seguito della quale la Commissione può approvare il testo del comunicato o chiedere chiarimenti, modifiche o integrazioni.

La riduzione al minimo da parte della Consob dei termini a propria disposizione per le valutazioni di competenza, operata in tal caso ed anche nei successivi articoli in materia di informazioni da rendere pubbliche in pendenza dell'offerta, appare conforme all'esigenza di assicurare tempestività nella diffusione delle informazioni utili alla valutazione dell'offerta medesima.

Si prevede inoltre che il comunicato informi il pubblico sulle diverse posizioni in merito all'offerta emerse nell'ambito dell'organo della società emittente che ha espresso la valutazione sull'offerta.

\* Artt. 13 e 14

Tali articoli sono attuativi della delega prevista dall'art. 15, comma 1, lett. b), della legge n. 149/92, in materia di "procedure e modalità da seguire per divulgare, in pendenza dell'offerta, avvisi e comunicati diversi dal documento d'offerta". L'art. 13 impone al soggetto offerente, fatto salvo il particolare regime sancito dal successivo art. 15, l'obbligo

di comunicazione alla Consob di ogni variazione al contenuto informativo del documento d'offerta che si verifichi successivamente alla pubblicazione dell'offerta e fino alla scadenza della stessa, demandando alla Commissione la determinazione caso per caso della rilevanza delle informazioni e degli strumenti più opportuni per la loro divulgazione, da effettuarsi nei due giorni non festivi successivi alla data di ricevimento delle informazioni. Tale previsione si applica anche nell'ipotesi in cui i dati e le notizie che modificano il documento d'offerta siano rilevanti ai fini del Regolamento di attuazione della legge 17 maggio 1991, n. 157 (disciplina in materia di *insider trading*), con ciò introducendo quindi un diverso regime di diffusione per i suddetti elementi informativi.

L'articolo 14 fa invece riferimento alle informazioni non obbligatorie relative all'offerta che chiunque intenda pubblicare in pendenza della medesima. In proposito, considerata la varietà e la non prevedibilità delle situazioni concrete, si è ritenuto preferibile prescrivere la preventiva comunicazione alla Consob del testo degli avvisi o comunicati, lasciando alla Commissione, in relazione alle diverse fattispecie, la determinazione dei termini di divulgazione e delle modalità di pubblicazione idonee ad assicurare la protezione degli interessi rilevanti. Tale regime è da ritenersi prevalente, in pendenza di un'offerta, su ogni altra disposizione regolamentare che riguardi la divulgazione di tal genere di avvisi o comunicati. La

disposizione dell'articolo in esame è stata introdotta con particolare riguardo alle ipotesi in cui si sia in presenza di offerte, ad esempio non concordate con gli azionisti di riferimento della società emittente i titoli oggetto dell'offerta, che possano comportare l'intervento, in contrasto o a sostegno dell'offerente, di diversi soggetti interessati,

\* Artt. 15 e 16

Tali articoli sono attuativi della delega di cui alla lettera d) dell'art. 15, comma 1, della legge, concernente "i requisiti e le modalità da osservare per le modificazioni dell'offerta".

In proposito, l'articolo 15 ha reso applicabili, in quanto compatibili, le disposizioni dettate in tema di comunicazione dell'offerta e di documentazione da allegare alla medesima; inoltre, ai sensi dell'ultimo comma del medesimo articolo, la Consob, nel termine di tre giorni non festivi, procede alle valutazioni di competenza, tenuto conto dell'importanza che riveste l'immediata informazione dei destinatari sulla modifica dell'offerta.

Come modalità di pubblicazione delle modifiche è stata individuata (art. 16), in via generale, quella dell'avviso da pubblicare almeno sul medesimo quotidiano a diffusione nazionale su cui è stato pubblicato il documento d'offerta; è stato inoltre previsto che anche l'eventuale modificazione dell'ammontare dei titoli oggetto dell'offerta debba essere pubblicata nel termine previsto dall'art. 22, comma 4, della legge.

\* Art. 17

La norma, in materia di offerte concorrenti, previste dall'articolo 23 della legge, dispone che a queste ultime si applichino tutte le disposizioni dettate a proposito dell'offerta originaria.

Si evidenzia che nel caso in cui l'offerta concorrente sia comunicata alla Consob dopo il quindicesimo giorno antecedente il termine massimo di pubblicazione di cui all'art. 23, comma 2, della legge (il sesto giorno di borsa o mercato ristretto aperto antecedente la scadenza dell'offerta originaria), la pubblicazione della medesima potrà effettuarsi solo ove il nulla-osta della Consob intervenga in tempo utile.

\* Artt. 18 e 19

Tali articoli contengono prescrizioni attuative dell'art. 15, comma 1, lett. c), della legge, relative alle modalità di pubblicazione dei risultati dell'offerta.

L'articolo 18 detta le disposizioni circa la comunicazione da parte degli intermediari e la successiva pubblicazione da parte degli organi locali di mercato dei risultati giornalieri dell'offerta, prescritte dall'art. 28, comma 4, della legge. La modalità di pubblicazione prescelta (affissione nei locali di borsa di appositi avvisi) è identica a quella indicata nella delibera Consob n. 5827 del 17.12.1991, in materia di insider trading. La disposizione dell'ultimo comma prevede la comunicazione alla Consob, da parte del soggetto incaricato di

coordinare la raccolta delle accettazioni, dei risultati settimanali dell'offerta, consentendo alla Commissione di disporre dei dati sull'andamento complessivo delle accettazioni, anche al fine di compiere le necessarie valutazioni sulle informazioni che si intendono o devono essere pubblicate in pendenza dell'offerta stessa.

L'articolo 19 regola invece la pubblicazione dei risultati finali dell'offerta, assicurando la piena informazione del mercato sul raggiungimento dei risultati dell'offerta nonché sulle modalità di pagamento del corrispettivo e sull'eventuale restituzione dei titoli depositati.

\* Art. 20

Conformemente all'orientamento assunto dalla Commissione con le citate Disposizioni di carattere generale, emanate ai sensi dell'art. 1/18 della legge 216/74, l'ambito temporale di applicazione dei poteri attribuiti alla Consob dall'art. 1/3, lett. b e c) e degli obblighi previsti dall'art. 1/4 della legge da ultimo menzionata, richiamati dal primo comma dell'art. 1/18 quater della medesima legge n. 216, è stato limitato, anche con riferimento alle offerte di che trattasi, al periodo intercorrente tra la data della comunicazione e quella in cui hanno termine le attività connesse all'offerta.

1.3 Regolamento recante disposizioni concernenti la commercializzazione in Italia di quote od azioni degli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari di cui all'art. 10-bis della legge 23 marzo 1983, n. 77

Il regolamento adottato con delibera n. 6426 del 12 agosto 1992, attuativo delle previsioni contenute nell'art. 10-bis, comma 11, della legge 23 marzo 1983, n. 77, introdotto dall'art. 13, comma 2, del decreto legislativo 25 gennaio 1992, n. 83, contiene disposizioni concernenti le modalità di commercializzazione in Italia di quote od azioni di OICVM armonizzati, per tali intendendosi gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari «situati» (cioè aventi sede statutaria e amministrazione centrale) in uno Stato CEE e rispondenti alla configurazione strutturale ed operativa delineata, per gli stessi, dalla direttiva CEE n. 85/611 del 20 dicembre 1985.

In conformità ai principi definiti in sede comunitaria, l'art. 10-bis, nell'individuare, ai primi otto commi, la procedura cui sono tenuti gli OICVM di altri Paesi della Comunità Economica Europea che intendano commercializzare le proprie quote/azioni in Italia, stabilisce che tali organismi devono inviare al Ministro del tesoro la comunicazione, i documenti e le informazioni previsti dalla richiamata direttiva, ivi compreso un documento destinato ad integrare il prospetto pubblicato nel Paese di appartenenza. Inoltre, decorso il termine di due mesi dalla ricezione della comunicazione senza che il Ministro del tesoro - assunto il parere della Banca d'Italia (sulle misure

adottate dagli OICVM al fine di assicurare in Italia l'esercizio dei diritti patrimoniali dei partecipanti) e della Consob (sulle modalità di offerta al pubblico in Italia, sull'assolvimento degli obblighi informativi e sulle misure a tal fine adottate) - abbia adottato un provvedimento motivato di divieto dell'offerta al pubblico in Italia, l'OICVM può procedere all'offerta stessa.

In relazione ai compiti attribuiti alla Banca d'Italia ed alla Consob, l'art. 10-bis, commi 9 e 11, ha demandato alle stesse la redazione di apposite disposizioni di carattere generale. La Banca d'Italia è stata chiamata ad emanare norme volte ad assicurare in Italia l'esercizio dei diritti patrimoniali dei partecipanti; alla Consob è stato, invece, affidato il compito di dettare regole in tema di modalità di diffusione delle informazioni e dei documenti e di stabilire i contenuti e le modalità di redazione di un documento integrativo, da rendere pubblico unitamente al prospetto estero, recante le notizie afferenti la commercializzazione in Italia.

Per ciò che più strettamente attiene ai compiti della Consob, il sistema delineato dalla norma di legge comporta l'accettazione del prospetto ricevuto, ovvero approvato dall'autorità competente dello Stato CEE in cui l'OICVM è «situato», quale documento valido ai fini della commercializzazione in Italia, ferma restando tuttavia la potestà della Commissione di valutare la rispondenza del documento integrativo di detto prospetto rispetto

al modello da essa stabilito in via generale.

I primi due articoli del regolamento contengono, rispettivamente, la fonte legislativa e l'ambito di applicazione delle norme regolamentari (art. 1) e le definizioni usate nel testo (art. 2).

L'art. 3 detta disposizioni sulla forma che deve connotare la versione in lingua italiana del prospetto dell'OICVM ricevuto ovvero approvato dall'autorità estera competente e stabilisce che il documento in lingua italiana deve essere traduzione fedele dell'originale e che la versione in lingua italiana, corredata del documento integrativo e del modulo di sottoscrizione, deve recare attestazione di conformità al modello depositato presso l'Archivio prospetti della Consob.

L'art. 4 disciplina il contenuto del documento informativo destinato ad integrare il prospetto estero (per tale ragione definito nell'articolato quale «documento integrativo») e del modulo di sottoscrizione che, ai fini della commercializzazione in Italia, corredano la versione in lingua italiana di detto prospetto. In particolare, il comma 1 stabilisce che il documento integrativo e il modulo di sottoscrizione devono essere redatti in conformità agli appositi schemi allegati al regolamento, ferma rimanendo la facoltà della Consob di evidenziare al Ministro del tesoro, nell'ambito della procedura di cui al citato art. 10-bis, l'esigenza, in ragione di eventuali peculiarità dell'operazione, che siano apportate integrazioni ai suddetti documenti al fine di assicurare comunque agli



investitori un'informazione completa. Al comma 2 sono poi evidenziati gli adempimenti formali inerenti alla predisposizione del documento integrativo e del modulo di sottoscrizione, che ricalcano sostanzialmente quanto stabilito per i prospetti informativi italiani.

All'art. 5 - stante la previsione di cui al comma 13 dell'art. 10-bis, secondo cui sono sottratti alla disciplina dell'art. 1/18 della legge n. 7 giugno 1974, n. 216 gli OICVM, ma non gli altri soggetti che partecipano all'operazione di offerta in Italia - vengono individuate le modalità di assolvimento dell'obbligo di comunicazione alla Consob previsto dal primo comma del citato art. 1/18. Viene, infatti, previsto al comma 1 che i soggetti incaricati del collocamento dei titoli trasmettano alla Consob la comunicazione dell'intenzione di procedere a detto collocamento, contestualmente all'attivazione da parte dell'OICVM della procedura, presso il Ministero del tesoro, di cui allo stesso art. 10-bis. In analogia a quanto stabilito dalla disciplina regolamentare concernente i prospetti informativi italiani, si è poi prevista, allo stesso comma 1, la facoltà, per i soggetti collocatori, di avvalersi dello strumento della delega ad uno di essi per la firma della predetta comunicazione. Inoltre, per il caso di pluralità dei medesimi, si è prevista, al comma 2, la sottoposizione dei soggetti incaricati del collocamento che si siano avvalsi della delega alle disposizioni di cui al primo comma dell'art. 1/18-quater della legge n.

216/1974.

L'art. 6 attiene alle modalità per rendere pubblica l'offerta. Al comma 1 vengono indicati gli adempimenti necessari per la pubblicazione dell'offerta. Essi consistono nella pubblicazione, mediante deposito presso l'Archivio prospetti della Consob, del prospetto estero nella versione in lingua italiana, corredata di apposito documento integrativo e del modulo di sottoscrizione, e nella pubblicazione di un avviso, redatto in conformità ad apposito schema, recante notizia dell'avvenuto deposito del prospetto. Detti adempimenti coincidono in buona sostanza con quelli previsti dalla disciplina regolamentare vigente in materia di sollecitazione del pubblico risparmio. Si sottolinea, peraltro, che la procedura di pubblicazione del prospetto in discorso si inserisce necessariamente nell'ambito della più ampia procedura prevista dal richiamato art. 10-bis, il quale attribuisce al Ministro del tesoro il potere di assumere le determinazioni conclusive in ordine alla commercializzazione in Italia, una volta acquisiti i pareri, nelle materie di rispettiva competenza, della Consob e della Banca d'Italia. Conseguentemente, la pronuncia favorevole della Consob in ordine alla pubblicazione del prospetto non consente la materiale effettuazione del deposito dello stesso se non previa ricezione da parte della medesima Consob della comunicazione del Ministro concernente l'esito positivo della procedura prevista dall'art. 10-bis. Al comma 2 viene ribadito l'obbligo, del resto previsto per ogni sollecitazione del

pubblico risparmio, della consegna all'investitore del prospetto informativo che, nei casi di specie, deve essere corredato del documento integrativo e del modulo di sottoscrizione. Si è altresì stabilito che, unitamente ai predetti documenti, devono essere consegnate, nella versione in lingua italiana, l'ultima relazione annuale e l'ultima relazione semestrale dell'OICVM. L'art. 7 detta disposizioni in ordine alle modalità di aggiornamento del prospetto pubblicato. Al comma 1 è contemplata l'ipotesi in cui l'autorità estera competente abbia ricevuto ovvero approvato un nuovo prospetto, aggiornato a seguito di modifiche intervenute nei dati e nelle notizie contenuti in quello pubblicato. In tal caso, l'OICVM è tenuto a trasmettere tempestivamente alla Consob detto nuovo prospetto, munito dell'attestato dell'autorità estera che trattasi del prospetto da essa ricevuto od approvato, unitamente alla relativa versione in lingua italiana corredata del documento integrativo e del modulo di sottoscrizione. L'aggiornamento del prospetto in precedenza pubblicato si realizza mediante deposito del nuovo prospetto nella versione in lingua italiana, corredata del documento integrativo e del modulo di sottoscrizione. A decorrere da non oltre il decimo giorno successivo alla data di deposito, deve essere consegnato all'investitore il nuovo prospetto pubblicato. Il comma 2 disciplina l'ipotesi in cui le modifiche abbiano comportato, nello Stato di appartenenza dell'OICVM, non la pubblicazione di un nuovo prospetto, bensì la redazione di un

supplemento al prospetto vigente. In tal caso l'OICVM è tenuto a trasmettere tempestivamente alla Consob detto supplemento, munito dell'attestato dell'autorità estera che trattasi del documento da essa ricevuto od approvato, unitamente alla relativa versione in lingua italiana. L'aggiornamento del prospetto in precedenza pubblicato si realizza allegando allo stesso la versione in lingua italiana del supplemento, il quale deve essere consegnato agli investitori a decorrere dalla data del suo inoltro alla Consob. Infine, il comma 3 attiene alle modifiche concernenti il documento integrativo o il modulo di sottoscrizione. Il documento modificato deve essere trasmesso tempestivamente alla Consob e l'aggiornamento del prospetto pubblicato si realizza mediante sostituzione, previo nulla-osta, del documento già allegato al prospetto con la corrispondente versione aggiornata. A decorrere dalla data di comunicazione del predetto nulla-osta, ovvero dalla diversa successiva data di avvio dell'operatività delle modifiche apportate specificata dall'OICVM, deve essere consegnato agli investitori il prospetto come sopra aggiornato.

Le disposizioni contenute negli artt. 8 e 9 stabiliscono, in attuazione delle previsioni contemplate dal citato art. 10-bis, le modalità di pubblicazione e diffusione in Italia dei documenti e delle informazioni che l'OICVM è tenuto a pubblicare o diffondere nello Stato di appartenenza. Relativamente a taluni documenti (relazione annuale, relazione semestrale e, ove non siano contenuti nel prospetto, regolamento di gestione e documenti costitutivi dell'OICVM) ed a talune informazioni

(valore unitario della quota/azione dell'OICVM, avviso di convocazione delle assemblee dei partecipanti e avviso di pagamento dei proventi in distribuzione) sono state dettate precise modalità di pubblicazione/diffusione. Quanto ad ulteriori documenti e informazioni che l'OICVM sia tenuto a pubblicare/diffondere nello Stato di appartenenza, si è fatto rinvio a modalità da stabilirsi di volta in volta dalla Consob, anche tenuto conto della normativa al riguardo vigente nel predetto Stato.

L'art. 10, infine, contiene una disposizione transitoria relativamente agli OICVM che, alla data di entrata in vigore del regolamento, già procedano alla commercializzazione in Italia di proprie quote od azioni ovvero abbiano già iniziato la procedura di cui all'art. 10-bis della legge n. 77/1983.

Il regolamento è corredato da tre allegati, costituiti dallo schema di documento integrativo, dallo schema di modulo di sottoscrizione e dallo schema di avviso di avvenuta pubblicazione del prospetto. Nello schema di documento integrativo sono indicate le informazioni che devono essere diffuse in ordine alla commercializzazione in Italia delle quote/azioni dell'OICVM (modalità di sottoscrizione, di distribuzione dei proventi, di consegna dei certificati e di rimborso, regime fiscale, modalità di collocamento e relativi soggetti incaricati, banca corrispondente).

Quanto allo schema di modulo di sottoscrizione da utilizzare

per la commercializzazione in Italia, lo stesso deve contenere ogni elemento necessario ai fini dell'adesione all'offerta, ivi compreso il richiamo alla disposizione di cui all'art. 1/18-ter della legge n. 216 del 1974, in materia di diritto di recesso. Lo schema di avviso di avvenuto deposito del prospetto è sostanzialmente corrispondente a quello stabilito per i prospetti informativi italiani, fatte salve le modifiche necessarie in ragione delle peculiarità delle offerte in argomento.

1.4 Disposizioni concernenti gli annunci pubblicitari di cui all'art. 18-quinquies, sub art. 1, della legge 7 giugno 1974, n. 216

Le disposizioni in argomento sono state emanate con delibera n. 6378 del 28 luglio 1992 al fine di dare attuazione alle previsioni contenute nell'art. 1/18-quinquies, della legge 7 giugno 1974, n. 216, nel testo introdotto dall'art. 3 del decreto legislativo 25 gennaio 1992, n. 85, il quale ha attribuito alla Consob compiti di regolamentazione e controllo in materia di annunci pubblicitari riguardanti operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio soggette alla disciplina dell'art. 1/18 della predetta legge n. 216.

Al fine di una più chiara esposizione degli indirizzi assunti dalla Commissione con le suddette disposizioni, vanno preliminarmente illustrati i profili più rilevanti delle norme contenute nel citato art. 1/18-quinquies. Viene, in primo luogo, sancito il divieto di porre in essere, prima della pubblicazione del prospetto informativo, annunci pubblicitari, comunque

effettuati, riguardanti operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio soggette alla disciplina del citato art. 1/18 della legge n. 216/1974 (comma 1). Successivamente alla pubblicazione del prospetto informativo, è consentita la realizzazione di annunci pubblicitari, purché nel rispetto di criteri che la Consob è chiamata a stabilire (comma 2). La definizione dei suddetti criteri deve essere tesa ad assicurare la trasparenza e la correttezza dell'informazione contenuta negli annunci nonché la conformità della stessa al contenuto del prospetto informativo, in modo che gli investitori non siano indotti in errore nel valutare i rischi inerenti all'operazione (comma 6).

I testi degli annunci pubblicitari vanno preventivamente trasmessi alla Consob (comma 3), la quale, tenuto conto delle caratteristiche e delle modalità di esecuzione dell'offerta cui gli stessi si riferiscono, ne controlla il contenuto nei casi da essa previsti ed in conformità alle procedure da essa medesima stabilite (comma 7). Sono, infine, previste potestà di intervento della Consob nonché sanzioni penali nel caso di inosservanza delle disposizioni primarie e secondarie disciplinanti la materia ovvero nel caso di inottemperanza a prescrizioni della Commissione (commi 4, 5 e 8).

Tali previsioni legislative si connettono all'esigenza di attivare forme di intervento volte essenzialmente a verificare la coerenza delle iniziative pubblicitarie con i contenuti del prospetto informativo pubblicato, così da evitare che, attraverso

tali forme di pubblicizzazione dell'operazione di sollecitazione, ulteriori rispetto al prospetto, possa risultare vanificato l'intento del legislatore di porre il potenziale investitore al riparo da una inesatta percezione delle caratteristiche soggettive e oggettive proprie del tipo di investimento proposto attraverso il prospetto informativo.

E' evidente, infatti, che l'utilizzazione incontrollata, nell'ambito di tali iniziative pubblicitarie, di affermazioni ed espressioni non coerenti con quanto indicato nel prospetto può ingenerare nel risparmiatore la convinzione di un'assoluta sicurezza e redditività dell'investimento proposto, condizionandone le relative decisioni. Ciò risulta in evidente contrasto col principio di trasparenza dell'informazione destinata al pubblico che sta a fondamento dell'obbligo di redazione e pubblicazione del prospetto, quale unico strumento di informazione legale illustrante l'organizzazione, la situazione economico-finanziaria e l'evoluzione dell'attività dei soggetti proponenti, la quantità e le caratteristiche dei valori mobiliari offerti, le modalità e i termini previsti per lo svolgimento delle operazioni.

Alle finalità sopra indicate la Consob, pur operando in un quadro di incertezza quanto alla individuazione di una espressa fonte legislativa che consentisse di procedere ad un'organica regolamentazione della materia, si era peraltro ispirata già dal 1985 nell'espletamento dell'attività di esame delle iniziative pubblicitarie ad essa sottoposte. A seguito dell'emanazione di



un'apposita disciplina legislativa, le disposizioni adottate dalla Commissione, che constano di undici articoli, sono volte alla indicazione dei criteri in conformità ai quali gli annunci pubblicitari devono essere realizzati, alla individuazione dei casi in cui la Consob procede al controllo preventivo degli annunci, nonché alla definizione delle connesse procedure.

\* Artt. 1 e 2

L'art. 1 contiene l'indicazione delle fonti legislative e dell'ambito di applicazione delle disposizioni in argomento, mentre l'art. 2 fornisce le definizioni utilizzate nel testo del provvedimento.

Relativamente all'art. 1, si è ribadito quanto già contemplato nella legge circa l'applicabilità della disciplina ai soli annunci pubblicitari, in qualunque modo diffusi, relativi ad offerte di investimento che ricadano nell'ambito dell'art. 1/18 della legge n. 216 ed in ordine alle quali siano già stati adempiuti gli obblighi ivi previsti. Pertanto, restano escluse dall'applicazione della disciplina degli annunci pubblicitari tutte le iniziative della specie riguardanti operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio che, per disposizioni di legge o della stessa Consob, non ricadono nell'ambito di applicazione del menzionato art. 1/18. E' il caso, ad esempio, dei collocamenti di obbligazioni ordinarie emesse da aziende e istituti di credito nell'attività di raccolta del risparmio per

l'esercizio del credito (art. 12, comma 3, della legge 23 marzo 1983, n. 77) e delle offerte di acquisto o vendita di valori mobiliari effettuate da intermediari autorizzati su mercati nazionali regolamentati (art. 20, comma 10, della legge 2 gennaio 1991, n. 1). E così pure è il caso, ad esempio, delle offerte di valori mobiliari rivolte esclusivamente ad investitori professionali e delle vendite all'incanto di valori mobiliari riconnesse alla liquidazione coattiva di borsa (art. 4, comma 1, del regolamento Consob adottato con delibera n. 6430 del 26 agosto 1992).

Viene, inoltre, precisato che rientrano nell'ambito di applicazione della disciplina in commento le iniziative pubblicitarie riguardanti le offerte in Italia di quote/azioni di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) esteri armonizzati. E' vero, infatti, che il comma 13 dell'art. 10-bis, introdotto nella legge 23 marzo 1983, n. 77, dall'art. 13 del decreto legislativo 25 gennaio 1992, n. 83, stabilisce che alle suddette offerte non si applichino le disposizioni dell'art. 1/18 della legge n. 216/1974. Tuttavia, la norma contenuta nel comma 13 del citato art. 10-bis non intende affatto equiparare le offerte in Italia di quote/azioni di OICVM esteri armonizzati a quelle (di cui si è prima fatto cenno) esentate dall'obbligo di previa pubblicazione del prospetto, essendo invece - come risulta del resto evidente dallo stesso contesto dell'art. 10-bis - finalizzata esclusivamente a sottrarre alla normativa italiana sul prospetto le operazioni già prospettate in conformità alla

normativa del Paese comunitario in cui l'OICVM proponente è situato.

A tale riguardo, l'art. 44, par. 2, della direttiva CEE n. 85/611 del 20 dicembre 1985, prevede che un OICVM armonizzato, che assuma, in uno Stato diverso da quello in cui esso è situato, iniziative pubblicitarie connesse alla commercializzazione delle proprie quote/azioni, «deve rispettare le disposizioni di questo Stato che disciplinano la pubblicità».

Analogamente a quanto appena detto circa le offerte realizzate in Italia da OICVM esteri armonizzati, rientrano nell'ambito di applicazione della disciplina degli annunci pubblicitari anche tutte le iniziative della specie riguardanti le offerte in Italia di quote /azioni di OICVM esteri non armonizzati.

Infatti, malgrado l'art. 1/18-quinquies non sia richiamato espressamente nel comma 3 dell'art. 2 del decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 86, che assoggetta in modo esplicito le offerte realizzate in Italia da OICVM esteri non armonizzati ai soli articoli da 1/18 a 1/18-quater della legge n. 216, gli annunci pubblicitari relativi a tali operazioni si pongono pur sempre quali iniziative riconnesse ad operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio soggette alla disciplina dell'art. 1/18.

Nella normativa non vengono formulati espliciti riferimenti ai soggetti destinatari della stessa. Malgrado l'esperienza fin qui maturata evidenzi che a realizzare iniziative pubblicitarie

sono essenzialmente i soggetti tipicamente coinvolti nell'operazione di sollecitazione del pubblico risparmio (emittente, proponente, collocatore), si è infatti ritenuto che l'ambito soggettivo di applicazione della norma sia esteso a tutti coloro che intendono procedere ad iniziative pubblicitarie della specie in discorso.

\* Art. 3

L'articolo reca i principi generali da osservare nella realizzazione degli annunci pubblicitari.

Al comma 1, viene affermato il principio, mutuato dal decreto legislativo 25 gennaio 1992, n. 74 in materia di pubblicità ingannevole, secondo cui è inibita la diffusione di messaggi pubblicitari in forma surrettizia. Relativamente alle informazioni contenute negli annunci pubblicitari, al comma 2 si è stabilito che dette informazioni devono essere, in relazione agli elementi soggettivi ed oggettivi che caratterizzano l'operazione cui l'annuncio stesso si riferisce, chiare e corrette nonché coerenti con quelle riportate nel prospetto informativo. Nella definizione del suddetto principio, si è tenuto conto degli obiettivi di trasparenza, correttezza e conformità con i contenuti del prospetto cui, a norma dall'art. 1/18-quinquies, comma 6, devono uniformarsi i criteri della Consob.

Peraltro, tenuto conto che i termini trasparenza e conformità utilizzati dalla legge riflettono, nel lessico del mercato

mobiliare, contenuti assai spesso non univoci, si è provveduto nell'ambito del comma 2 ad adattare gli stessi in modo da renderli pertinenti alla materia degli annunci pubblicitari.

In luogo della trasparenza dell'annuncio, viene fatto riferimento alla chiarezza dello stesso, al fine di sottolineare che l'annuncio pubblicitario deve proporre contenuti di significato inequivoco, tali da non fuorviare il destinatario. Laddove si parla di conformità dell'annuncio ai contenuti del prospetto, viene invece fatto riferimento, non già ad una rispondenza meccanica tra contenuti dell'annuncio e contenuti del prospetto, bensì alla coerenza dei contenuti dell'annuncio rispetto ai contenuti del prospetto. E' necessario cioè che l'annuncio pubblicitario proponga contenuti non in contrasto con l'insieme delle informazioni riportate nel prospetto.

Nel testo del comma 2 viene specificato che la chiarezza, la correttezza e la coerenza delle informazioni contenute negli annunci devono essere assicurate avuto riguardo a tutti gli elementi, soggettivi ed oggettivi, che caratterizzano l'operazione cui l'annuncio si riferisce. Con ciò assumendo un'orientamento estensivo rispetto al tenore letterale del comma 6 dell'art. 1/18-quinquies, secondo cui finalità ultima della disciplina è quella di evitare che gli investitori siano indotti in errore nel valutare i rischi inerenti all'operazione.

L'individuazione della finalità della disciplina nell'intento, esplicitato dal legislatore, che gli investitori

non siano indotti in errore quanto alla valutazione dei rischi dell'operazione è apparsa, in realtà, riduttiva. Infatti, un'informazione pubblicitaria può essere tale da non indurre in errore nella valutazione dei rischi dell'operazione ove essa risulti predisposta secondo criteri di chiarezza, correttezza e coerenza col prospetto. Tuttavia, una siffatta informazione può indurre gli investitori in errore quanto alla valutazione di altri profili dell'operazione, che pur diversi dai rischi (ad esempio, caratteristiche e modalità di esecuzione dell'offerta), sono rilevanti, ed in ipotesi decisivi, ai fini della decisione di aderire o meno alla proposta di investimento.

La scelta operata appare inoltre giustificata dall'ulteriore previsione contenuta nel comma 7 dell'art. 1/18-quinquies. Nei casi infatti in cui la Consob attua un controllo preventivo sui contenuti degli annunci pubblicitari, questo, oltre a prevedere la verifica della idoneità dell'annuncio a non indurre in errore nella valutazione dei rischi dell'operazione, deve essere effettuato tenendo anche conto delle caratteristiche e delle modalità di esecuzione dell'offerta.

\* Artt. 4, 5, 6, 7, e 8

La realizzazione degli obiettivi di chiarezza e correttezza nonché di coerenza (rispetto ai contenuti del prospetto) viene assicurata attraverso la predisposizione, negli articoli da 4 a 7, di specifiche regole, elaborate alla luce dell'esperienza maturata nella prassi operativa della Consob. Tali norme

concernono il contenuto degli annunci pubblicitari, con particolare riguardo all'immediata individuazione della tipologia dell'investimento oggetto dell'annuncio, alla corretta rappresentazione dei possibili esiti e dei rendimenti conseguiti dall'investimento stesso, nonché all'adeguata illustrazione dei risultati di statistiche, studi ed elaborazioni di dati ovvero di aspetti oggetto di affermazioni di preminenza.

La previsione di cui all'art. 8, applicabile esclusivamente ad annunci pubblicitari riferiti ad OICVM legittimati ad una peculiare politica d'investimento del proprio patrimonio, costituisce attuazione della disposizione contenuta all'art. 23, par. 3, della citata direttiva CEE n. 85/611.

\* Art. 9

Al comma 1, viene sancito l'obbligo di inserimento in ogni annuncio pubblicitario di un'avvertenza, di cui è fornito il testo, intesa ad evidenziare l'esistenza del prospetto informativo e l'obbligo di consegna dello stesso all'investitore prima dell'adesione all'offerta. La suddetta avvertenza, formulata in modo da consentirne comunque l'utilizzo indipendentemente dallo strumento di diffusione dell'annuncio, deve essere riportata, secondo quanto previsto al comma 2, con modalità tali da garantirne un'immediata ed agevole percezione.

\* Art. 10

In conformità al disposto di legge, l'articolo in commento individua le modalità che i soggetti che intendono diffondere annunci pubblicitari devono osservare ai fini della preventiva trasmissione dell'annuncio alla Consob.

Al comma 1 è in particolare previsto che l'annuncio possa essere trasmesso anche in una forma non definitiva, purché tale da consentire comunque l'esatta percezione di ogni elemento concernente l'annuncio stesso. Ciò in considerazione della eccessiva onerosità dell'invio di annunci predisposti nella forma destinata alla pubblica diffusione, ove l'annuncio venga realizzato attraverso l'utilizzo di tecniche audio o audiovisive. Al comma 2 viene stabilito che l'annuncio sia trasmesso con apposita comunicazione nella quale sia rappresentato l'impegno del soggetto proponente a diffondere l'annuncio con i contenuti comunicati alla Consob e sia specificato se quest'ultimo rientri o meno tra quelli che, a norma dell'art. 11, comma 3, possono essere diffusi dal giorno successivo a quello di inoltro alla Commissione.

\* Art. 11

L'art.1/18-quinquies della legge n. 216/1974 prevede (comma 3) che i testi degli annunci pubblicitari devono essere preventivamente trasmessi alla Consob, la quale, nei casi da essa stessa stabiliti in via generale, ne controlla i contenuti prima



che gli annunci stessi vengano diffusi.

Nell'esercizio della delega conferita dalla legge, viene sancito, ai primi due commi dell'articolo in commento, il principio in forza del quale gli annunci devono, di norma, essere sottoposti al controllo della Consob preventivamente alla loro diffusione.

Viene quindi disciplinata l'attività istruttoria, in relazione alla quale è in particolare previsto un termine per la formulazione da parte della Consob di richieste di modifica, integrazione o chiarimento. Detto termine è fissato in quindici giorni, tenuto conto dell'esigenza di assicurare sia l'adeguatezza che la tempestività dell'azione amministrativa.

Al comma 3 viene introdotta una deroga al principio generale del controllo preventivo, con riferimento a quegli annunci il cui contenuto si esaurisca in talune limitate informazioni, tassativamente elencate nel comma stesso. Per tali annunci è infatti consentita la diffusione sin dal giorno successivo a quello di inoltro alla Consob.

Tale scelta trova ragione nell'assunto che, per talune categorie di annunci pubblicitari, è risultato concretamente possibile fissare criteri di formulazione puntuali e precisi. In tale contesto è, sufficiente un mero controllo *ex post* da parte della Consob, in rapporto alla eventualità che risulti necessario attivare i rimedi previsti per i casi di inottemperanza alle disposizioni disciplinanti la materia.

## 2. I profili interpretativi della legge 149/92

Numerosi problemi interpretativi connessi al capo II della legge 18 febbraio 1992, n. 149 sono stati affrontati nel corso del 1992. In relazione ad alcuni di questi, la Consob ha manifestato il proprio orientamento attraverso lo strumento della delibera interpretativa, adottata ai sensi dell'art. 24, comma 2, del regolamento concernente l'organizzazione e il funzionamento della Consob.

Tale mezzo é stato utilizzato in ordine al disposto dell'art. 10 della predetta legge: in particolare, sono stati oggetto di specifico esame i commi 1, 7, 8 e 9, relativi all'obbligo di promuovere un'offerta pubblica d'acquisto in presenza delle condizioni previste dalla legge stessa.

Al riguardo, la Consob ha affermato, nella delibera n. 6265, la sussistenza dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto, in relazione a fattispecie di acquisizione della partecipazione rilevante in una società quotata o negoziata al mercato ristretto, anche quando:

- la suddetta partecipazione rilevante sia acquisita in modo frazionato da parte di più società facenti capo al medesimo soggetto o da parte di un soggetto e di una o più società da esso controllate;
- un soggetto acquisisca una partecipazione rilevante al capitale di una società quotata in borsa o negoziata al mercato ristretto attraverso l'assunzione del controllo di

una società non quotata in borsa né negoziata al mercato ristretto che possieda una partecipazione significativa nel capitale della prima società.

In relazione a quest'ultima fattispecie, sussiste l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica quando, l'attivo patrimoniale della società non quotata sia sostanzialmente rappresentato dalla partecipazione in una società quotata o negoziata al mercato ristretto: in questo caso, la predetta acquisizione risulta in linea di fatto funzionale all'effettivo obiettivo di acquisire una partecipazione significativa al capitale della società quotata, eludendo gli obblighi di cui alla legge n. 149/92. Tale orientamento è fondato su elementi di ordine sistematico e teleologico.

In particolare, la previsione dell'obbligo di promuovere un'OPA anche nell'ipotesi in cui il controllo di una società quotata sia acquisito per il tramite di una società controllata è apparso coerente con le disposizioni contenute nel codice civile in materia di controllo e chiarisce inoltre la portata della fattispecie di cui all'art. 10 della legge. Con riferimento alla diversa ipotesi sopra esposta, assume rilievo la necessità di impedire comportamenti elusivi: si persegue, infatti, l'obiettivo di riconoscere a tutti gli azionisti analoghe opportunità economiche in occasione del trasferimento di una partecipazione rilevante al capitale di una società quotata, impedendo che questo intento risulti vanificato attraverso il ricorso ad operazioni poste in essere esclusivamente al fine di eludere gli

obblighi posti dalla legge.

Nel corso del 1992, primo anno di applicazione della legge in questione, la Commissione ha inoltre dato risposta a numerosi quesiti concernenti particolari aspetti applicativi.

E' stato chiesto alla Consob se, ricorrendo un'ipotesi di cessione della partecipazione di controllo in una società finanziaria con azioni quotate in borsa, che controlla una società per azioni quotata in borsa la quale, a sua volta, controlla un'altra società operativa, anch'essa con azioni quotate in borsa, oggetto dell'offerta obbligatoria debbano essere esclusivamente le azioni della società finanziaria, ovvero, in aggiunta a queste, anche le azioni della società operativa direttamente controllata dalla finanziaria, ovvero le azioni di tutte le tre società.

La Commissione, nella comunicazione n. 92008534, ha affermato che la promozione dell'OPA avente ad oggetto le azioni quotate in borsa emesse da una società controllante altre società con azioni quotate non appare incompatibile con il tenore letterale dell'art. 10 della legge 18 febbraio 1992, n. 149. In particolare, il trasferimento di una partecipazione significativa del capitale di una società quotata, ancorché questa controlli a sua volta un'altra società quotata, sembra configurare una fattispecie autonomamenté e immediatamente riconducibile all'art. 10 della legge n. 149, proprio in virtù del fatto che oggetto della transazione sono titoli quotati. A conclusioni diverse si

giunge, invece, nell'ipotesi similare, contemplata nella delibera interpretativa di cui si è riferito sopra.

La Commissione ha, inoltre, esaminato un altro quesito, concernente la compatibilità con la legge n. 149/92 di un'OPA diretta ad acquisire il 50,01% del capitale ordinario di una società quotata, controllata al 48% da un terzo soggetto, qualora sussista un ulteriore accordo in base al quale chi promuove l'OPA si impegna ad acquistare dal soggetto in precedenza controllante, immediatamente dopo la chiusura dell'OPA e allo stesso prezzo determinato per l'offerta, le azioni che a tale medesimo soggetto residuano dal riparto.

Al riguardo, la Consob (1) ha ritenuto che un'operazione così delineata, ed in particolare l'impegno di acquisto delle residue azioni dell'ex controllante, non sia in linea con le disposizioni che regolano l'OPA obbligatoria.

Va infatti considerato che, ove tutti gli azionisti della società quotata aderissero all'offerta, gli stessi, a seguito del riparto, potrebbero dismettere solo la metà della propria partecipazione. Analoga sorte toccherebbe al precedente azionista di controllo, che tuttavia, in forza dell'accordo prestipulato con l'offerente, cederebbe interamente la propria partecipazione, ancorché allo stesso prezzo determinato per l'OPA. Gli azionisti di minoranza, viceversa, pur avendo ceduto le proprie azioni allo

---

(1) V. comunicazione n. 92008359 del 27.11.1992, in Bollettino Consob n. 11/1992.

stesso prezzo riconosciuto al pacchetto di controllo, si troverebbero comunque nella titolarità della metà dei titoli precedentemente posseduti, in contrasto con l'obiettivo, tutelato dalla legge, di assicurare a tutti gli azionisti lo stesso trattamento (non solo dal punto di vista economico) riservato all'ex socio di controllo. Ne consegue che, le successive fasi attraverso le quali si struttura l'operazione configurano un disegno unitario inscindibile, preordinato al fine di consentire all'attuale controllante della società quotata di cedere l'intera partecipazione.

Affinché la procedura sia conforme alla legge n. 149, alla cessione a seguito di accordo dell'intero pacchetto di controllo deve fare seguito un'OPA successiva sulla stessa quantità di azioni acquistate per conseguire il controllo, al medesimo prezzo della prima cessione, e solo attraverso tale procedura verrebbe soddisfatta l'aspettativa degli azionisti di minoranza di ricevere un trattamento analogo a quello del socio di controllo.

E' stato altresì affrontato il problema dell'applicabilità del capo II della legge in esame alle ipotesi di offerte di scambio o di acquisto e scambio in cui l'offerente intenda corrispondere, in cambio di un titolo quotato o negoziato al ristretto, un altro titolo non quotato né negoziato.

In proposito, va precisato che tali fattispecie sono soggette alla legge in esame solo nel caso in cui si tratti di offerte volontarie, in quanto le offerte obbligatorie sono esclusivamente quelle aventi ad oggetto un corrispettivo in

denaro. Le offerte di scambio sopra considerate vengono disciplinate dalla legge n. 149/92. La norma definitoria di cui al primo comma dell'art. 9 della legge n. 149, secondo la quale "costituiscono offerte al pubblico ..... tutte quelle aventi per oggetto l'acquisto e lo scambio di valori mobiliari quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto", nulla infatti prescrive in ordine alla quotazione dei titoli costituenti il corrispettivo, con la conseguenza che l'elemento della quotazione riguarda necessariamente i soli titoli richiesti dall'offerente e non anche quelli che costituiscono il corrispettivo dello scambio.

Il disposto normativo sopra esaminato trova fondamento, nel fine di riconoscere una particolare tutela agli azionisti di minoranza delle società con titoli negoziati nei mercati ufficiali, mediante l'applicazione delle prescrizioni contenute nel capo II della stessa legge. Pertanto, alle operazioni volte ad acquisire titoli quotati, con contropartita costituita da titoli non quotati, sono applicabili le suddette disposizioni. Tuttavia, poiché rispetto alla legge n. 149 la normativa relativa alla sollecitazione del pubblico risparmio, contenuta negli artt. 1/18 e ss. della legge n. 216/74 e nel relativo regolamento attuativo, appare più esaustiva sotto il profilo informativo, si è operata una integrazione tra quest'ultima e quella relativa alle offerte pubbliche di acquisto. Si è quindi richiesto che il documento di offerta relativo a tali operazioni fosse

integrato con i dati e le notizie relativi ai titoli non quotati ceduti in contropartita, la cui conoscenza è indispensabile per i destinatari dell'offerta.

Infine, risulta opportuno riferire in ordine alla concreta applicazione che ha trovato l'art. 29, comma 1, della legge n. 149, nella parte in cui prevede che la Consob dia pubblica notizia di ogni violazione, posta in essere dall'offerente, delle norme contenute nel capo secondo della legge. L'articolato sistema sanzionatorio previsto dalla legge trova prima ed immediata applicazione attraverso la divulgazione, da parte della Consob, delle notizie concernenti i comportamenti contrari alle disposizioni contenute nella legge. Tale sanzione riveste una notevole efficacia come strumento di *moral suasion*, tenuto conto della risonanza che le notizie concernenti un comportamento antiggiuridico dell'offerente hanno nel mercato.

La norma, ha trovato applicazione, nel 1992, in un unico caso. A seguito della comunicazione inoltrata alla Consob concernente il lancio di un'OPA obbligatoria ai sensi dell'art. 10, comma 8 della legge, l'offerente, per sopravvenuta impossibilità, ha rinunciato alla predetta offerta; in conformità con la legge, egli si è impegnato, peraltro, a non esercitare il diritto di voto sui titoli precedentemente acquistati in violazione dell'art. 10, comma 7 della legge, e ad alienare i medesimi entro dodici mesi, secondo quanto previsto dall'art. 10, comma 11, della stessa legge.

La Consob ha ottemperato all'obbligo di rendere nota



l'avvenuta violazione delle disposizioni in materia di OPA, attraverso un comunicato contenente le notizie del comportamento posto in essere, inviato agli organi locali di borsa per l'affissione nei locali di borsa, alle agenzie di stampa e pubblicato nel Bollettino della Consob.

### 3. Le offerte al pubblico di quote e azioni di OICVM

#### 3.1 I prospetti informativi relativi all'offerta di quote od azioni di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari di diritto italiano

Nella Relazione per il 1991 (pagg. 209-211) sono state illustrate le linee essenziali del decreto legislativo 25 gennaio 1992, n. 83 che, con riguardo alla preesistente disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare contenuta nella legge 23 marzo 1983, n. 77, ha apportato significative innovazioni, finalizzate al recepimento della direttiva CEE n. 85/611 del 20 dicembre 1985 in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), oltre che volte a contribuire ad un coordinato adattamento del sistema vigente. Nella medesima Relazione è stato fatto inoltre cenno alle principali disposizioni del decreto legislativo 25 gennaio 1992, n. 84, concernente l'istituzione e la disciplina delle società di investimento a capitale variabile (SICAV).

In connessione al mutato quadro di riferimento normativo, nel 1992 si è proceduto ad un'ampia revisione dello schema di prospetto concernente l'offerta di quote di fondi comuni di

investimento mobiliare, nonché alla predisposizione dello schema di prospetto relativo alle offerte di azioni di SICAV.

Per quanto concerne i contenuti dei suddetti schemi di prospetto, allegati quali schemi 11 e 12 al testo regolamentare adottato con delibera n. 6430 del 26 agosto 1992, si fa riferimento a quanto illustrato nel precedente paragrafo 1, punto 1.1.

Per quanto concerne l'operatività delle società di gestione, si è confermata, la tendenza alla diversificazione dei prodotti offerti attraverso una sempre più marcata specializzazione dei fondi con riguardo alle aree geografiche ovvero ai settori di appartenenza dei titoli oggetto di investimento. Anche nel 1992 si è assistito all'offerta di particolari servizi attraverso i quali viene proposta la sottoscrizione congiunta di quote di più fondi gestiti dalla medesima società di gestione, allo scopo di meglio soddisfare le esigenze dei risparmiatori in relazione all'ottimizzazione del rendimento dell'investimento ovvero alla possibilità di percepire un reddito periodico dallo stesso.

### 3.2 I prospetti informativi relativi all'offerta di quote od azioni di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari di diritto estero

Nella Relazione per il 1991 (pag. 208) si è fatto riferimento al decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 86, con il quale sono state emanate norme afferenti la procedura

autorizzatoria ed il regime dei controlli relativi agli organismi di investimento collettivi in valori mobiliari non armonizzati (1). In particolare, è stato segnalato che l'offerta di quote od azioni dei predetti organismi è sottoposta alla disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio di cui all'art. 1/18 della legge 7 giugno 1974, n. 216.

In relazione alla summenzionata disciplina di legge, si è provveduto a specificare, nel regolamento adottato con delibera n. 6430 del 26 agosto 1992, che l'ambito di applicazione delle previsioni ivi contemplate ricomprende anche le offerte di quote od azioni degli organismi in argomento. I prospetti informativi concernenti tali offerte devono corrispondere, fatti salvi gli adattamenti resi necessari in rapporto alla fattispecie concreta, agli schemi 11 e 12 allegati al predetto regolamento e relativi, rispettivamente, ai fondi comuni ed alle SICAV di diritto italiano. Con riguardo, invece, alla disciplina della commercializzazione in Italia di quote od azioni di OICVM di diritto estero "armonizzati", si fa riferimento a quanto illustrato nel precedente paragrafo 1, punto 1.3.

---

(1) Per OICVM non armonizzati si intendono gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari non rispondenti alla configurazione strutturale ed operativa delineata, per gli OICVM, dalla direttiva CEE n. 85/611 del 20 dicembre 1985, quale che sia lo Stato (comunitario o non comunitario) in cui essi sono «situati» (cioè in cui essi hanno sede statutaria e amministrazione centrale).

### 3.3 Dati statistici

In appendice sono riportati dati riepilogativi concernenti i prospetti informativi, relativi ad organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, di cui è stata deliberata, nel corso del 1992, la pubblicazione mediante deposito presso l'apposito Archivio Consob.

Relativamente ai fondi di investimento mobiliare di diritto italiano, si segnala che alla fine del 1992 il numero delle società di gestione operanti risultava pari a 57 (55 a fine 1991) per un numero di fondi gestiti pari a 271 (237 a fine 1991). L'aumento di due unità del numero delle società di gestione consegue alla raggiunta operatività da parte di tre nuovi soggetti ed al perfezionamento di una operazione di fusione per incorporazione fra società di gestione appartenenti al medesimo gruppo societario.

Dei 34 nuovi fondi di investimento, 9 vanno riferiti alle tre nuove società di gestione divenute operative nel corso del 1992, mentre i rimanenti conseguono a nuove iniziative delle società di gestione operanti a fine 1991.

A fine 1992 la raccolta lorda ammontava a 26.542 miliardi di lire (21.760 a fine 1991) a fronte di riscatti per 25.801 miliardi di lire (16.449 a fine 1991). La raccolta netta risultava pertanto pari a 741 miliardi di lire (5.311 a fine 1990). Relativamente alle società di investimento a capitale variabile, non è stata resa nel corso dell'anno operativa alcuna

iniziativa promossa da soggetti italiani.

A fine 1992 risultano 18 gli OICVM esteri, tutti di diritto lussemburghese, con prospetto depositato presso l'apposito Archivio Consob.

Gli organismi predetti possono essere così ripartiti:

Fondi comuni di investimento mobiliare: CS Ecu Bond; CS Euro Blue Chips; CS Europa Bond; CS Oeko-Protect; Fonditalia; Mediolanum Selective Fund (1); Rasfund; Rominvest - International Fund (a «comparti multipli»); Tre R;

Società di investimento a capitale fisso: Capital Italia; Interfund; International Securities Fund; Italunion;

Società di investimento a capitale variabile a «comparti multipli»: Commercial Union Privilege Portfolio; Julius Baer Multibond; Julius Baer Multistock; Italfortune International Fund; Scottish Equitable International Fund.

#### 4. Le offerte di vendita e sottoscrizione

Nel corso del 1992 sono state effettuate 25 operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio relative ad offerte di azioni, obbligazioni anche convertibili e buoni di acquisto o sottoscrizione di titoli (52 l'anno precedente); 20 di esse hanno riguardato offerte di azioni, una le offerte di azioni e di

---

(1) L'efficacia dei prospetti informativi relativi al fondo Mediolanum Selective Fund è stata dalla Commissione sospesa con delibera n. 4703 del 29.5.1990, pubblicata nel Bollettino Consob n. 5, maggio 1990, pag. 57 e s.

obbligazioni in forma congiunta, una l'offerta di azioni e di warrant e 3 l'offerta di obbligazioni.

Delle 20 operazioni concernenti l'offerta di azioni, 3 sono state finalizzate alla quotazione ufficiale presso le borse valori 5 sono state riservate ai dipendenti delle società emittenti e delle società da queste controllate 7 hanno riguardato il collocamento di azioni emesse da Casse di Risparmio una la costituzione di una banca popolare mediante sollecitazione del pubblico risparmio, 3 operazioni sono state poste in essere da due società operanti nel settore della gestione di campi da golf e un'operazione, infine, è stata effettuata da una società in accomandita per azioni.

Per quanto concerne le offerte di azioni ai dipendenti, 2 sono state effettuate da società straniere, che hanno proposto l'operazione, sia nel Paese di origine che in Italia. Nei casi in questione, pertanto, non ha trovato applicazione la disciplina di cui all'art. 18 sexies, sub art. 1 della legge 7 giugno 1974, n. 216, così come introdotto dal Decreto Legislativo 25 gennaio 1992, n. 85, attuativo della direttiva n. 89/298/CEE. La direttiva, infatti, non trova applicazione per le offerte ai dipendenti.

Peraltro, per prassi ormai consolidata (1), la Commissione ha autorizzato la pubblicazione di un prospetto informativo,

---

(1) Vedi Relazione sul 1990, cap. V, par. 4.

costituito dalla traduzione in lingua italiana del testo sottoposto al controllo preventivo dall'autorità competente dello Stato nel quale le società emittenti hanno sede, integrato con le informazioni riguardanti le modalità di effettuazione dell'operazione presso i dipendenti italiani, nonché del modulo di sottoscrizione. Per quanto concerne il procedimento istruttorio, nei due casi sopra descritti si è comunque tenuto conto di quanto previsto, in materia di riconoscimento reciproco del prospetto informativo, dal regolamento adottato con delibera n. 6430 del 26 agosto 1992.

Nel periodo in esame, 7 operazioni di offerta in pubblica sottoscrizione sono state poste in essere da Casse di Risparmio. Infatti, la trasformazione da Enti pubblici in società per azioni, in attuazione della legge 30 luglio 1990, n. 218 e del Decreto Legislativo 20 novembre 1990, n. 356, ha favorito la partecipazione dei privati al capitale delle Casse di Risparmio.

Nel corso del 1992, 4 Comitati Promotori di Banche Popolari hanno manifestato l'intenzione di procedere alla costituzione delle rispettive banche mediante sollecitazione del pubblico risparmio.

Solo per una di queste la Commissione ha rilasciato il nulla-osta alla pubblicazione, mediante deposito presso l'apposito Archivio, del relativo prospetto informativo. Negli altri tre casi, è stato invece comunicato ai Comitati Promotori che l'operazione proposta non rientrava nell'ambito di

applicazione della disciplina in materia di sollecitazione del pubblico risparmio.

Il cambiamento di indirizzo è stato determinato dall'entrata in vigore del regolamento recante disposizioni concernenti la redazione dei prospetti informativi, adottato con delibera del 3 giugno 1992, n. 6243, in base al quale la costituzione di società effettuata ai sensi degli artt. 2333 e seguenti del codice civile, che già compiutamente disciplinano la fattispecie, non è considerata sollecitazione del pubblico risparmio. Tale disciplina è stata ritenuta dalla Commissione riferibile anche alle Banche Popolari.

Al riguardo va inoltre considerato che il secondo comma dell'art. 18, sub art. 1 della legge 7 giugno 1974, n. 216, nel nuovo testo introdotto dall'art. 1 del Decreto Legislativo 25 gennaio 1992, n. 85, richiedendo che l'ultimo bilancio approvato del soggetto emittente i titoli oggetto di offerta pubblica sia certificato da una società di revisione iscritta all'albo di cui al Decreto del Presidente della Repubblica 31 marzo 1975, n. 136, sembra far riferimento a soggetti-persone giuridiche già esistenti.

**5. Le offerte pubbliche di acquisto, scambio e acquisto e scambio**

Nell'anno 1992 sono state effettuate sei operazioni rientranti nell'ambito del capo II della legge 18 febbraio 1992, n. 149, relativo alla disciplina delle offerte pubbliche di



acquisto e di scambio, aventi ad oggetto valori mobiliari quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto. Di queste, quattro operazioni hanno riguardato offerte di acquisto, una di scambio ed una di acquisto e scambio; l'istruttoria concernente quest'ultima operazione ha avuto inizio alla fine del 1992 e la relativa offerta si è conclusa nel corso del 1993.

Due delle offerte pubbliche di acquisto di cui sopra sono state poste in essere in via volontaria da parte di soggetti che già detenevano la maggioranza del capitale sociale delle società oggetto dell'offerta, al fine di acquisire l'intero flottante in circolazione (offerta Procordia AG sui titoli Pierrel S.p.A. e offerta Alcatel Cavi Finanziaria S.p.A. su titoli Alcatel Cavi S.p.A.).

Negli altri due casi di offerte pubbliche di acquisto si è trattato di offerte obbligatorie successive, conseguenti al trasferimento fuori borsa dei pacchetti di controllo delle società interessate, rilevanti ai fini dell'applicazione dell'art. 10, comma 8, della legge in questione (offerta Ingersoll - Dresser Pump Co. su titoli Worthington S.p.A. e offerta Gruppo Andidero su titoli Ausiliare S.p.A.).

L'unica operazione di scambio effettuata nel corso dell'anno di riferimento è stata diretta all'acquisizione, da parte della Montedison S.p.A., dei titoli della Finanziaria Agroindustriale S.p.A. (già Eridania Zuccherifici Industriali S.p.A.), divenuta a seguito di un'operazione di scorporo non più operativa. In cambio delle azioni della Finanziaria

Agroindustriale S.p.A., Montedison ha offerto azioni della Eridania Beghin Say S.A., società del gruppo, quotata presso la Borsa Valori di Parigi. Risulta necessario evidenziare che, tra le finalità dell'operazione di scambio, è prevista la richiesta dell'ammissione alla quotazione ufficiale delle azioni della società francese e la conseguente cancellazione dal listino delle azioni della Finanziaria Agroindustriale.

L'offerta di scambio di azioni Valeo S.p.A. con azioni Valeo S.A., con ridotto conguaglio in denaro, promossa da Financière EC S.A. ha teso a realizzare, con modalità diverse, un analogo obiettivo. Infatti, una delle finalità dell'operazione, che si inquadra nell'ambito di un processo di ristrutturazione del Gruppo Valeo, è quella di concentrare sul solo titolo della Valeo S.A. la presenza in borsa del gruppo stesso. Conseguentemente verrà richiesta la cancellazione dal listino delle azioni Valeo S.p.A. e l'ammissione a quotazione del titolo Valeo S.A..

Si evidenzia, inoltre, che un'offerta pubblica di acquisto su titoli quotati in borsa posta in essere in data antecedente all'entrata in vigore della legge 18 febbraio 1992, n. 149, è rimasta assoggettata alla disciplina prevista dall'art. 1/18 e ss. della legge 7 giugno 1974, n. 216 (offerta pubblica di acquisto di azioni ABB Tecnomasio S.p.A. da parte della ABB Asea Brown Boveri S.p.A.).

Inoltre, a seguito di acquisti sul mercato dei blocchi effettuati da parte dell'azionista di maggioranza relativa della

Ferrovie Torino Nord S.p.A., lo stesso è stato assoggettato all'obbligo di effettuare un'offerta pubblica di acquisto ai sensi dell'art. 10, comma 8, della legge n. 149/92. Successivamente alla comunicazione ai sensi dell'art. 14 della citata legge n. 149, l'offerente ha, comunque, comunicato alla Consob la sopravvenuta impossibilità di effettuare la predetta offerta.

Va infine rilevato che tre delle sette operazioni di offerta pubblica di acquisto complessivamente effettuate nel 1992 sono state poste in essere da società straniere, le quali, in presenza della favorevole congiuntura creatasi nel mercato dei cambi, concomitante alla depressione dei corsi di borsa in Italia, hanno potuto effettuare l'acquisto delle residue quote di flottante delle proprie partecipate italiane con un limitato impegno finanziario, nonostante i corrispettivi unitari offerti siano stati superiori alle quotazioni di borsa.

In relazione a ciascuna offerta sopra menzionata si forniscono di seguito i principali elementi informativi.

#### ABB TECNOMASIO S.p.A

Offerente: ABB Asea Brown Boveri S.p.A.  
Natura dell'offerta: volontaria

Quantitativo richiesto: n. 12.366.179 azioni ordinarie e privilegiate, pari al 9,23% del capitale sociale della società, costituenti l'intero flottante.

Durata dell'offerta: 9 marzo 1992 - 10 aprile 1992

Risultato: le azioni acquistate sulla base dell'offerta sono state n. 12.043.051, pari al 97,38% dei titoli richiesti

Flottante residuo: 0,24%

A seguito dell'offerta, la ABB Tecnomasio S.p.A., nel giugno 1992, è stata cancellata dal listino.

PIERREL S.p.A.

Offerente: Procordia AB con sede in Svezia, già detentrica dell'85,86% del capitale della società

Natura dell'offerta: volontaria

Quantitativo richiesto: intero flottante sia in azioni ordinarie che in azioni di risparmio, con limite minimo per l'efficacia dell'offerta fissato in n. 6 ML di azioni ordinarie (94,5% del flottante) e in n. 8,8 ML di azioni di risparmio (pari al 97,77% del capitale rappresentato da tale categoria di azioni)

Riserva ex art. 20, comma 3: la società si era riservata di accettare comunque, con apposita dichiarazione da rendere pubblica entro cinque giorni dalla chiusura dell'offerta, le azioni consegnate, anche se in quantitativo minore.

Durata dell'offerta: 4.11-11.12.1992

Risultato: le accettazioni, rispettivamente pari al 65,7% e al 79,9% delle azioni ordinarie e di risparmio richieste, non hanno consentito di raggiungere il quantitativo minimo previsto. La società, peraltro, ha esercitato la facoltà di accettare le azioni consegnate.

Flottante residuo: sono rimaste in circolazione 2.174.729 azioni ordinarie, pari al 4,84% del capitale ordinario e al 4,03% dell'intero capitale e 1.805.680 azioni di risparmio non convertibili, pari al 20,06% del capitale dalle stesse rappresentato e al 3,35% dell'intero capitale.

ALCATEL CAVI S.p.A.

Offerente: Alcatel Cavi Finanziaria S.p.A.

Natura dell'offerta: volontaria

Quantitativo richiesto: intero flottante in circolazione in azioni ordinarie e in azioni di risparmio non convertibili, pari rispettivamente al 13,38% e al 91,53% del capitale ordinario e di risparmio, senza previsione di alcun limite minimo per l'efficacia dell'offerta.

Durata dell'offerta: inizialmente prevista dal 4 al 30 novembre, poi prorogata fino al 15.12.1992

Risultato: sono pervenute all'offerente accettazioni per n. 3.470.303 azioni ordinarie pari all'86,43% dei titoli oggetto dell'OPA e n. 9.895.303 azioni di risparmio, pari al 96,10% dei titoli richiesti

Flottante residuo: a seguito dell'offerta sono rimaste in circolazione n. 544.697 azioni ordinarie, pari all'1,81% del capitale ordinario e all'1,32% del capitale sociale, e n. 401.197 azioni di risparmio non convertibili, pari al 3,56% di tali azioni e allo 0,97% del capitale sociale.

WORTHINGTON S.p.A.

Offerente: Ingersoll Dresser Pump Inc.

Natura dell'offerta obbligatoria successiva ai sensi dell'art. 10, comma 8, della legge n. 149/92, a seguito di acquisto da parte della Ingersoll Dresser Pump Inc. del 52,87% del capitale.

Quantitativo richiesto: n. 7.633.810 azioni, pari al 47,122% del capitale sociale

Durata dell'offerta: 9.11-30.12.1992

Risultati dell'offerta: accettazioni per n. 7.324.635 azioni, pari al 95,95% del quantitativo richiesto; l'offerente si trova ora in possesso del 98,07% del capitale di Worthington.

Flottante residuo: sono rimaste in circolazione m. 309.175 azioni della società, pari all'1,93% del capitale sociale.

AUSILIARE S.p.A.

Offerenti: Gruppo Andidero Finanziario Immobiliare s.r.l. e tre persone fisiche (Domenico, Vittorio e Vittoria Andidero)

Natura dell'offerta: obbligatoria successiva ai sensi dell'art. 10, comma 8, della legge n. 149/92, a seguito di acquisto da parte degli offerenti dell'83,68% del capitale di Ausiliare

Quantitativo richiesto: n. 869.020 azioni ordinarie, pari al 16,46% del capitale sociale

Risultato dell'offerta: hanno aderito all'offerta 135 azionisti per un totale di 138.118 azioni, pari al 15,89% dell'offerta.

Flottante residuo: sono rimaste in circolazione n. 730.902 azioni pari al 13,84% del capitale.

FINANZIARIA AGROINDUSTRIALE S.p.A. - ERIDANIA BEGHIN SAY S.A.

Offerente: Montedison S.p.A.

Natura dell'offerta: volontaria di scambio..

Titoli oggetto dell'offerta: azioni ordinarie, azioni di risparmio e buoni di conversione della Finanziaria Agro-Industriale S.p.A., utilizzabili per la conversione di azioni di risparmio in azioni ordinarie.

Titoli offerti in contropartita: azioni ordinarie della società Eridania Beghin Say S.A., quotata alla Borsa di Parigi e per la quale, come precisato nel documento d'offerta, verrà presentata domanda di ammissione alla Borsa di Milano.

Durata dell'offerta: 16.11 - 15.12.1992

Risultato dell'offerta: sono state presentate accettazioni pari all'89,20% delle azioni ordinarie oggetto d'offerta, al 95,08% delle risparmio e all'89,65% dei buoni di conversione.

Flottante residuo: sono rimasti in circolazione (non in possesso di società appartenenti al gruppo Ferruzzi Finanziaria, controllante di Montedison) il 4,21% delle ordinarie (n. 6.383.580 azioni), pari al 2,54% del capitale, il 3,5% delle risparmio (n. 3.492.160) e il 4,72% dei buoni di conversione non ancora convertiti (n. 1.596.301).

VALEO S.p.A. - VALEO S.A.

Offerente: Société Financière E.C. S.A., con sede in Francia.

Natura dell'offerta: volontaria di acquisto e scambio

Quantitativo richiesto: intero flottante, costituito da 11.871.960 azioni ordinarie, pari al 43,6% del capitale sociale;

l'efficacia dell'offerta era subordinata all'acquisizione di almeno n. 10.600.000 azioni, tali da consentire al gruppo Valeo di detenere il 95% delle azioni Valeo S.p.A., fatta salva la facoltà di accettare quantitativi inferiori.

Durata dell'offerta: 18.12.1992 - 1.2.1992

Risultato: l'offerta si è conclusa con l'acquisizione da parte

della Financière E.C. di 11.399.992 azioni, pari al 96,02% del numero totale di azioni oggetto dell'offerta ed al 41,8% del capitale sociale della Valeo S.p.A.. Il gruppo Valeo detiene pertanto il 98,27% del capitale sociale della Valeo s.p.a.

Flottante residuo: è rimasto in circolazione l'1,73% del capitale sociale della Valeo S.p.A.

## CAPITOLO VI

**L'ATTIVITA' DELLE SOCIETA' DI REVISIONE ISCRITTE NELL'ALBO SPECIALE****1. Il controllo legale dei conti e la legislazione vigente****1.1 D.L. 27 gennaio 1992, n. 88**

Come illustrato nella precedente Relazione annuale (cap. V, par. 1), con l'emanazione del decreto legislativo n. 88 del 27 gennaio 1992 è stata recepita nel nostro ordinamento l'VIII direttiva comunitaria (n. 84/253 del 10 aprile 1984). Tale direttiva concerne l'abilitazione delle persone incaricate del controllo di legge dei documenti contabili, sulla base dei principi e criteri contenuti nell'art. 7 della Legge 29 dicembre 1990, n. 428. Il nostro ordinamento prevede, per alcuni tipi di società, accanto al controllo del collegio sindacale, disciplinato dal codice civile, il controllo esterno esercitato dalle società di revisione di cui al d.P.R. n. 136 del 1975; pertanto, nonostante l'oggetto della direttiva sia formalmente limitato alla disciplina dei requisiti per l'abilitazione al controllo legale dei conti, il legislatore ha previsto un intervento non solo sulle disposizioni del codice civile, nella parte relativa al collegio sindacale, ma anche sulle norme contenute nel citato d.P.R.. In questo modo, ha inteso operare un coordinamento tra la disciplina attualmente vigente e quella emanata in attuazione delle norme comunitarie.



Il recepimento della direttiva di cui trattasi lascia tuttavia irrisolto il problema della duplicità dei controlli contabili, svolti da parte sia del collegio sindacale sia della società di revisione.

Al riguardo, se da un lato il predetto art. 7 della Legge n. 428 del 1990 prevedeva espressamente che l'abilitazione al controllo legale dei conti venisse riconosciuta sia alle persone fisiche che alle società di revisione, dall'altro, in sede di recepimento delle direttive comunitarie IV e VII, in relazione a quanto previsto dall'art. 51 (1) della IV direttiva è stata ribadita la competenza del collegio sindacale in materia di controllo legale dei conti.

Il decreto legislativo di recepimento dell'VIII direttiva ha lasciato inalterato il sistema nelle sue linee generali, regolamentando i requisiti dei "controllori legali dei conti" e introducendo una serie di modifiche al d.P.R. n. 136 del 1975 al fine di adeguare i requisiti professionali dei revisori.

Il decreto in parola ha istituito il registro dei revisori contabili, tenuto presso il Ministero di Grazia e Giustizia, ed ha disciplinato le condizioni per l'iscrizione nel medesimo, prevedendone altresì le modalità di formazione.

---

(1) L'art. 51 infatti prevede che le società debbano "far controllare i loro conti da una o più persone abilitate ai sensi della legge nazionale alla revisione dei conti".

A partire dalla data di pubblicazione di tale registro, tutti i membri del collegio sindacale devono essere scelti tra i soggetti iscritti e possono avvalersi, sotto la propria responsabilità ed a proprie spese, della collaborazione di dipendenti e ausiliari nell'espletamento di specifiche operazioni attinenti al controllo contabile. In coincidenza con la pubblicazione del registro in parola, saranno abrogate le norme concernenti il ruolo dei revisori ufficiali dei conti. Peraltro, il ritardo nell'emanazione del regolamento d'esecuzione, ai sensi dell'art. 14 del decreto legislativo n. 88 del 1992, intervenuto in data 20 novembre 1992, n. 474, nonché le difficoltà operative riguardanti l'esame delle numerose domande di iscrizione presentate entro il 31 gennaio 1993, determinano necessariamente un ritardo nella completa applicazione della nuova disciplina, subordinata in alcune parti alla pubblicazione del primo registro.

Accanto alle società di revisione iscritte nell'Albo speciale tenuto dalla Consob, abilitate alla certificazione ai sensi del d.P.R. n. 136 del 1975, il legislatore ha creato una nuova fattispecie di società di revisione che possono ottenere l'iscrizione nel registro dei revisori presso il Ministero di Grazia e Giustizia, senza peraltro che ciò comporti il venir meno del predetto Albo speciale, considerata la peculiarità del settore di attività delle società ivi iscritte.

E' da rilevare che, per le società di cui all'Albo speciale

tenuto dalla Consob, non è richiesta l'iscrizione nel menzionato registro, in quanto il legislatore, tenuto anche conto degli ampi poteri di vigilanza attribuiti alla Consob, ha voluto evitare un'inutile duplicazione dei controlli da parte delle pubbliche amministrazioni: ciò invece si verificava nella vigenza della precedente normativa, che prevedeva l'assoggettamento delle società iscritte nell'Albo speciale anche alla vigilanza del Ministero dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato.

#### 1.2 Modifiche al d.P.R. n. 136 del 1975

Come si è detto in precedenza, il recepimento della direttiva ha comportato, ai fini di coordinamento, la modifica di alcune disposizioni del testo del d.P.R. n. 136 del 1975.

In particolare, l'art. 16 del decreto legislativo n. 88 del 1992 ha modificato il secondo comma dell'art. 4 del d.P.R. n. 136 del 1975 per quanto riguarda i requisiti dei firmatari delle relazioni di certificazione, i quali devono essere obbligatoriamente soci o amministratori con rappresentanza iscritti nel registro dei revisori contabili.

L'art. 17 del richiamato decreto legislativo formula integralmente ex novo l'art. 8 del d.P.R. 136 del 1975 prevedendo, per le società di revisione iscritte nell'Albo Consob, requisiti analoghi a quelli previsti per le società di revisione iscritte nel registro del Ministero di Grazia e Giustizia. Inoltre, è stata eliminata la disposizione che limitava l'iscrizione nell'Albo Speciale alle società autorizzate

dal Ministero dell'Industria del Commercio e dell'Artigianato ai sensi della legge 23 novembre 1939, n. 1966. Infatti, in base alla nuova normativa, al predetto Ministero dovrebbe competere solo la vigilanza in materia di società fiduciarie e di revisione che espletano attività di revisione a titolo volontario, ancorché tale interpretazione possa essere confutata dalla considerazione che l'art. 28, IV comma del decreto n. 88 del 1992 dispone che "restano ferme le disposizioni della legge 23 novembre 1939, n. 1966, in particolare per tutto quanto riguarda le attività demandate dalla legge alle società fiduciarie e di revisione, anche non iscritte nel registro previsto dall'art. 1". La volontà del legislatore sembrerebbe, comunque, essere quella di lasciare al Ministero dell'Industria, Commercio e Artigianato una competenza esclusivamente sull'attività svolta dalle società a titolo volontario, in quanto il d.P.R. n. 136 del 1975 non contiene più alcun riferimento allo stesso Ministero. Appare, comunque, necessario un chiarimento al riguardo da parte delle autorità preposte al settore.

E' stata inoltre più chiaramente formulata la norma in materia di oggetto sociale, allo scopo di precisare che alle società di revisione è consentito soltanto lo svolgimento delle attività di revisione ed organizzazione contabile di aziende, in linea peraltro con la precedente posizione adottata dalla Consob in sede interpretativa.

E' stato altresì previsto l'obbligo di iscrizione nel registro dei revisori contabili, oltre che per la maggioranza degli amministratori e dei soci, anche per i rappresentanti le società nel controllo legale dei conti. Sarà necessario, pertanto, individuare l'ampiezza di tale categoria di soggetti, in analogia con quanto previsto per le società che richiederanno l'iscrizione nel registro del Ministero di Grazia e Giustizia.

Un'altra modifica apportata dall'art. 17 del citato decreto legislativo n. 88 del 1992 riguarda la costituzione di società di revisione in forma di società di capitali: da un lato sono stati eliminati il limite minimo di capitale sociale, precedentemente stabilito in lire cinquecento milioni, ed il vincolo secondo il quale il capitale deve essere detenuto da istituti di credito, dall'altro è stato previsto che la maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria spetti a persone fisiche iscritte nel registro.

Per quanto riguarda il sistema di garanzia, è stato disposto che le società, comprese quindi quelle di capitali, e non più i singoli soci, dovranno munirsi di una copertura assicurativa, la cui idoneità a coprire i rischi derivanti dall'esercizio dell'attività sociale, costituisce oggetto di giudizio da parte della Consob. Inoltre è venuta meno la possibilità di fornire una garanzia finanziaria o tramite un patrimonio adeguato.

Le norme che disciplinano l'iscrizione delle società estere nell'Albo Speciale sono profondamente mutate, in quanto è stato richiesto che tali società possiedano i medesimi requisiti

previsti per le società italiane. La Consob non ha più, pertanto, la competenza di riconoscere l'equipollenza delle qualifiche conseguite all'estero dai soci e dagli amministratori, in quanto è previsto che questi ultimi debbano comunque risultare iscritti nel registro dei revisori contabili.

Peraltro, a seguito dell'emanazione in data 27 gennaio 1992, del decreto legislativo n. 115 in attuazione della direttiva n. 89/48/CEE, è stato instaurato un sistema generale di riconoscimento dei diplomi di istruzione superiore che sanzionano formazioni professionali di una durata minima di tre anni.

Come conseguenza della mancata o ritardata comunicazione del trasferimento delle azioni o delle quote nonché della sostituzione degli amministratori e dei direttori generali, è stata introdotta, in alternativa alla cancellazione dall'Albo, una sanzione amministrativa consistente nel pagamento di una somma da lire cinque a trenta milioni. Particolare importanza assume, poi, l'eliminazione delle incompatibilità professionali di cui all'ottavo comma del precedente art. 8 del d.P.R. n.136 del 1975, che consentirà l'ingresso nelle società di revisione di professionisti che non avevano in precedenza ritenuto opportuno limitare alla revisione contabile la propria attività.

Nonostante le modifiche apportate alla disposizione in materia di incompatibilità professionali, le norme relative alla individuazione dell'esatto contenuto dell'oggetto sociale delle società di revisione nonché alle situazioni che generano

incompatibilità specifiche tra società di revisione e società conferente garantiscono comunque il requisito dell'indipendenza, peraltro oggetto di vigilanza da parte della Consob.

Poiché nel primo registro dei revisori contabili possono essere iscritti soggetti che non rispondono ai requisiti della direttiva, il legislatore si è preoccupato di garantire che ciò non incida sulla qualificazione professionale delle società iscritte nell'Albo Speciale: a tal fine, l'articolo 17 punto 2 del decreto legislativo in esame ha disposto che gli iscritti in sede di prima formazione del registro dei revisori contabili debbano possedere ulteriori requisiti per poter concorrere alla formazione della maggioranza degli amministratori e dei soci e, quindi, poter sottoscrivere le relazioni di certificazione. L'art. 17 entrerà in vigore solo dopo la pubblicazione del primo registro.

L'art. 18 del decreto legge n. 88 del 1992 ha introdotto nel d.P.R. n. 136 del 1975 l'art. 8 bis, ai sensi del quale gli amministratori delle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale devono possedere gli stessi requisiti di onorabilità previsti per gli iscritti nel registro dei revisori contabili. Tale norma è, peraltro, già entrata in vigore con l'emanazione del decreto legislativo in discorso.

E' stato, inoltre, abrogato, con effetto dalla sessione dell'anno 1992, l'art. 13 del d.P.R. n. 136 del 1975, concernente gli esami di idoneità, indetti annualmente dalla Consob, il cui superamento costituiva uno dei requisiti per far parte della

maggioranza degli amministratori e per firmare le relazioni di certificazione.

Per adeguare la normativa nazionale a quella comunitaria è risultato, altresì, necessario apportare sostanziali innovazioni al sistema sanzionatorio nei riguardi delle società di revisione, riformulando l'articolo 11 del d.P.R. in parola.

Il nuovo sistema, commentato nella precedente Relazione annuale (cap. V), è senza dubbio più elastico ed organico, non essendo limitato all'unica ipotesi sanzionatoria consistente nella cancellazione dall'Albo Speciale.

La Commissione ha peraltro ritenuto che il sistema introdotto dall'art. 20 del decreto legislativo n. 88/92 non fosse applicabile alle irregolarità riscontrate nel corso del 1992 e, quindi, riferibili a comportamenti posti in essere precedentemente all'entrata in vigore della nuova normativa, non essendo possibile irrogare una sanzione introdotta successivamente al verificarsi dell'irregolarità.

In aggiunta alle menzionate innovazioni, sono stati attribuiti alla Consob maggiori poteri, innanzitutto per quanto attiene all'approvazione degli incarichi di certificazione conferiti ai sensi dell'art. 2 del decreto n. 136 del 1975: la Commissione può negare infatti l'approvazione di tali incarichi non solo in relazione alla valutazione dell'organizzazione, del numero degli incarichi già assunti e dell'indipendenza, ma anche sulla base di tutti gli elementi relativi all'idoneità tecnica



della società.

Inoltre, alla Consob è stato attribuito un più ampio potere di revoca d'ufficio degli incarichi già approvati, non solo per sopravvenute cause di incompatibilità, come in precedenza previsto, ma anche sulla base degli stessi motivi per i quali la Commissione può negare l'approvazione (valutazione dell'organizzazione della società di revisione, nonché delle modalità di espletamento delle funzioni di revisione e di certificazione).

Infine, di rilievo appare l'innovazione introdotta all'art. 11 del decreto n. 136 del 1975 dall'art. 20 del decreto n. 88 del 1992, in ordine al procedimento amministrativo conseguente ad una delibera di cancellazione dall'Albo speciale: essa colma la precedente lacuna relativa ad adeguate forme di pubblicità, alla necessità della notifica alle società conferenti del provvedimento adottato, all'obbligo di convocare entro 45 giorni un'assemblea per il conferimento di un nuovo incarico, al conferimento da parte della Commissione in caso di inerzia delle società quotate, nonché all'obbligo per la società cancellata di continuare nello svolgimento delle funzioni di controllo contabile fino alla data di nomina della nuova società di revisione.

### 1.3 Leggi che impongono l'obbligo di controllo legale dei conti

Le norme susseguitesi nel tempo in materia di certificazione obbligatoria dei bilanci per numerose tipologie di società sono

state frequentemente oggetto di critiche a causa della loro disomogeneità.

Il legislatore ha ad esempio, usato formulazioni diverse per riferirsi alla certificazione ad opera di società di revisione iscritte nell'Albo Speciale tenuto dalla Consob, in alcuni casi richiamando l'intero d.P.R. n. 136 del 1975, in altri casi disponendo rinvii a singole norme. Inoltre, ha abilitato alla certificazione legale anche le società esclusivamente autorizzate dal Ministero dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato.

L'intenzione del legislatore del 1992 era di fare chiarezza, prevedendo che fossero abilitate al controllo legale esclusivamente società iscritte nell'Albo tenuto dalla Consob e nel registro del Ministero di Grazia e Giustizia, e che le società autorizzate dal Ministero dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato fossero abilitate a svolgere soltanto incarichi volontari. Peraltro, la formulazione delle nuove norme non risulta chiarificante ed, anzi, suscita dubbi interpretativi.

Esemplificativa in proposito è la legge del 31 gennaio 1992 n. 59 concernente "nuove norme in materia di società cooperative", che all'art. 15 ha disposto l'obbligo di certificazione dei bilanci, rispondenti ad alcuni parametri economico-patrimoniali, per le società cooperative e i loro consorzi.

La norma prevede che le società di revisione abilitate al

rilascio della predetta certificazione siano in linea generale quelle iscritte nell'Albo Speciale di cui all'art. 8 del d.P.R. n. 136 del 1975 e quelle autorizzate dal Ministero dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato ex legge 23 novembre 1939 n. 1966. E' altresì disposto che, per le società cooperative e i loro consorzi non aderenti ad alcuna associazione riconosciuta, la certificazione venga effettuata da una società di revisione iscritta in apposito elenco da formarsi presso il Ministero del Lavoro e della Previdenza Sociale; infine, per le società cooperative e i loro consorzi sottoposti alla vigilanza delle regioni a statuto speciale, la certificazione del bilancio deve essere effettuata da una società di revisione iscritta negli elenchi formati dalle regioni stesse.

La suddetta disposizione appare sostanzialmente in contrasto con il disposto del decreto legislativo n. 88 del 1992, il quale prevede che l'esercizio del controllo legale dei conti spetti in via esclusiva, oltre che alle persone fisiche iscritte nel registro dei revisori contabili, alle società di revisione iscritte nel registro medesimo ed a quelle iscritte nell'Albo Speciale tenuto dalla Consob.

Ancorché antecedente all'entrata in vigore del decreto n. 88 del 1992, si segnala infine il 3° comma dell'art. 78 delle Legge 31 dicembre 1991 n. 413 riguardante l'istituzione dei Centri autorizzati di assistenza fiscale: il loro bilancio deve "essere certificato con gli effetti previsti dal decreto del Presidente della Repubblica 31 marzo 1975, n. 136 a cura dei

soggetti di cui all'art. 8 del medesimo o delle società di revisione autorizzate dal Ministero dell'Industria del Commercio e dell'Artigianato, ai sensi della Legge 23 novembre 1939, n. 1966, o dei soggetti iscritti negli albi dei dottori commercialisti o dei ragionieri liberi professionisti che abbiano esercitato continuamente per almeno cinque anni la relativa attività professionale o l'attività di sindaco in società di capitale".

E' evidente l'anomala previsione degli effetti previsti dal d.P.R. n. 136 del 1975 nella considerazione delle differenti tipologie di soggetti abilitati alla certificazione e dell'estraneità, rispetto ai poteri di vigilanza della Consob, dei soggetti conferenti.

Non vi è dubbio pertanto che, nonostante le numerose innovazioni legislative, da giudicare senz'altro positivamente, il legislatore dovrà comunque realizzare un indispensabile coordinamento in ordine al controllo legale dei conti, anche in considerazione della futura evoluzione della materia in sede comunitaria.

## **2. Gli incarichi di revisione e certificazione**

Nell'anno in esame la Commissione, in adempimento all'art. 2 del d.P.R. n. 136 del 1975, ha approvato gli incarichi di revisione e certificazione conferiti da società con azioni quotate in borsa, da imprese editoriali e da società di

intermediazione mobiliare.

Per quanto riguarda il rinnovo dei conferimenti di incarichi di revisione e certificazione da parte di società appartenenti a gruppi di imprese, per le quali era decorso il termine di tre trienni consecutivi conferiti alla medesima società di revisione previsto dal quarto comma dell'art. 2 del d.P.R. n. 136 del 1975, l'attività istruttoria della Consob ha comportato la verifica della corretta applicazione della Comunicazione n. 89/002925 del 13 giugno 1989 (1). In tale Comunicazione, il caso in cui nell'ambito di un gruppo, individuato secondo le modalità indicate nella Comunicazione medesima, vi sia un'inversione di ruoli tra il revisore principale uscente (ossia il revisore della società controllante) ed il revisore o i revisori secondari (cioè i revisori incaricati della certificazione del bilancio delle società controllate) è stato ritenuto elusivo dello spirito della disposizione contenuta nell'art. 2, comma quarto, del d.P.R. n. 136 del 1975.

Come illustrato nella Relazione sul 1990 (cap. VI, par. 2), tale Comunicazione ha inoltre stabilito l'invio da parte delle società conferenti, in allegato all'estratto del verbale del consiglio di amministrazione dal quale risulti la proposta all'assemblea degli azionisti di conferimento dell'incarico di certificazione relativo al quarto triennio, di un prospetto delle

---

(1) Vedi Bollettino Consob n. 6, giugno 1989.

società facenti parte del gruppo, contenente l'indicazione per ogni società dei rispettivi incarichi di revisione e/o certificazione, delle società di revisione incaricate, della durata dei medesimi, nonché degli eventuali programmi di rinnovo.

Va rilevato in proposito che le società conferenti hanno sostanzialmente rispettato la citata Comunicazione ed in alcuni casi hanno sottoposto alla Commissione, in via preventiva, i singoli problemi operativi, al fine della corretta osservanza

Anche nel corso del novennio, all'atto del rinnovo dell'incarico, la Commissione ha richiesto l'inoltro di un prospetto delle società eventualmente facenti parte del gruppo, relativo alle società controllate direttamente ed indirettamente, con l'indicazione degli incarichi di revisione e certificazione. Ciò al fine di ottenere elementi informativi in merito alla sussistenza dello status di revisore principale in capo alla società di revisione incaricata, nonché al fine di valutare, unitamente agli elementi forniti dalla società di revisione, l'ampiezza del lavoro svolto dalla medesima nell'ambito del gruppo.

Come illustrato nella precedente relazione annuale (cap. V, par. 1.1.) con l'emanazione del decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 88, attuativo della direttiva comunitaria n. 84/253 del 10 aprile 1984, è stato elevato da dieci a venti giorni il termine di approvazione dei conferimenti degli incarichi da parte della Consob, al fine di permettere la valutazione dell'idoneità

tecnica della società di revisione oltre all'accertamento, già previsto dal d.P.R. n. 136 del 1975, che non sussista alcuna delle cause di incompatibilità indicate nel primo comma dell'art. 3.

Nel corso dell'anno in esame, la Commissione, con suo provvedimento del 18 novembre 1992, ha negato, ai sensi dell'art. 2, comma 6 del d.p.r. 31 marzo 1975, n. 136, l'approvazione del conferimento dell'incarico di revisione e certificazione che l'assemblea del 27 luglio 1992 della Scotti Finanziaria S.p.A. aveva attribuito per il triennio 1992/1994 alla società di revisione KPMG Peat Marwick Fides s.n.c.. Il diniego all'approvazione dell'incarico si è reso necessario avendo la Commissione ritenuto che l'operato della KPMG Peat Marwick Fides s.n.c., in relazione alla revisione e certificazione del bilancio al 31 ottobre 1991 della Scotti Finanziaria S.p.A. e del bilancio consolidato del gruppo Scotti alla medesima data, sia stato carente sotto il profilo dell'idoneità tecnica.

La società di revisione, nello svolgimento del proprio incarico, aveva potuto apprendere che un'importante operazione societaria di acquisto di partecipazioni da parti correlate era stata posta in essere secondo modalità che presentavano profili di atipicità tali da rendere necessarie più approfondite indagini sul reale contenuto economico e sulla natura dell'operazione stessa. In tale contesto si è ritenuto che non fosse sufficiente a soddisfare gli obblighi che incombono sulle società di revisione il mero accertamento della congruità dei valori

iscritti in bilancio sulla base di un volontario accertamento peritale in assenza di contrattazioni con parti terze che di per sé avrebbero potuto giustificare le risorse finanziarie impegnate nell'operazione. La mancanza di iniziativa da parte della società di revisione ha fatto sì che oscuri restassero gli aspetti attinenti la ragionevolezza degli atti che andavano al contrario indagati, in quanto le modalità di concreta realizzazione dell'operazione potevano presentare profili di criticità per la salvaguardia degli interessi sociali.

Le regole tecniche della revisione ed il medesimo d.P.R. 136/75 individuano in circostanze del genere l'obbligo di assumere comportamenti ben precisi: acquisizione di sufficienti elementi probativi che giustifichino la correttezza degli atti sociali ed, in assenza di ciò, l'obbligo di denuncia al collegio sindacale dei fatti censurabili accertati, e come naturale conseguenza, l'espressione delle dovute valutazioni in sede di relazione di certificazione.

L'omissione è stata considerata dalla Consob come una grave violazione delle procedure tecniche che sovrintendono all'esercizio dell'attività di revisione e certificazione. Il provvedimento di diniego all'approvazione dell'incarico è stato impugnato dalla KPMG Peat Marwick Fides S.n.c. avanti al Tribunale Amministrativo Regionale del Lazio. Sugli esiti di tale azione si rimanda a quanto commentato nel capitolo VIII. Come verificatosi negli anni precedenti, si sono resi necessari



interventi nei confronti di alcune società conferenti l'incarico di revisione e certificazione, al fine di richiedere l'integrazione dell'informativa fornita in occasione della assemblea riunita per deliberare il conferimento, soprattutto in relazione al costo della revisione delle società controllate, ovvero per completare la delibera assembleare con l'indicazione della variabilità dei corrispettivi, secondo i criteri di cui alla delibera Consob n. 805 del 9 dicembre 1980.

Anche nell'anno in esame la Commissione ha considerato non validamente conferiti taluni incarichi deliberati, in quanto la delibera assembleare, in violazione della normativa di cui al d.P.R. n. 136 del 1975, art. 2, quinto comma, risultava priva della determinazione del corrispettivo spettante alla società di revisione e della sua variabilità secondo i criteri della richiamata delibera Consob n. 805 del 9 dicembre 1980.

Nella precedente relazione annuale (cap. V, par. 1.2) sono state illustrate le modifiche apportate dalla Commissione alle modalità relative al conferimento ed all'approvazione degli incarichi di revisione e certificazione per le società che intendono richiedere l'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale o presentare istanza di iscrizione nell'Albo delle società di intermediazione mobiliare. Come precisato con la Comunicazione n. 91007685 del 27 dicembre 1991 (1), tali modalità consistono nell'adozione, da parte delle suddette

---

(1) Delibera n. 6281 del 16 giugno 1992, pubblicata sul Bollettino Consob n. 6, giugno 1992.

società, di una delibera condizionata all'emanazione del provvedimento di ammissione alla quotazione, ovvero del provvedimento di iscrizione nell'Albo SIM.

Dopo una prima fase di avvio, le società interessate si sono sostanzialmente attenute alle direttive della Commissione.

In relazione ad alcune modifiche introdotte al Regolamento per l'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale nelle borse valori (1), applicabili ai titoli già quotati al mercato ristretto ed in particolare alle azioni delle Banche Popolari, la Commissione ha determinato le modalità da osservare per il conferimento dell'incarico di revisione e certificazione del bilancio, ai sensi del d.P.R. n. 136 del 1975.

Tenuto conto che i soggetti con titoli ammessi alle negoziazioni presso il mercato ristretto hanno già i bilanci certificati, e considerata l'esigenza, in linea con le modifiche al Regolamento medesimo, di evitare alle società la convocazione di un'apposita assemblea prima dell'ammissione al mercato ufficiale, la Commissione ha ritenuto che il conferimento dell'incarico di certificazione possa essere deliberato, al più tardi, dall'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio in corso all'atto della quotazione.

Ciò in considerazione anche di quanto disposto dall'art. 2, terzo comma del medesimo d.P.R. n. 136 del 1975. Tale norma

---

(1) Pubblicata nel Bollettino Consob n.12, dicembre 1991.

prevede infatti che, qualora la Commissione abbia richiesto la presentazione di un bilancio certificato in allegato alla domanda di ammissione delle azioni alla quotazione di borsa, come previsto, in attuazione del d.P.R. 31 marzo 1975, n. 138, dal richiamato Regolamento, il controllo contabile continua ad essere svolto dalla società che ha certificato il bilancio sino a quando l'assemblea non abbia provveduto al conferimento dell'incarico. La disposizione sopra riportata non trova applicazione nel caso di prima ammissione delle azioni alla quotazione di borsa e, pertanto, è da riferirsi soltanto alle società con titoli già negoziati al mercato ristretto.

### **3. Le designazioni ai sensi della legge 649/83**

Nel corso dell'anno, oltre ai rinnovi dell'incarico per operazioni già in atto, la Commissione ha provveduto, per due fondi comuni di investimento mobiliare di diritto lussemburghese, a sostituire la società di revisione già incaricata di redigere la relazione di stima del valore complessivo delle azioni rappresentative di tali fondi collocate in Italia al 31 dicembre 1992.

Tale provvedimento è stato determinato dall'avvenuto cambiamento della società di revisione incaricata della certificazione dei bilanci delle due società estere emittenti i suddetti fondi.

#### 4. L'albo speciale delle società di revisione

Nel corso del 1992, è stata avviata l'istruttoria concernente l'istanza di iscrizione nell'Albo speciale presentata da due società di revisione.

Per la definizione delle suddette istruttorie, come già avvenuto in casi precedenti, la Commissione ha ritenuto necessario procedere ad accertamenti presso la sede delle società interessate, ai fini delle valutazioni dei requisiti di organizzazione, idoneità tecnica ed indipendenza, di cui all'art. 9 del d.P.R. n. 136 del 1975.

Nel corso del 1992, è stata conclusa l'istruttoria relativa alla GUERARD VIALA s.a.s. di Vincenzo Miceli & C., con sede in Milano, iscritta nell'Albo Speciale nel mese di luglio 1992 (1), mentre è stata disposta la cancellazione dall'Albo speciale della SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE, ORGANIZZAZIONE E CERTIFICAZIONE CONTABILE DEL DOTT. MARCO BUSALINI & C. s.a.s., con sede in Milano (2).

Il provvedimento di cancellazione è stato assunto a seguito dell'accertamento, nel corso della verifica ispettiva effettuata presso la società nel 1991 (3), della situazione di incompatibilità, ai sensi dell'art. 8, ottavo comma del d.P.R. 31

---

(1) Vedi Delibera n. 6358 del 22 luglio 1992, pubblicata sul Bollettino Consob n. 7, luglio 1992.

(2) Vedi Delibera n. 6247 del 10 giugno 1992, pubblicata sul Bollettino Consob n. 6, giugno 1992.

(3) Vedi Relazione sul 1991, cap. v, par. 6.

marzo 1975, n. 136, in capo al Dott. Marco Busalini, socio accomandatario della predetta società, per effetto della partecipazione del medesimo, in qualità di socio accomandatario, in un'altra società autorizzata dal Ministero dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato all'esercizio dell'attività di organizzazione e revisione contabile di aziende, ai sensi della legge 23 novembre 1939, n. 1966.

Nel corso della suddetta verifica è stato altresì accertato il venir meno dell'indispensabile requisito di indipendenza, di cui all'art. 9 del d.P.R. n. 136 del 1975, per effetto di rilevanti commistioni con una società di revisione e fiduciaria, di cui il presidente del Consiglio di Amministrazione e il sindaco supplente risultavano essere rispettivamente un socio accomandante e il socio accomandatario della SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE, ORGANIZZAZIONE E CERTIFICAZIONE CONTABILE DEL DOTT. MARCO BUSALINI & C. s.a.s., con sede in Milano. A tale proposito, la Commissione aveva fissato il termine di tre mesi, ai sensi dell'art. 11, primo comma, punto b) del d.P.R. n. 136 del 1975, entro il quale la SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE, ORGANIZZAZIONE E CERTIFICAZIONE CONTABILE DEL DOTT. MARCO BUSALINI & C. s.a.s., con sede in Milano, doveva provvedere, ai fini della permanenza nell'Albo speciale, a rimuovere la predetta causa di incompatibilità, nonché a ricostituire l'indispensabile requisito di indipendenza. L'istruttoria si è protratta oltre il termine fissato in relazione ad alcune osservazioni inoltrate in merito

dalla società, la quale, al rinnovo delle richieste della Commissione, ha dichiarato la propria disponibilità a rinunciare all'iscrizione nell'Albo speciale.

Al 31 dicembre 1992 risultavano iscritte nell'Albo Speciale n. 22 società di revisione (tav. a44 dell'Appendice).

A seguito dell'emanazione del decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 88, attuativo della direttiva comunitaria n. 84/253 del 10 aprile 1984, dalla data di pubblicazione del registro dei revisori contabili entrerà in vigore l'art. 17, che modifica l'art. 8 del d.P.R. n. 136 del 1975, per cui non sarà più prevista una valutazione da parte della Commissione in merito all'equipollenza dell'iscrizione in Albi professionali esteri. Ciò in relazione alla circostanza che per le società estere aventi una stabile organizzazione in Italia, sono richiesti gli stessi requisiti previsti per le società italiane (1).

Nelle more della pubblicazione del registro dei revisori contabili, in relazione a variazioni intervenute nella struttura societaria di alcune società di revisione, la Consob, ai sensi del vigente art. 8, terzo comma, lettera c) del d.P.R. n. 136 del 1975, ha provveduto, sulla base di criteri precedentemente già adottati, al riconoscimento dell'equipollenza dell'iscrizione in Albi professionali esteri per alcuni soci accomandatari delle medesime società di revisione.

Contestualmente, in relazione ad esplicite richieste formulate dalle società di revisione interessate, la Commissione

(1) Vedi infra cap. V, par. 1.1.

ha accertato e riconosciuto per i suddetti soci il possesso dei necessari requisiti ai fini della sottoscrizione delle relazioni di certificazione, emesse ai sensi dell'art. 4 del citato d.P.R. n. 136 del 1975.

Nel corso dell'anno si è provveduto ad alcuni aggiornamenti dell'Albo in relazione ad intervenute modifiche della ragione sociale ovvero del trasferimento della sede legale delle sottoindicate società:

- a) RIA & MAZARS s.a.s. di Giulio Scala, Andrea Trevese & C., con sede in Milano (1) (già iscritta come SOCIETA' NAZIONALE DI REVISIONE s.a.s. di Giulio Scala & C., con sede in Milano);
- b) Sala Scelsi Farina BDO - Società di Revisione - di Paolo Scelsi, Giorgio Farina & C. S.a.s., con sede in Milano (2) (già iscritta come SALA SCELSEI FARINA - BINDER DIJKER OTTE & C. s.a.s., con sede in Milano);
- c) ARTHUR ANDERSEN & CO. s.a.s., con sede in Milano (3) (già iscritta come ARTHUR ANDERSEN & CO. s.a.s., con sede in Roma);
- d) Reconta Ernst & Young S.a.s. di Bruno Gimpel, con sede in Roma (4) (già iscritta come ARTHUR YOUNG & COMPANY con sede

---

(1) Vedi delibera n. 6004 del 25 febbraio 1992, pubblicata sul Bollettino Consob n. 2, febbraio 1992.

(2) Vedi delibera n. 6115 del 22 aprile 1992, pubblicata sul Bollettino Consob n. 4, aprile 1992.

(3) Vedi delibera n. 6582 del 3 novembre 1992, pubblicata sul Bollettino Consob n. 11, novembre 1992.

(4) Vedi delibera n. 6583 del 3 novembre 1992, pubblicata sul Bollettino Consob n. 11, novembre 1992.

in Londra, per la stabile organizzazione italiana in Roma).  
Tale modifica si è resa necessaria a seguito della fusione per incorporazione della ERNST & WHINNEY di Mario Verderio & c. s.a.s. e della RECONTA di Bruno Gimpel & C. s.a.s. nella ARTHUR YOUNG s.n.c. di Marcello Di Pio & C. (1);

- e) DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C., con sede in Milano (2) (già iscritta come DELOITTE HASKINS & SELLS s.n.c. di Adolfo Mamoli & C., con sede in Milano);
- f) CZ Revisione s.n.c. di Paolo Martinotti & C., con sede in Milano (3) (già iscritta come CZ Revisione s.a.s. di Paolo Martinotti & C., con sede in Milano).

Nel corso dell'anno 1992 è stata modificata la procedura in precedenza adottata dalla Commissione per variare l'Albo speciale. In passato infatti le modifiche avvenivano solo successivamente all'emissione del decreto di conferma dell'autorizzazione di cui alla legge 23 novembre 1939, n. 1966 e del r.d. 22 aprile 1940, n. 531 da parte del Ministero. La Commissione ha ritenuto che l'esistenza di un'istruttoria in corso ai fini della modifica di un decreto di autorizzazione non fosse di ostacolo alla variazione dell'Albo speciale in presenza dell'avvenuta omologa dei singoli atti da parte del

---

(1) Vedi Relazione sul 1990, cap. VI, par. 5.

(2) Vedi delibera n. 6584 del 3 novembre 1992, pubblicata sul Bollettino Consob n. 11, novembre 1992.

(3) Vedi delibera n. 6585 del 3 novembre 1992, pubblicata sul Bollettino Consob n. 11, novembre 1992. dell'Industria del Commercio e dell'Artigianato di concerto con il Ministero di Grazia e Giustizia.



tribunale e dell'avvenuta iscrizione nel registro delle imprese della modifica intervenuta.

**5. La vigilanza sull'attività delle società di revisione iscritte nell'albo**

**a) Dati dell'indagine annuale 1992**

Come negli anni precedenti, anche nel 1992 le società di revisione iscritte nell'Albo Speciale, di cui all'art. 8 del d.P.R. 31.3.1975, n. 136, hanno trasmesso alla Consob una serie articolata di dati e documenti per la valutazione della natura degli incarichi conferiti, del carico di lavoro assunto e, in generale, dell'evoluzione del settore. I dati in oggetto si riferiscono a n. 22 società di revisione iscritte nell'Albo Speciale alla data del 31 dicembre 1992.

Come previsto dalla comunicazione Consob n. 91/001877 dell'11.4.1991 (1), l'invio della maggior parte dei dati richiesti è avvenuta a mezzo supporti magnetici: tuttavia, nell'anno in esame, non è stato ancora possibile risolvere i connessi problemi di ordine tecnico-compilativo.

Dall'esame dei bilanci alla data del 31.12.1991, è emerso che quasi tutte le società di certificazione hanno chiuso in utile, per un totale complessivo di 35,7 miliardi, con un incremento del 5,6% rispetto ai 33,8 miliardi di utili conseguiti nel 1990.

---

(1) Pubblicata sul Bollettino Consob n. 4, aprile 1991.

Il fatturato complessivo del settore per il 1991 è stato pari a circa 409 miliardi, con un decremento di 17 miliardi (-4% rispetto all'anno precedente) rispetto ai 426 miliardi fatturati dalle società di revisione nel 1991. Tale valore non comprende, ove individuabile, l'importo fatturato ai clienti a titolo di rimborsi spese e può essere così rappresentato (importi espressi in miliardi). Le società sono, come per gli altri anni, divise in tre gruppi in relazione al numero di ore prestate nel periodo 1.7.1991/30.6.1992 (1).

SOCIETA' DI REVISIONE	FATTURATO 1990/91	%	FATTURATO 1991/92	%
I GRUPPO	388,4	91,2	370	90,5
II GRUPPO	31,1	7,3	32,1	7,8
III GRUPPO	6,5	1,5	6,9	1,7
TOTALE	426	100	409	100

b) Provvedimenti adottati nei confronti delle società di revisione a seguito di verifiche ispettive.

Come illustrato nella relazione precedente (2), nel corso del 1991 l'attività di vigilanza della Commissione aveva

(1) I GRUPPO: Società a matrice internazionale per un totale di n. 6 società.

II GRUPPO: Società con più di n. 25.000 ore prestate per un totale di n. 7 società.

III GRUPPO: Società con meno di n. 25.000 ore prestate per un totale di n. 9 società.

(2) Vedi Relazione sul 1991, cap. V, par. 6.

comportato lo svolgimento di una serie di verifiche ispettive nei confronti di società di revisione di minori dimensioni iscritte nell'Albo speciale, al fine di verificarne, in particolare, i requisiti di idoneità tecnica, organizzazione ed indipendenza previsti dall'art. 9 del d.P.R. n. 136 del 1975, tenuto conto che tali società svolgono prevalentemente incarichi di certificazione a titolo volontario o, comunque, conferiti da società non assoggettate alla vigilanza della Consob.

In particolare, a seguito delle verifiche ispettive che hanno evidenziato carenze ed omissioni prevalentemente riconducibili a difficoltà, di ordine formale e/o procedurale, connesse alla tenuta delle carte di lavoro ed all'esecuzione degli incarichi di revisione, la Commissione, come già segnalato nella Relazione per l'anno 1991, ha richiesto alle società oggetto di verifica di provvedere al miglioramento delle procedure di controllo di qualità del lavoro.

Inoltre, le quattro società di revisione alle quali era stata richiesta la ricostituzione di uno o più requisiti previsti dall'art. 9 del d.P.R. n. 136 del 1975 entro un termine prefissato hanno comunicato i provvedimenti adottati.

In particolare, due società hanno sostanzialmente provveduto a porre in essere adeguate iniziative in relazione a quanto richiesto dalla Commissione, ridefinendo, in particolare, le procedure di controllo della qualità del lavoro, nonché potenziando la struttura professionale con personale di

qualificata esperienza.

Per contro, una società non ha adottato i provvedimenti necessari ai fini della ricostituzione dei requisiti di cui agli artt. 8 e 9 del d.P.R. n.136 del 1975, dichiarando altresì la propria disponibilità a rinunciare all'iscrizione nell'Albo speciale (1).

Infine, non si è ancora concluso l'iter istruttorio per l'accertamento della ricostituzione dei requisiti da parte dell'ultima società oggetto di ispezione.

Nel corso del 1992, si è conclusa l'istruttoria relativa ad una verifica ispettiva svolta nei confronti di una società di revisione a matrice internazionale, in relazione ad un incarico di certificazione conferito da una società con azioni quotate in borsa. Con riferimento ai problemi emersi nel corso degli accertamenti ispettivi, la Commissione ha inoltrato a detta società di revisione una dettagliata nota di richiamo, rilevando le carenze del sistema di controllo interno e, di conseguenza, l'inefficacia delle procedure di revisione attuate su alcune poste di bilancio, nonché la mancanza nelle relazioni di certificazione dell'informativa in merito alla parziale o mancata rilevazione, in contabilità generale, di fatti gestionali della società conferente.

Contestualmente, è stato richiesto alla medesima società di revisione di adottare provvedimenti idonei ad assicurare il

---

(1) Vedi *infra*, cap. V, par. 5.

miglioramento delle procedure di controllo di qualità, nonché di attenersi per il futuro ad un corretto svolgimento delle funzioni di controllo contabile e di certificazione dei bilanci, nel pieno rispetto degli statuiti principi di revisione.

Nel corso del 1992, sono state inoltre inviate a due società di revisione a matrice internazionale altrettante lettere di richiamo, ai sensi dell'art. 10 del d.P.R. n. 136 del 1975, al fine di rilevare carenze riscontrate nelle relazioni di certificazione emesse sui bilanci di società con azioni quotate in borsa.

In un caso, è stata rilevata la mancata evidenziazione nella relazione di un'eccezione riguardante l'iscrizione fra le passività di bilancio di un fondo oscillazione titoli e partecipazioni, il cui incremento era stato generato con utili, anziché essere iscritto in conto economico.

Nel secondo caso, le carenze accertate hanno riguardato le relazioni di certificazione di due consecutivi esercizi; in particolare, alla società di revisione interessata sono state contestate, per l'esercizio 1989, l'assenza di un commento ad una rilevante diminuzione dei fondi di natura patrimoniale, nonché, relativamente all'esercizio 1990, la qualificazione "richiamo di informativa", anziché "deviazione dai corretti principi contabili", per l'utilizzo di una riserva patrimoniale generata da un disavanzo di fusione a copertura di costi di natura straordinaria.

## CAPITOLO VII

## L'ATTIVITA' ISPETTIVA

Come rilevato nella precedente Relazione annuale, la tipologia dei destinatari degli interventi ispettivi della Commissione è, anche per effetto della recente introduzione nel nostro ordinamento di specifiche discipline in materia di attività di intermediazione mobiliare e *insider trading*, assai varia (dagli intermediari - società di intermediazione mobiliare, agenti di cambio, società fiduciarie e, fino al 31 dicembre 1992, società commissionarie di borsa - alle società ed enti con titoli quotati; dalle società che sollecitano il pubblico risparmio alle società di revisione, fino ai soggetti coinvolti in operazioni di *insider trading* o di manipolazione dei corsi dei titoli), così come varie e diverse sono le finalità assegnate dalla legge a detti stessi interventi (dalla regolarità delle operazioni di intermediazione o negoziazione all'esattezza e completezza dei dati e delle notizie comunicati o pubblicati, all'idoneità tecnica e al modo in cui è esercitato il controllo contabile).

Da siffatta varietà di destinatari e di finalità proprie dell'attività ispettiva della Consob, è conseguita la necessità di procedere al potenziamento nonché alla sistemazione dell'assetto organizzativo della funzione ispettiva, tenuto anche conto delle esigenze di coordinamento tra Autorità di controllo (Consob e Banca d'Italia) in materia di vigilanza sugli intermediari imposte dalla legge sulle SIM. In tale quadro si

inserirsi, infatti, l'istituzione presso ciascuna delle due Autorità, di appositi gruppi di lavoro cui è demandato lo studio di criteri omogenei da seguire nell'espletamento di verifiche ispettive nei confronti degli intermediari.

Merita ad ogni modo di essere sottolineata, anche per l'anno di riferimento, la numerosità degli accertamenti ispettivi disposti (64 in totale) nei confronti dei soggetti sottoposti alla potestà ispettiva della Commissione. L'ispezione infatti è strumento volto a rendere più efficace ed incisiva la vigilanza esercitata dalla Commissione sul mercato mobiliare, fungendo da necessario complemento degli altri e diversi strumenti in cui si articola la vigilanza stessa, e cioè il controllo cartolare e l'audizione diretta dei soggetti controllati.

#### 1. Gli intermediari in titoli quotati

Nel corso del 1992 la Commissione ha disposto 35 accertamenti ispettivi sull'operato degli intermediari, nei confronti rispettivamente di 7 agenti di cambio, 14 società commissionarie di borsa (per una delle quali sono state disposte due diverse e successive verifiche), 11 società di intermediazione mobiliare, 1 società fiduciaria iscritta nella sezione speciale dell'Albo prevista dall'art. 17, 2° comma, della legge 2 gennaio 1991, n. 1, ed 1 società commissionaria in titoli.

In tre casi, le ispezioni nei confronti di agenti di cambio (operanti nelle borse valori di Roma, Genova e Bologna) hanno

avuto carattere generale. Si è infatti proceduto ad accertare: la regolarità ed i modi di finanziamento delle operazioni di riporto e di compravendita poste in essere in un determinato arco temporale; l'adempimento delle disposizioni contenute nella delibera Consob n. 929 del 3 luglio 1981 e successive modificazioni ed integrazioni; il rispetto delle norme di cui all'art. 10, 1° comma, del R.D.L. 30 giugno 1932, n. 815. Gli accertamenti effettuati nei riguardi dei restanti agenti di cambio (operanti nelle borse valori di Roma, Genova e Torino), sono stati, invece, disposti al fine di verificare specifici aspetti dell'attività svolta da tali intermediari. E così, a titolo esemplificativo, le ispezioni hanno avuto ad oggetto quando la regolarità ed i modi di finanziamento delle operazioni di riporto poste in essere in un arco di tempo determinato; quando l'entità, la regolarità ed i modi di finanziamento delle operazioni di borsa poste in essere con o per conto dei clienti di più significativa operatività; quando l'individuazione delle controparti di determinate operazioni; quando, ancora, i volumi di titoli intermediati per conto di un determinato committente, nonché le relative commissioni applicate; quando, infine, la destinazione, le modalità e la regolarità delle disposizioni di compenso eseguite per specifiche liquidazioni di borsa.

Gli accertamenti effettuati nei confronti di cinque commissionarie di borsa (di Roma, Milano, Firenze e Torino), hanno avuto carattere generale. Si è così proceduto ad accertare: la situazione patrimoniale e finanziaria; le modalità di



esecuzione degli ordini della clientela; la regolarità ed i modi di finanziamento delle operazioni in titoli, nonché i rapporti eventualmente intrattenuti con le società del gruppo di appartenenza e le modalità di impiego dei saldi attivi di liquidazione, relativi alle operazioni in titoli, non ritirati dalla clientela.

In altri otto casi invece (riguardanti commissionarie di borsa di Roma, Milano, Torino e Bologna), le ispezioni hanno avuto ad oggetto, unitamente o disgiuntamente agli aspetti generali sopraindicati, l'accertamento di specifici aspetti attinenti allo svolgimento dell'attività delle commissionarie, quali, ad esempio: l'eventuale esistenza di posizioni creditorie in sofferenza; il rispetto delle disposizioni contenute nella delibera Consob n. 929 del 3 luglio 1981 e successive modificazioni ed integrazioni; il rispetto delle disposizioni di legge e regolamentari in materia di concentrazione delle negoziazioni sui mercati regolamentati; le modalità di gestione dei conti di deposito e custodia titoli della clientela.

In un caso, infine, in connessione con una verifica nei confronti di una società di intermediazione mobiliare volta a verificare la regolarità e correttezza delle attività di intermediazione da questa poste in essere, la Commissione ha disposto una ispezione nei confronti di una commissionaria di borsa di Milano, controllante la suddetta società di intermediazione mobiliare, avente ad oggetto: la situazione

patrimoniale e finanziaria; la regolarità delle operazioni concluse con i clienti della citata società di intermediazione mobiliare ed aventi ad oggetto titoli di altre due società del gruppo; l'eventuale utilizzo in proprio dei titoli di pertinenza della clientela; le modalità di gestione dei conti di deposito e custodia titoli della clientela stessa; nonché l'utilizzo della liquidità rinveniente dalle vendite dei titoli delle due citate società del gruppo.

Nei confronti di quattro società di intermediazione mobiliare di Milano, le ispezioni hanno avuto carattere generale, essendo state volte ad accertare la conformità delle modalità di svolgimento delle attività autorizzate alle correlative disposizioni di legge e regolamentari.

Nei restanti casi, invece, le ispezioni hanno avuto lo scopo di accertare singole situazioni o specifici aspetti connessi all'operatività delle società interessate. Infatti gli accertamenti sono stati di volta in volta mirati a verificare: la regolarità delle operazioni di intermediazione poste in essere, con particolare riferimento a quelle relative ad accettazioni bancarie; i rapporti con le società del gruppo di appartenenza; il rispetto delle disposizioni di legge e regolamentari in materia di concentrazione delle negoziazioni sui mercati regolamentati; la regolarità delle operazioni in titoli di Stato e non quotati poste in essere nel corso di un determinato arco temporale; le modalità e la regolarità dei rapporti intrattenuti con la clientela e le modalità e la regolarità dell'attività

svolta per conto delle SIM dai promotori finanziari.

Nei confronti di una società fiduciaria, iscritta nella sezione speciale dell'Albo delle società di intermediazione mobiliare, l'ispezione ha avuto invece lo scopo di accertare la conformità dell'attività di gestione di patrimoni di cui all'art. 17, 1° comma, della legge n. 1/91, alle correlative disposizioni di legge e regolamentari.

Nei confronti di una società commissionaria in titoli, infine, l'ispezione è stata disposta al fine di accertare l'eventuale esercizio abusivo di attività di intermediazione mobiliare.

A seguito dei suddetti accertamenti ispettivi nei confronti di intermediari, vari e diversi sono stati i provvedimenti adottati dalla Commissione. Relativamente agli agenti di cambio, ad esempio, la Commissione ha in alcuni casi provveduto a comunicare al Ministro per il Tesoro e al competente Consiglio dell'Ordine, ai sensi dell'art. 13 del d.P.R. n. 138 del 31 marzo 1975, le irregolarità riscontrate a carico degli agenti di cambio; in altri, invece, ha deliberato l'archiviazione della pratica, ovvero, come è accaduto in un caso specifico riguardante una società a responsabilità limitata, operante quale remissore di un agente di cambio, ha inoltrato denuncia penale all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di esercizio abusivo dell'attività di intermediazione mobiliare.

Per quanto riguarda le commissionarie di borsa, in tre casi

la Commissione ha disposto la revoca dell'ammissione in borsa; in altri tre casi ha provveduto a contestare alle società interessate, ai sensi e per gli effetti dell'art. 13, 3° comma, della legge 2 gennaio 1991, n. 1, le irregolarità riscontrate; in due casi, invece, ha disposto l'archiviazione della pratica. Con riferimento all'attività ispettiva svolta nei confronti delle società di intermediazione mobiliare, infine, in due casi, la Commissione ha proposto al Ministro del tesoro di irrogare le sanzioni amministrative pecuniarie di cui agli artt. 11, 12° comma, e 13, 3° comma, della legge 2 gennaio 1991, n. 1; in un caso, ha proceduto a contestare, ai sensi e per gli effetti dell'art. 13, 3° comma, della citata legge, le irregolarità riscontrate; in tre casi, invece, ha disposto la sospensione o la cancellazione delle SIM, ai sensi dell'art. 13 della legge 1/91, dall'albo di cui all'art. 3 della stessa legge.

Nei confronti, infine, della società fiduciaria ispezionata, la Commissione ha disposto la sospensione, per un periodo di 60 giorni, dell'esercizio dell'attività di gestione di patrimoni.

## **2. Le società di revisione iscritte all'Albo speciale**

Nell'ambito dell'attività di vigilanza sulle società di revisione iscritte all'Albo speciale, la Commissione ha disposto, nel corso del 1992, una sola ispezione di carattere generale, volta ad accertare l'indipendenza e l'idoneità tecnica della società di revisione interessata. A seguito della suddetta ispezione, la Commissione, da un lato, ha deliberato l'inoltro

di una denuncia penale all'Autorità Giudiziaria, per violazione dell'art. 2621 del codice civile, nei confronti di una società quotata sottoposta a certificazione ad opera della società di revisione in questione, dall'altro lato, ha provveduto a contestare alla medesima le irregolarità riscontrate.

### 3. La repressione dei fenomeni di insider trading

La legge 17 maggio 1991, n. 157, ha ampliato ulteriormente, come detto, l'ambito applicativo dell'attività ispettiva Consob, cioè dei soggetti nei cui confronti tale attività può dirigersi. Infatti, ai sensi dell'art. 8, 1° comma, della citata legge, la Commissione ha il potere di compiere, nei confronti di tutti i soggetti interessati (persone fisiche o giuridiche, intermediari o non), gli atti necessari, tra cui verifiche ispettive, per l'accertamento di ipotesi di insider trading, ovvero di manipolazione dei corsi dei titoli. In virtù di tale potere e nell'ambito delle istruttorie avviate a seguito della rilevazione di andamenti anomali dei corsi di titoli quotati, la Commissione ha pertanto proceduto, nel corso del 1992, a 26 verifiche ispettive, nei confronti di 24 enti creditizi, di una commissionaria di borsa e di una società a responsabilità limitata.

In particolare, ai fini di cui sopra, le ispezioni hanno avuto lo scopo di accertare i committenti delle operazioni di compravendita di specifici titoli quotati effettuate in un

determinato arco temporale nonché le caratteristiche salienti di tali operazioni.

## CAPITOLO VIII

## GLI AFFARI LEGALI E L'ATTIVITA' DI RICERCA

## 1. L'inoltro di rapporti all'Autorità Giudiziaria

Nel 1992, in seguito all'emanazione della legge 17 maggio 1991, n.157 (recante norme in materia di *insider trading*), sono stati attivati da parte della Commissione i poteri di denuncia all'Autorità Giudiziaria penale ai sensi dell'art. 8 della legge medesima; detto potere di impulso dell'azione penale è connesso alle fattispecie criminose dell'uso illecito di informazioni riservate e della manipolazione dei prezzi dei valori mobiliari, rispettivamente previste dagli artt. 2 e 5 della legge.

In particolare, in marzo è stato inviato un rapporto ai Procuratori della Repubblica di Roma e Milano per segnalare la violazione dell'art. 5 della legge n.157/1991 da parte di una società per azioni. Nel mese di dicembre la Commissione ha (inoltre) deliberato l'inoltro di quattro denunce aventi ad oggetto le fattispecie criminose di cui all'art. 2 della legge in parola; i relativi rapporti sono stati inviati al Procuratore della Repubblica di Milano nel gennaio 1993.

Sono stati inoltre trasmessi all'Autorità Giudiziaria penale 139 rapporti inerenti:

- a) in 21 casi, ad ipotesi di violazione dell'art. 1/4 della legge n. 216 del 1974 (omesso/ritardato invio di documentazione) da parte di 13 società finanziarie (di cui 5

- quotate), di 6 società con titoli quotati e di 2 società fiduciarie che offrivano al pubblico servizi di gestione di patrimoni;
- b) in 63 casi, ad ipotesi di violazione dell'art. 1/5 della legge n. 216 del 1974 (omessa o ritardata comunicazione di partecipazioni o di variazione di partecipazioni) da parte di 6 società con titoli quotati, una società con titoli negoziati al ristretto, di 23 società per azioni, 5 società a responsabilità limitata, una società in accomandita per azioni, 2 banche, 3 commissionarie, 12 società estere, 10 persone fisiche;
- c) in 34 casi, ad ipotesi di violazione dell'art. 1/17, co.6, della legge n.216 del 1974 (omessa o ritardata comunicazione di compensi percepiti) da parte di altrettanti amministratori o sindaci di società quotate;
- d) in 3 casi, ad ipotesi di violazione dell'art. 1/18, della legge n. 216 del 1974 (omessa comunicazione di operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio e omessa pubblicazione di prospetto informativo);
- e) in 5 casi, ad ipotesi di violazione dell'art. 14 della legge n.1 del 1991 , da parte di 4 società per azioni e una persona fisica;
- f) in 2 casi, ad ipotesi di violazione dell'art. 2621 c.c. (falso in comunicazioni sociali), da parte di una commissionaria e una società con titoli sospesi;
- g) in 5 casi, ad ipotesi di violazione dell'art. 646 c.p.



- (appropriazione indebita), da parte di 2 agenti di cambio, 2 persone fisiche e una commissionaria;
- h) in un caso, ad ipotesi di violazione dell'art. 640 c.p. (truffa), da parte di una persona fisica;
- i) in 3 casi, ad ipotesi di violazione dell'art. 485 c.p. (falso in scrittura privata), da parte di un agente di cambio, una società fiduciaria, una persona fisica;
- l) in un caso, ad ipotesi di violazione degli artt. 476 e 482 c.p. (falso materiale in atto pubblico), da parte di una società di intermediazione mobiliare;
- m) in un caso, ad ipotesi di violazione dell'art. 14 del d.p.r. n. 136 del 1975 (falsità nella certificazione dei bilanci o in relazioni, comunicazioni e dichiarazioni) da parte di una società di revisione.

Si segnala inoltre il disegno di legge n. 557 (comunicato alla presidenza del Senato il 7 agosto 1992), il quale introduce talune modifiche alla disciplina dei poteri della Consob e provvede alla depenalizzazione di alcuni reati minori attinenti alla regolamentazione del mercato dei valori mobiliari; ciò al fine di rendere più efficiente l'esercizio dei pubblici poteri e di eliminare adempimenti a carico di persone fisiche e giuridiche che non si presentino necessari per il buon funzionamento dell'attività di controllo sul mercato. L'art. 1 del disegno in legge in parola prevede l'abrogazione del sesto comma dell'art.1/17 e dell'art.1/19 della legge n.216 del 1974. E'

evidente come le informazioni sui compensi degli amministratori non assumano particolare rilievo per la Consob nell'esercizio dell'attività di controllo sul mercato mobiliare; pertanto l'obbligo cui è tenuta la Consob, in relazione all'art. 17, co. 6, di controllare e classificare le segnalazioni ricevute, nonché di denunciare all'Autorità Giudiziaria eventuali omissioni o ritardi si traduce in uno spreco di forze lavorative nell'esercizio di mansioni del tutto marginali. Considerazioni analoghe sono alla base della proposta di abrogazione dell'art.1/19 sopra richiamato, che prevede anche per le finanziarie l'obbligo di comunicare alla Commissione i documenti indicati dall'art. 1/4 della legge n. 216/74; ciò a prescindere poi dalla circostanza che la legge 5 luglio 1991, n.197, nel sottoporre al controllo pubblico tutti gli intermediari finanziari non assoggettati ad una disciplina specifica, ha per tal via eliminato eventuali lacune del sistema di vigilanza delle società finanziarie. Da qui l'opportunità di contribuire con l'abrogazione delle disposizioni sopra richiamate a qualificare i compiti della Consob per favorire la concentrazione degli sforzi nello svolgimento delle funzioni fondamentali.

Sotto altro profilo gli artt. 2, 3 e 4 del disegno di legge n. 557 suggeriscono la depenalizzazione dei fatti sanzionati penalmente ai sensi degli artt. 3, ult. co., 4, ult. co., 5 quinquies e 17, ult. co., della legge n. 216 del 1974; le fattispecie delineate da tali norme, oltre a non apparire di gravità tale da giustificare l'intervento del giudice penale,

sembrano perseguibili in modo più immediato ed efficace mediante una tempestiva azione di repressione amministrativa. Del resto va tenuto presente che attualmente la maggior parte dei casi di violazione delle norme della legge n. 216/1974 sopra richiamate vengono definiti mediante oblazione, venendosi per tal via a realizzare effetti sostanzialmente analoghi a quelli propri del procedimento sanzionatorio amministrativo.

Al fine poi di rendere più celere l'applicazione delle sanzioni amministrative e massimizzare i risultati dell'azione amministrativa, l'art. 5 del disegno di legge propone l'attribuzione alla Consob del compito di irrogare e incassare le pene pecuniarie prescritte, che contribuirebbero anche alle spese di funzionamento dell'istituto.

## 2. Il contenzioso

Con ricorso al TAR del Lazio, notificato in data 20 gennaio 1992, gli agenti di cambio Enzo Tana, Ludovico Censi, Guido Colomba, Carlo Curatolo, Alberto Lapis, Manfredo Maria Manfredi, Gianfranco Marcucci, Salvatore Rotella hanno chiesto l'annullamento, previa sospensione, della deliberazione Consob n. 5564 del 20 novembre 1991, che ha disposto l'approvazione del regolamento per il funzionamento del sistema telematico delle borse valori italiane.

Con atto notificato in data 4 marzo 1992 gli agenti di cambio Enzo Tana, Corrado Cattaneo Della Volte, Carlo Curatolo,

Alberto Lapis, Manfredo Maria Manfredi, Claudio Righi hanno presentato ricorso al TAR del Lazio per l'annullamento, previa sospensione, del provvedimento adottato dal Consorzio Camerale tra le borse valori con il quale sono state determinate le tariffe relative all'accesso e all'utilizzo del servizio di negoziazione continua. I motivi di tale ricorso, sebbene siano riconducibili al medesimo contesto normativo di cui al precedente, si caratterizzano peraltro dal diverso oggetto e riguardano la determinazione delle tariffe di accesso ed utilizzazione del servizio di negoziazione continua, nonché le modalità con le quali dette tariffe sarebbero state potate a conoscenza degli interessati.

Si segnalano inoltre i ricorsi, presentati al TAR del Lazio e notificati in data 18 settembre e 10 novembre 1992, con i quali gli agenti di cambio Carlo Curatolo e altri e Paolo Luigi Rapa e altri hanno chiesto l'annullamento della delibera Consob n. 6406 dell'11 agosto 1992 con la quale è stata disposta la sospensione dei suddetti agenti di cambio dall'attività di negoziazione continua attraverso il sistema telematico, attesa la mancata adesione da parte dei medesimi alla liquidazione mensile dei valori mobiliari attraverso la Stanza di compensazione.

In data 28 marzo 1992 è stato notificato un ricorso presentato al TAR del Lazio dai signori Vinicio, Giuseppe, Enzo e Magda Meda, Mitrani Nissim e Taramelli Giuseppina contro la delibera Consob n. 5486 del 27 dicembre 1991 con la quale la A.C. Girardi & C. s.p.a. è stata autorizzata all'esercizio

dell'attività di intermediazione mobiliare ed iscritta nell'apposito albo. I ricorrenti sono tutti piccoli risparmiatori che avendo aderito alle proposte di gestione patrimoniale offerte dalla A.C. Girardi & C. s.p.a. Commissionaria di borsa, asseriscono di aver perduto le disponibilità finanziarie ivi impiegate a causa dell'irregolarità delle operazioni poste in essere dalla commissionaria. In relazione a tanto lamentano che l'autorità di controllo, istituzionalmente delegata alla verifica circa la correttezza e la trasparenza delle operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio, abbia invece autorizzato la società in parola all'esercizio di quasi tutte le attività di intermediazione mobiliare di cui all'art. 1, co. 1, della legge 2 gennaio 1991, n. 1.

Con atto notificato in data 7 aprile 1992 la Fiscom Commissionaria s.p.a. ha presentato ricorso al TAR del Lazio per l'annullamento, previa sospensione, della delibera Consob n. 5951 del 28 gennaio 1992 con la quale è stata revocata alla società l'ammissione negli antirecinti alle grida della Borsa Valori di Napoli.

I signori Simone Airaghi, Gianluigi Perani, Domenico Bacci, Roberto Lugari, Roberto Calandrini, Claudio Curti, Laura Malberti, Vincenzo Falsitta, Alessandro Gobbi, Giorgio Masoero, Emilio Foglia, Roberto Roman, Enrico Andrea Santiangeli, Davide Scapuzzi, Mauro Calabrese, Luca Carilli, Mauro Desiderio, Paolo Bonizzoni e il signor Luigi Galvani, con atti notificati

rispettivamente in data 1 giugno 1992 e in data 8 luglio 1992, hanno presentato ricorso al TAR del Lazio per l'annullamento dell'elenco generale nominativo dei soggetti abilitati di diritto all'attività di negoziazione di valori mobiliari per conto di società di intermediazione mobiliare di cui all'art. 7, co. 2, della l. n. 1/1991, dal quale elenco i ricorrenti assumono essere stati illegittimamente esclusi.

Con ricorso al TAR del Lazio, notificato in data 2 giugno 1992, il dr. Carlo Bozzi ha eccepito la illegittimità della delibera della Commissione del 7 aprile 1992, n. 6091 con la quale era stata disposta la radiazione dall'albo dei promotori finanziari, avendo il ricorrente effettuato operazioni di sollecitazione mediante il collocamento di valori mobiliari offerti in carenza di autorizzazione all'esercizio dell'attività ex art. 1, co. 1, lett. f) della legge n. 1/1991.

Successivamente la Commissione con delibera 13 maggio 1992, n. 6171, richiamati i fatti determinanti la radiazione, ha irrogato al dr. Bozzi la sanzione amministrativa pecuniaria di L. 50 milioni ai sensi dell'art. 5, co. 8, lett. g) della legge n. 1/1991. Contro tale provvedimento il dr. Bozzi ha presentato ricorso dinanzi al Pretore di Piacenza, notificato in data 15 luglio 1992, ricorso che è stato respinto in data 3 settembre 1992. Contro la decisione pretorile stato presentato ricorso alla Corte di Cassazione.

In data 7 agosto 1992 è stato notificato un ricorso presentato al TAR del Lazio dai sig.ri Sandro Andrianopoli, Mauro

Cavalieri, Alfredo Dufour, Eugenio Grondovia, Michele Mancusi, Giancarlo Torielli per l'annullamento previa sospensione delle deliberazioni Consob nn. 6204-6208 del 19 maggio 1992 e n. 6293 del 16 giugno 1992, con le quali è stata disposta la cancellazione dei ricorrenti dall'Albo unico nazionale dei promotori dei servizi finanziari (i quali, precedentemente, erano stati iscritti di diritto) per assenza dei requisiti di cui all'art. 5, co. 8, lett. e) della legge n. 1/1991. La sospensiva veniva respinta dal TAR del Lazio, sez. I, con le ordinanze nn. 1465 e 1470/1992 e tali provvedimenti erano confermati dal Consiglio di Stato con l'ordinanza del 15 gennaio 1993, notificata alla Consob il 1° febbraio 1993.

Con atto notificato in data 28 aprile 1992, i signori Paolo Falchetti e Paolo Manzia hanno presentato ricorso al TAR del Lazio contro le delibere della Commissione regionale per l'albo dei promotori finanziari del Lazio nn. 43 e 640 del 25 febbraio 1992, con le quali era stata respinta la domanda di iscrizione di diritto nell'albo dei promotori finanziari, eccependo l'illegittimità dell'art. 19, co. 1, e dell'art. 8, co. 4, lett. a) del regolamento Consob n. 5388 del 2 luglio 1991.

Con riferimento all'attivazione, da parte della Commissione, del potere di impugnativa delle deliberazioni assembleari di approvazione dei bilanci previsto dall'art. 6 del d.p.r. 31 marzo 1975, n. 136 preliminarmente si segnalano gli sviluppi relativi alla proposizione di azioni giudiziarie di cui si è già data

notizia nel capitolo III, par. 2.2 della Relazione per l'anno 1991.

In particolare nei confronti delle Industrie Secco s.p.a., della Worthington s.p.a. e della Finanziaria Pozzi Ginori s.p.a. il giudizio si è estinto in seguito alla rinuncia agli atti da parte della Commissione per il venir meno delle ragioni che avevano determinato l'impugnativa; ciò in quanto le assemblee delle società menzionate hanno provveduto ad approvare una nuova versione di bilancio contenente talune modifiche sulla base dei rilievi mossi dalla Commissione.

Viceversa il giudizio è ancora in corso nei confronti della Europa Metalli - LMI s.p.a., della FIAR s.p.a. e della Scotti Finanziaria s.p.a., per quest'ultima in relazione al bilancio chiuso al 31 ottobre 1990.

Le azioni di impugnativa promosse dalla Commissione ex art. 6 del d.p.r. n. 136 del 1975, nell'anno di riferimento, hanno riguardato sempre la Scotti Finanziaria s.p.a. relativamente alla delibera assembleare di approvazione del bilancio al 31 ottobre 1991. I motivi dell'impugnazione risultano strettamente collegati a quelli che avevano determinato l'analogha azione rispetto al bilancio chiuso al 31 ottobre 1990; in entrambi i casi la Commissione ha reputato scorretta l'omissione sul conto economico di registrazioni relative all'accantonamento, nel 1990, e all'utilizzo nel 1991 di un fondo oneri futuri. L'accantonamento era necessario per far fronte a un accertamento di maggior reddito da parte del Secit (servizio centrale degli ispettori



tributari); l'utilizzo del fondo invece era stato determinato dalla domanda di condono tributario. Tali pratiche contabili irregolari pertanto hanno dato luogo nel 1990 a un risultato sovrastimato per 29 miliardi e nel 1991 a una speculare sopravvalutazione delle perdite.

Sempre con riferimento alla Scotti Finanziaria s.p.a. si segnala la sentenza del Tribunale di Milano n. 9491 del 15 ottobre 1992, che costituisce la prima in tema di impugnazioni da parte della Consob di bilanci di società quotate; con tale decisione i giudici milanesi, accogliendo le richieste della Commissione, hanno disposto l'annullamento della delibera con la quale l'assemblea della Scotti Finanziaria aveva approvato il bilancio al 31 ottobre 1989. Il bilancio impugnato infatti risultava viziato per l'iscrizione di un credito di valore nominale di oltre 44 miliardi, pur avendo tale credito un presumibile valore di realizzo notevolmente inferiore.

Da ultimo si segnala l'ordinanza n. 153/93 della sez. I del TAR del Lazio, che ha accolto su ricorso della KPMG Peat Marwick, notificato il 18 dicembre 1992, la domanda incidentale di sospensione del provvedimento Consob del 18 novembre 1992, n. 92007953 con il quale la Commissione ha negato l'approvazione dell'incarico di revisione e certificazione dei bilanci della Scotti Finanziaria s.p.a. per il triennio 1992-1994, nonché di tutti gli atti antecedenti, conseguenti e comunque connessi, ivi compresa la nota 21 settembre 1992 n. 92006513 con la quale la

Consob ha interrotto il termine previsto dall'art. 2, co. 6, del d.p.r. 31 marzo 1975, n. 136, così come modificato dall'art. 15 del d. lgs. 27 gennaio 1992, n. 88.

Si evidenzia come la decisione non entri nel merito delle ragioni sostanziali che hanno indotto la Commissione a ritenere carente la società di revisione sotto il profilo dell'idoneità tecnica. Il TAR motiva infatti sul piano procedimentale, ritenendo insussistente un potere della Consob di interrompere il termine previsto dall'art. 2, co. 6, del d.p.r. n. 136/1975 per l'approvazione dell'incarico; laddove invece il Tribunale ritiene che per raggiungere il medesimo obiettivo la Commissione ha a disposizione lo strumento della revoca dell'incarico ai sensi del nono comma del menzionato art. 2.

### 3. L'esame delle segnalazioni e dei reclami provenienti dai privati

La Commissione è destinataria - come rappresentato in precedenti relazioni - di un notevole flusso di corrispondenza proveniente da privati cittadini che si rivolgono all'Istituto per richiedere chiarimenti, dati, informazioni ovvero per formulare doglianze di vario tipo, esposti, denunce, richieste d'intervento nei confronti di società od operatori. Nel 1992 sono pervenute 730 comunicazioni a vario titolo (600 nel 1991) a fronte delle quali sono state inviate 255 risposte ovvero richieste istruttorie in funzione di un migliore apprezzamento dei fatti segnalati e dell'acquisizione di elementi conoscitivi

(230 nel 1991). Elevato è, inoltre, risultato il numero dei casi che non richiedevano risposta ovvero in cui non si è ravvisata la necessità di procedere, dopo l'esame effettuato, ad ulteriori accertamenti, con conseguente archiviazione degli atti.

Il confronto con i dati degli anni scorsi evidenzia un incremento dell'attività di esame di ogni singola richiesta e segnalazione - fornendo riscontro, ove ne sussistano i presupposti - già da alcuni anni appositamente attivata dalla Commissione. Ciò non avviene a seguito di specifici obblighi procedurali prefigurati dalla normativa concernente l'Istituto, ma sulla base di considerazioni improntate a particolare attenzione per la posizione del contraente economicamente più debole e tenendo altresì conto dei doveri di cortesia che presiedono ai rapporti tra una pubblica amministrazione ed i cittadini, anche là dove non sussistano obblighi in senso tecnico-giuridico di provvedere sulle loro richieste.

In particolare, nel 1992 è aumentato del 22%, rispetto all'anno precedente, il numero degli esposti (ricomprendendo nel novero degli esposti, intesi nella più ampia accezione, comunicazioni e richieste varie di privati e di organismi associativi di risparmiatori) e dell'11% il numero di risposte inviate e di richieste istruttorie formulate.

Peraltro, al di là del dato numerico, è interessante notare che le segnalazioni e i reclami che pervengono alla Commissione sono andati acquisendo nel tempo maggiore articolazione e

complessità, sicché la relativa attività istruttoria assorbe necessariamente più intenso impegno.

E' sintomatico, al riguardo, il caso delle segnalazioni concernenti i comportamenti asseritamente scorretti degli intermediari e dei loro collaboratori. In precedenza, dalla mancanza di regole comportamentali certe e definite poste a carico degli operatori predetti, conseguiva che le doglianze nei loro confronti risultavano alquanto generiche, venendo in considerazione, per lo più, le disposizioni civilistiche ed in particolare, secondo i casi, gli istituti della mediazione o del mandato. Da qui la difficoltà di valutazione e di interventi appropriati, pur in presenza di segnalazioni di comportamenti degli intermediari che destavano perplessità.

Tale situazione si è radicalmente modificata a seguito dell'entrata in vigore della legge 2 gennaio 1991, n. 1 e dell'emanazione dei relativi regolamenti di attuazione.

Le disposizioni introdotte con le regole della trasparenza dei conflitti d'interesse, della separazione contabile e amministrativa, del "conosci il cliente", della "cura dell'interesse del cliente" ed altre ancora, hanno puntualizzato con precisione i doveri degli intermediari autorizzati nei confronti della clientela. Analogamente, mediante la definizione di regole precise di presentazione e comportamento, è stata delineata una compiuta disciplina della figura del promotore di servizi finanziari (canale di instaurazione dei rapporti

negoziali con gli investitori) dando così concreta connotazione ai principi di diligenza, correttezza, professionalità cui tale attività deve conformarsi nell'interesse del cliente. In definitiva la segnalazione di comportamenti scorretti, posti in essere da parte di intermediari e di loro collaboratori, assume notevole importanza per la Commissione, in quanto consente di verificare se le disposizioni in materia siano o meno osservate e di valutare se ricorrano gli estremi per gli interventi di sua competenza.

Il contenuto degli esposti riflette in buona misura l'evoluzione della disciplina e si raccorda a doveri di correttezza divenuti particolarmente stringenti per gli operatori, con la conseguenza che le fattispecie segnalate di norma presentano, come già accennato, maggiore grado di complessità (e quindi di necessità di attenzione e approfondimento) rispetto al passato.

Nel contempo si è registrato anche un aumento dei casi in cui i poteri della Consob vengono percepiti all'esterno in modo inesatto, attribuendo all'Istituto un ruolo analogo a quello del giudice e sollecitandolo a pronunciarsi, attraverso l'esposto, su rapporti contrattuali oggetto di controversie con gli intermediari.

In presenza di eventi patologici, la tutela del pubblico risparmio da parte della Consob avviene in forma indiretta attraverso strumenti prettamente amministrativi, quali la sospensione dell'attività, l'applicazione di sanzioni pecuniarie

e financo la revoca dell'autorizzazione ad operare nel mercato mobiliare, che vengono utilizzati contro l'intermediario interessato, ma che non sono idonei a risolvere le controversie tra questi e la clientela.

Gli esposti concernenti l'attività degli intermediari vigilati sono, dunque, presi in considerazione dalla Consob per consentire gli interventi amministrativi volti ad impedire la violazione delle norme che regolano l'attività d'intermediazione e, in particolare, per verificare il permanere delle condizioni necessarie alla sua prosecuzione da parte degli operatori segnalati. E', invece, estraneo a tale esame l'obiettivo di comporre le controversie insorte con la clientela e di far conseguire a chi assume di aver subito una lesione patrimoniale il ristoro del danno, costituendo questa materia tipicamente di pertinenza dell'Autorità giudiziaria.

Altro aspetto che costituisce motivo di incomprendimento attiene all'impossibilità di fornire all'esterno indicazioni, se non in forma generica e di circostanza, relativamente agli accertamenti svolti sulle segnalazioni ricevute. Ciò vale in particolare ove siano espletate indagini ispettive aventi natura strettamente riservata in conformità della normativa che disciplina l'attività dell'Istituto, ovvero nei casi in cui, essendo emersi fatti di rilevanza penale, sia stata interessata l'Autorità giudiziaria.

Nel quadro della legge 1/1991 e dei relativi regolamenti di

attuazione, i reclami della clientela nei confronti degli intermediari autorizzati rivestono notevole importanza ai fini sia del controllo interno sia della vigilanza della Consob. Infatti, secondo quanto dispone l'art.6 della citata legge, le società d'intermediazione mobiliare, nella definizione delle procedure organizzative idonee ad assicurare il controllo interno sulla propria attività e su quella dei dipendenti, devono tener conto del tipo e della frequenza dei reclami presentati dai clienti, mantenendone evidenza in apposito registro.

Il regolamento disciplinante l'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare, prevede, in particolare, che gli intermediari istituiscano e mantengano in esercizio apposite procedure scritte per la trattazione dei reclami e che il responsabile della funzione di controllo interno, nel predisporre, almeno una volta l'anno, la relazione sul funzionamento e sul rispetto delle procedure organizzative aziendali, dia conto dei controlli effettuati tenuto anche conto dei reclami dei clienti. Lo stesso regolamento disciplina altresì gli obblighi, posti a carico degli intermediari autorizzati, di registrare e conservare i reclami della clientela, di dar loro seguito per iscritto e di comunicare annualmente alla Consob le relative evidenze.

Attraverso il circuito così delineato, la frequenza dei reclami può costituire indice di anomalie di comportamento e fornire impulso e supporto all'attivazione dei poteri di vigilanza dell'Organo di controllo.

A completamento dell'esposizione sull'attività svolta, si osserva che parte degli esposti (circa il 10% del totale) perviene alla Consob in forma anonima, in quanto manca propriamente di sottoscrizione ovvero reca elementi identificativi del mittente che, palesemente o da successivi riscontri, si rivelano apocriefi.

Quanto al contenuto, gli esposti anonimi generalmente attribuiscono a società od operatori fatti di natura criminosa, violazioni di norme, irregolarità varie. Al riguardo occorre peraltro distinguere gli esposti generici da quelli qualificati, corredati cioè di notizie ed elementi di riferimento circostanziati che appaiono avvalorare la veridicità della segnalazione e consentono oggettivi riscontri.

La prassi seguita è di procedere all'archiviazione degli esposti anonimi contenenti affermazioni palesemente infondate ovvero del tutto generiche e di dare invece corso agli opportuni accertamenti, ove si sia in presenza di fatti rilevanti segnalati da anonimi circostanziati.

In ogni caso, in materia la cautela è d'obbligo, in considerazione della possibilità che l'anonimo, ancorché qualificato, abbia ingannevolmente rappresentato fatti e circostanze allo scopo di nuocere ad un operatore concorrente.

Si osserva, da ultimo, che numerose segnalazioni di irregolarità pervengono anche relativamente a società non sottoposte ai poteri di vigilanza della Commissione. In tali



casi, ove si tratti di questioni rilevanti che palesano l'opportunità di verifiche ed accertamenti, si provvede ad interessare di norma gli organi della Guardia di Finanza.

#### **4. L'attività di ricerca giuridica ed economica**

Nel 1992 è proseguita l'attività di ricerca svolta dall'Area Studi Giuridici ed Economici, tesa ad approfondire la conoscenza e l'analisi di temi collegati alla struttura del mercato mobiliare.

Un importante progetto di ricerca è stato avviato in collaborazione con la Banca d'Italia sul tema della mobilità della proprietà azionaria delle società quotate in borsa e di quelle ad esse legate da legami di partecipazione qualificati. L'obiettivo dello studio è di analizzare le caratteristiche e l'evoluzione dell'assetto proprietario delle grandi imprese italiane, considerando in particolare la forma caratteristica che il controllo ha assunto per questa categoria di imprese, cioè quella del gruppo societario.

Per la realizzazione di tale obiettivo, un primo passo necessario è stato individuato nella ricostruzione delle mappe proprietarie delle società quotate in borsa e delle società ad esse collegate da legami di partecipazione. Questo consente di analizzare le caratteristiche dei legami azionari esistenti tra le società considerate e la loro evoluzione nel tempo. In tale ambito sarà possibile verificare, ad esempio, il grado di diffusione della proprietà azionaria, il ruolo e il peso degli

azionisti di rilievo, la misura della separazione tra possesso e controllo delle società e l'estensione dei gruppi azionari comprendenti le società quotate nella realtà economica italiana.

La base di partenza per la costituzione di una banca dati sulle partecipazioni azionarie delle società quotate è costituita dalle informazioni contenute nelle comunicazioni che devono essere effettuate alla Consob ai sensi dell'art. 5 e 5-bis della legge 216/74. Le informazioni contenute nelle comunicazioni saranno organizzate in modo tale da consentire una loro confrontabilità nel tempo e una loro utilizzazione per le attività di ricerca e studio sul mercato della proprietà azionaria.

E' inoltre proseguita l'attività di progettazione ed aggiornamento delle banche dati relative all'attività del mercato azionario italiano, delle principali borse internazionali e all'offerta al pubblico di valori mobiliari.

Nel 1992 sono stati pubblicati due Quaderni di Finanza. Il numero 5, dal titolo «Il sistema della revisione e certificazione dei bilanci. Attualità e ipotesi di modifica», raccoglie il contenuto del documento elaborato da un gruppo di lavoro della Consob.

Il Quaderno n. 6, «Rapporto sulla tassazione dei *capital gains*», analizza un problema fondamentale nel disegno di un sistema fiscale in grado di soddisfare i requisiti di efficienza, equità e semplicità. Partendo dall'esame teorico della materia,

gli autori affrontano i principali problemi applicativi ed esaminano il sistema vigente in Italia a seguito dell'approvazione della legge 102/91. In particolare vengono esaminate alcune ipotesi di riforma del sistema forfettario che, in attesa del necessario riordino della tassazione dei redditi da capitale, potrebbero ovviare agli effetti distorsivi lamentati dagli operatori.

Altri contributi di ricerca hanno analizzato l'effetto della proposta Amato-Rosini riguardo i fondi pensioni sulle prospettive di sviluppo del mercato mobiliare; le conseguenze della crisi valutarie dello scorso autunno; l'esperienza di privatizzazione del sistema di previdenza sociale in Cile e gli effetti sulla borsa; e le OPA concorrenti sulla *Midland Bank*. L'Area studi ha infine predisposto, in collaborazione con altre Aree, alcuni documenti ufficiali della Consob, ed ha partecipato a riunioni in ambito OCSE.

## CAPITOLO IX

## L'ATTIVITA' INTERNAZIONALE

Nel corso del 1992 l'attività internazionale della Commissione è proseguita nelle direzioni già tracciate negli anni precedenti.

La Consob ha fornito il proprio apporto tecnico nell'elaborazione delle direttive comunitarie in materia di valori mobiliari e di diritto societario, nonché nel recepimento delle direttive stesse nella normativa interna.

Ha inoltre, partecipato all'attività dell'Organizzazione internazionale delle Commissioni di valori mobiliari (IOSCO) che raccoglie gli organismi di controllo dei mercati di valori mobiliari di 51 Paesi. Nell'ambito della cooperazione internazionale, la Consob ha preso parte all'incontro del Gruppo di Wilton Park, che si riunisce annualmente sotto l'egida del Treasury inglese. Infine, la Consob ha contribuito ai lavori dei Comitati e dei gruppi di lavoro dell'OCSE, dedicati ad argomenti attinenti ai valori mobiliari.

**1. La cooperazione in ambito CEE**

Si è già sinteticamente trattata nell'ambito della parte generale della Relazione la disciplina comunitaria dei servizi di intermediazione mobiliare contenuta nella posizione comune sui servizi di investimento e nella direttiva sui requisiti patrimoniali degli intermediari. In questa sede si esamineranno

pertanto le altre iniziative normative attualmente in discussione in ambito comunitario.

Il Consiglio CEE ha raggiunto una posizione comune volta alla introduzione nel settore dei valori mobiliari, così come già da tempo previsto per il settore assicurativo e bancario, di un Comitato valori mobiliari. Tale Comitato avrà il compito di esaminare i problemi relativi all'applicazione delle disposizioni derivanti dalla normativa comunitaria sui valori mobiliari, sui mercati di valori mobiliari e sugli intermediari, con riferimento, in particolare, alla reciprocità nei confronti dei Paesi terzi, nonché di consigliare la Commissione, su richiesta della medesima, sulle proposte di normativa da sottoporre al Consiglio.

Il 23 dicembre 1992 la Commissione CEE ha presentato al Consiglio una proposta di direttiva destinata a modificare la disciplina delle condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto di ammissione a quotazione, di cui alla direttiva 80/390/CEE, nel senso di consentire procedure semplificate per quegli emittenti i cui titoli siano già negoziati in altre borse valori della Comunità.

La Commissione propone di inserire, nell'ambito dell'art. 6 della direttiva che disciplina i casi di esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto, una disposizione che consenta alle competenti Autorità di controllo di accordare una ulteriore esenzione a quegli emittenti i cui titoli siano già ammessi a

quotazione in una borsa valori di un altro Stato membro e siano stati ivi negoziati per almeno tre anni. In luogo del prospetto informativo, come richiesto allo stato attuale dalla direttiva 80/390/CEE, dovrà essere predisposto un documento informativo contenente le informazioni essenziali relative ai titoli per i quali si richiede l'ammissione e l'indicazione dei cambiamenti significativi intervenuti, nonché delle notizie specifiche riguardanti il mercato su cui si chiede la quotazione. Dovranno, in ogni caso, essere messi a disposizione del pubblico i documenti contabili e le relazioni degli amministratori, sia annuali che periodiche (relazione semestrale).

La proposta di direttiva è volta a consentire forme di maggiore interpenetrazione dei mercati mobiliari della Comunità, favorendo la quotazione dei medesimi titoli in una pluralità di Stati comunitari, ed evitando agli emittenti oneri reputati non necessari.

L'apposito gruppo di lavoro, istituito presso il Consiglio, sta attualmente esaminando quali informazioni comunque debbano essere fornite al pubblico, al fine di non inficiare le finalità della direttiva volta ad assicurare, nell'ambito della Comunità, un livello minimo di armonizzazione.

La medesima proposta di direttiva prevede poi forme di esenzione dall'obbligo di predisposizione del prospetto, sanzionato dalla direttiva 80/390/CEE, per quegli emittenti i cui titoli siano stati trattati, per almeno i due anni antecedenti la richiesta di ammissione a quotazione, su un mercato ristretto,

sottoposto a regolamentazione e vigilanza di un'Autorità riconosciuta. In particolare, è previsto che le competenti Autorità possano esentare detti emittenti dalla pubblicazione del prospetto qualora siano disponibili per gli investitori, prima dell'inizio delle contrattazioni, informazioni nella sostanza equivalenti a quelle richieste dalla direttiva 80/390/CEE.

La proposta in esame presentata ufficialmente dalla Commissione il 10 febbraio 1993, riguarda, da un lato, modifiche essenzialmente formali tese ad armonizzare il contenuto della direttiva 85/611/CEE, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), con la normativa sui servizi di investimento; dall'altro lato, essa propone un significativo ampliamento degli OICVM armonizzati, estendendo l'applicabilità della citata direttiva 85/611/CEE anche agli OICVM che investono in strumenti del mercato monetario ed ai cosiddetti fondi dei fondi.

In particolare, la Commissione CEE propone di considerare armonizzati e, quindi, in condizione di beneficiare dell'autorizzazione unica e del controllo del Paese di origine, anche quegli OICVM che impiegano il loro attivo in strumenti del mercato monetario quali *commercial papers*, certificati di deposito, accettazioni bancarie, ecc. E' comunque necessario che questi strumenti siano negoziabili, vengano abitualmente trattati

sul mercato monetario e siano considerati negli Stati membri liquidi e aventi un valore determinabile con esattezza, o almeno secondo la periodicità stabilita dalla direttiva.

Potranno beneficiare del c.d. passaporto europeo anche i c.d. fondi dei fondi, OICVM che investono il loro attivo esclusivamente in quote emesse da altri OICVM compresi nell'ambito di applicabilità della citata direttiva 85/611/CEE. La proposta di direttiva richiede che il fondo non investa più del 20% delle sue attività in un unico OICVM e che nel prospetto e nella documentazione promozionale distribuita siano indicate le caratteristiche degli OICVM nelle cui quote esso è autorizzato ad investire.

La proposta di direttiva relativa alla libertà di gestione e di investimento dei fondi detenuti da enti di previdenza, presentata dalla Commissione CEE il 21 ottobre 1991, e sulla quale il Comitato Economico e sociale ha espresso il proprio parere il 29 aprile 1992, è ancora oggetto di discussione nell'ambito del gruppo di lavoro costituito presso il Consiglio CEE.

Dei contenuti della proposta presentata dalla Commissione si è già dato conto nell'ambito della relazione annuale per il 1991. Le notevoli divergenze tra i sistemi pensionistici nei singoli Stati membri rendono particolarmente difficoltoso il negoziato per l'adozione di un testo definitivo per quanto attiene la determinazione dell'ambito di applicabilità della direttiva. In particolare, si discute sulla opportunità di consentire agli



Stati membri di ricondurre alla disciplina stabilita nella direttiva, ove essi stessi lo ritengano, anche quegli enti previdenziali che erogano prestazioni di base rientranti nel regime di sicurezza sociale.

Particolarmente dibattuto è poi il tema della gestione del fondo nell'ambito dei gruppi di società. Ove tale possibilità fosse riconosciuta, infatti, nel caso di gruppi multinazionali si consentirebbe ad un soggetto, non armonizzato per quanto riguarda requisiti patrimoniali e prudenziali e norme di condotta, di operare su base transfrontaliera nel territorio comunitario. La proposta di direttiva, allo stato attuale, non prevede una vera e propria disciplina del soggetto fondo, in termini di autorizzazione di operatività e di vigilanza dell'attività, così come previsto per tutti gli altri intermediari finanziari (assicurazioni, enti creditizi, imprese di investimento, organismi di investimento collettivo in valori mobiliari).

Altro tema discusso nell'ambito del gruppo di lavoro è la possibilità di affidare la custodia del patrimonio del fondo pensione ad un depositario stabilito in altro Stato membro. Anche in questo caso è stata sottolineata l'assenza dell'armonizzazione dei controlli e dell'obbligo di cooperazione tra Autorità di vigilanza di segmenti diversi del mercato finanziario.

## 2. L'attività in ambito IOSCO

La XVII Conferenza annuale dello IOSCO si è svolta dal 25 al 29 ottobre 1992 a Londra, organizzata dal Securities and Investment Board del Regno Unito in collaborazione con il Segretariato dello IOSCO.

Alla Conferenza hanno partecipato in qualità di membri, le Autorità di controllo di mercati di valori mobiliari di 51 Paesi, mentre 7 Paesi erano rappresentati come osservatori. Complessivamente, tra membri ordinari, membri associati (associazioni che raccolgono organi di controllo con giurisdizione locale nell'ambito di un Paese già rappresentato a livello nazionale nello IOSCO e qualsiasi altro organismo raccomandato dal Comitato esecutivo, con esclusione delle *Self Regulating Organisations*) e membri affiliati (organizzazioni internazionali ed organismi raccomandati dal Comitato esecutivo), si sono raggiunti 102 presenti rispetto ai 91 dell'anno precedente.

I lavori si sono svolti attraverso sessioni plenarie, gruppi di lavoro aperti alla partecipazione di tutti i delegati e riunioni riservate ai membri dei Comitati dei Presidenti, Esecutivo, Tecnico, di Sviluppo e Regionali.

I temi esaminati nell'ambito dei gruppi di lavoro hanno riguardato i seguenti argomenti:

- relazioni tra mercati e mercati di prodotti derivati;
- fondi di compensazione a favore degli investitori;

- i sistemi di *clearing* e *settlement*;
- il ruolo degli operatori e degli organismi di autoregolamentazione nella disciplina dei servizi finanziari;
- la regolamentazione delle conglomerate finanziarie internazionali;
- la qualità del mercato mobiliare.

L'organo di governo dell'organizzazione, il Comitato dei Presidenti, ha approvato l'ammissione dei nuovi membri ordinari, associati ed affiliati. Sono stati ammessi quali membri ordinari: *Bermuda Monetary Authority*, *Malta Stock Exchange*, *Bourse des Valeurs* della Costa d'Avorio e *Financial Services Board* del Sud Africa. In qualità di membri associati sono stati ammessi: *Financial Supervision Commission* dell'Isola di Man, *Financial Services Department* dell'Isola di Jersey e *Stock Exchange Commission* del Cantone di Zurigo.

Il Comitato dei Presidenti ha inoltre approvato risoluzioni su specifici argomenti che impegnano gli Stati membri ad operare conformemente ai principi in esse stabiliti. In particolare, è stata adottata una risoluzione sugli standards internazionali dell'attività di revisione, che impegna gli organi di controllo a considerare accettabile la certificazione effettuata in base ai principi elaborati in ambito IFAC (*International Federation of Accountants*); inoltre, sono state deliberate risoluzioni sulla supervisione delle conglomerate finanziarie e sul riciclaggio, che prevede, la cooperazione tra Autorità dei diversi Paesi e l'identificazione e

la denuncia di casi sospetti in ambito nazionale.

Nell'ambito del Comitato Tecnico è stata tra l'altro decisa la pubblicazione di un rapporto sulla trasparenza del mercato secondario dei valori mobiliari, redatto dagli Uffici della Consob. In detto rapporto vengono esaminati gli argomenti a favore della trasparenza, confrontati con le esigenze di efficienza e di liquidità dei mercati.

### 3. La partecipazione ai lavori dell'OCSE

Anche nel corso del 1992 la Consob ha preso parte ai lavori di alcuni Comitati costituiti in seno all'OCSE la cui attività è dedicata, allo studio dei problemi connessi con l'organizzazione, il funzionamento e la sorveglianza dei mercati dei valori mobiliari.

In particolare, la Consob ha partecipato alle riunioni del Comitato mercati finanziari (CMF), del Comitato per l'investimento e le imprese multinazionali (CIME) e del Gruppo misto Comitato sui movimenti di capitale e transazioni invisibili (CIME-CMIT). Il Comitato mercati finanziari ha proseguito l'analisi degli sviluppi e delle prospettive dei mercati finanziari nazionali ed internazionali, allo scopo di valutare, mediante il regolare scambio di vedute e di informazioni tra i membri del Comitato, le politiche adottate dagli Stati membri nell'ambito dei mercati di valori in vista di una possibile armonizzazione.

#### 4. Gli accordi di cooperazione

Nel corso del 1992 si è svolta l'annuale riunione del Gruppo di Wilton Park, organizzata dal Department of Trade and Industry inglese, le cui competenze, per il settore dei valori mobiliari, sono in parte confluite nel Treasury.

Il Gruppo, cui partecipano delegazioni di Australia, Canada, Francia, Germania, Hong Kong, Italia, Giappone, Olanda, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia e Svizzera, si propone di agevolare la cooperazione e lo scambio di informazioni tra le Autorità di vigilanza dei mercati finanziari.

In questa ottica sono stati discussi i progressi realizzati in materia di cooperazione e sono state esaminate le innovazioni legislative introdotte in diversi Stati partecipanti all'incontro, finalizzate alla repressione degli illeciti sui mercati mobiliari. Particolare attenzione è stata dedicata all'interrellazione tra la direttiva CEE sui servizi d'investimento e gli accordi bilaterali per lo scambio di informazioni fra Paesi membri e Paesi terzi alla CEE.

E' stata inoltre esaminata la disciplina delle conglomerate finanziarie, che comprendono banche, assicurazioni e società d'intermediazione mobiliare, specie con riferimento alla loro vigilanza prudenziale. L'analisi, che si prefigge di convenire una migliore regolamentazione e cooperazione fra Autorità di controllo, impegna tuttora i membri del Gruppo di Wilton Park, in vista della prossima riunione annuale fissata per il 12-14 maggio 1993.

## CAPITOLO X

## LE STRUTTURE E L'AMMINISTRAZIONE DELLA CONSOB

## 1. Il personale

L'ampliamento delle competenze istituzionali della Consob, avvenuto a seguito dell'emanazione della legge 1/91 e della legge 157/91 aveva evidenziato, già nel corso dell'anno 1991, l'urgenza di un adeguamento della dotazione organica.

La legge 6 febbraio 1992, n. 66, recependo le necessità rappresentate dalla Consob, ha portato ad un aumento dell'attuale dotazione dell'organico dei dipendenti di ruolo e dei dipendenti da assumere con contratto subordinato a tempo determinato.

In particolare, l'art. 9/quarter della citata legge 66/92 modificando l'art. 2, comma 2, della legge 216/74 già sostituito dall'art. 1, comma 1, della legge 23 giugno 1988, n. 230, ha previsto che il numero dei posti dei dipendenti di ruolo è aumentato fino a 350 unità (rispetto alle precedenti 215), con la possibilità di ricoprire i 135 posti in aumento con 50 unità nel corso dell'anno 1992, con 45 unità nel corso dell'anno 1993 e con 40 unità nel corso dell'anno 1994.

Le citate disposizioni legislative hanno, altresì, conferito alla Consob la facoltà di assumere direttamente dipendenti con contratto di lavoro subordinato a tempo determinato in numero di 125 unità, rispetto alle precedenti 75.

Nel corso dell'anno 1992 si è proceduto alla revisione del

Regolamento disciplinante il trattamento giuridico ed economico e l'ordinamento delle carriere del personale di ruolo e del Regolamento disciplinante il trattamento di quiescenza del personale di ruolo, a seguito delle modificazioni intervenute nell'analogo testo riguardante il personale della Banca d'Italia, cui va fatto riferimento a norma dell'art. 1 della legge 216/74.

Nel mese di dicembre i predetti testi regolamentari sono stati sottoposti al visto di esecutività del Presidente del Consiglio dei Ministri ai sensi dell'art. 1, comma 9, della legge 216/74.

In data 23 dicembre 1992 è stato, altresì, reso esecutivo con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri il Regolamento disciplinante il trattamento di quiescenza del personale di ruolo della Consob, entrato in vigore dal 1° gennaio 1993.

Alla data del 31 dicembre 1992 il personale in servizio presso la Commissione ammontava a 265 unità di cui:

- 181 dipendenti inquadrati in ruolo (su un organico complessivo stabilito per legge in 350 unità, ivi comprese le 125 unità previste in aumento dall'art. 9-quater della legge 66/92) così suddivisi: 94 appartenenti alla carriera direttiva, 73 alla carriera operativa e 14 alla carriera dei servizi generali;
- un dipendente di altra amministrazione in posizione di distacco;
- 83 dipendenti assunti con contratti di lavoro subordinato a tempo determinato stipulati ai sensi dell'art. 2 della citata

legge 281/85, come modificato dalla legge 230/88 e dalla legge 66/92.

In relazione alla struttura organizzativa il personale risultava così assegnato:

- Uffici coordinati nell'ambito dell'Area Borsa:
  - Ufficio coordinamento e controllo degli intermediari: 26 unità, di cui 9 con l'incarico di commissario di borsa;
  - Ufficio quotazioni: 7 unità;
  - Ufficio tecniche operative: 4 unità;
  - Ufficio analisi del mercato: 7 unità;
  - Ufficio andamento titoli: 6 unità;
- Uffici coordinati nell'ambito dell'Area Società:
  - Ufficio coordinamento e problemi di carattere generale: 18 unità;
  - Ufficio informazione societaria: 20 unità;
  - Ufficio sollecitazione del pubblico risparmio: 12 unità;
  - Ufficio società di revisione: 7 unità;
- Uffici coordinati nell'ambito dell'Area Studi Giuridici ed Economici:
  - Ufficio coordinamento: 9 unità;
  - Ufficio consulenza legale e studi giuridici: 8 unità;
  - Ufficio studi economici: 6 unità;
  - Ufficio materie comunitarie e relazioni internazionali: 3 unità;
- Uffici di supporto:



- affari generali: 13 unità;
  - segretariato generale della Commissione: 31 unità;
  - amministrativo: 30 unità;
  - elaborazione dati: 21 unità;
  - rapporti con la stampa: 2 unità;
  - gestione del personale: 13 unità;
- Sede secondaria operativa di Milano: 22 unità.

Nel corso dell'anno 1992 sono stati immessi nelle funzioni:

- il secondo dei candidati risultati vincitori del concorso pubblico, per titoli ed esami, a due posti di condirettore in prova nella carriera direttiva superiore;
- i dieci candidati risultati vincitori ed un candidato risultato idoneo nel concorso pubblico, per titoli ed esami, a dieci posti di funzionario di 2° in prova nella carriera direttiva;
- il candidato risultato vincitore ed un candidato risultato idoneo nel concorso pubblico, per titoli ed esami, ad un posto di assistente con mansioni di analista programmatore nella carriera operativa;
- tre candidati risultati vincitori e due candidati risultati idonei nel concorso pubblico, per titoli ed esami, a tre posti di vice assistente in prova nella carriera operativa.

Sono stati inoltre banditi i seguenti concorsi pubblici, per titoli ed esami, il cui espletamento, alla data del 31 dicembre, non era ancora ultimato:

- dodici posti di funzionario di 2° in prova nella carriera direttiva;
- due posti di funzionario di 2° in prova, con mansioni E.A.D., nella carriera direttiva;
- due posti di funzionario di 2° in prova nella carriera direttiva;
- due posti di commesso in prova nella carriera dei servizi generali.

E' stato altresì immesso nelle funzioni il candidato risultato vincitore nel concorso interno ad un posto di vice assistente in prova, riservato ai dipendenti della carriera dei servizi generali, espletato nel corso dell'anno 1991.

E' stato inoltre espletato il concorso interno a sei posti di funzionario di 2° in prova nella carriera direttiva; è stato immesso nelle funzioni il candidato risultato vincitore.

Sono stati poi banditi i seguenti concorsi interni:

- sette posti di funzionario di 2° nella carriera direttiva;
- un posto di vice assistente in prova nella carriera operativa, riservato ai dipendenti della carriera dei servizi generali.

Nel corso dell'anno sono stati, altresì, stipulati ventotto contratti di lavoro subordinato a tempo determinato, previe forme comparative di selezione, cui hanno partecipato candidati in possesso del titolo di studio e dei requisiti professionali previsti per lo svolgimento delle mansioni richieste.

Sono cessati dal servizio:

- sette dipendenti, sei dei quali di ruolo, per dimissioni volontarie;
- un dipendente per scadenza del contratto.

Inoltre, due dipendenti assunti con contratto di lavoro subordinato a tempo determinato, sono transitati nel ruolo del personale a seguito di partecipazione a pubblico concorso.

Nel corso dell'anno 1992 l'attività di formazione ha visto la partecipazione di sessantadue dipendenti rispettivamente a quarantasette corsi di aggiornamento in materie attinenti all'attività istituzionale della Consob e a quarantotto corsi di formazione in materia informatica.

## 2. La gestione finanziaria

La gestione finanziaria dell'esercizio 1992, svolta sulla base del bilancio di previsione approvato dalla Commissione il 17 dicembre 1991, è stata disciplinata dal Regolamento di Amministrazione e Contabilità della Consob, adottato dalla Commissione con delibera del 22 aprile 1987 e reso esecutivo con D.P.C.M. del 16 maggio 1987.

A norma di quanto previsto dalla legge 281/1985, il bilancio preventivo per l'esercizio 1992 è stato pubblicato nel Bollettino della Consob.

Le entrate correnti sono ammontate a 73,96 miliardi di lire di cui 50 miliardi provengono dallo stanziamento sul capitolo 4505 dello stato di previsione della spesa del Ministero del

Tesoro, 17,27 miliardi derivano dall'avanzo di amministrazione dell'esercizio 1991 trasferito tra le entrate dell'esercizio 1992 ai sensi dell'art. 10 del già citato Regolamento di Amministrazione e Contabilità della Consob, 5,26 miliardi costituiscono i versamenti effettuati dai soggetti che hanno richiesto l'iscrizione nell'Albo dei promotori di servizi finanziari e 1,43 miliardi, giacenti alla data di estinzione sull'apposito c/c bancario n. 12/07 intrattenuto presso la Banca di Roma, costituiscono l'incameramento delle somme trasferite alla Consob dalle Amministrazioni dello Stato e da Enti Pubblici ai sensi dell'art. 4, comma 11<sup>a</sup> della legge 4 giugno 1985, n. 281.

A fronte di tali entrate sono stati eseguiti pagamenti in conto competenza ed assunti impegni da soddisfare per complessivi 58,7 miliardi di lire.

Gli oneri finanziari globali sostenuti nel corso dell'anno 1992, compresa la gestione dei residui passivi, sono ammontati a 48,4 miliardi così ripartiti:

- 35,4 miliardi, pari al 73,1%, per spese per il personale e per i componenti la Commissione;
- 10,5 miliardi, pari al 21,7%, per spese di gestione;
- 2,5 miliardi, pari al 5,2%, per l'acquisto di beni patrimoniali.

Di tale ultimo importo, il 42,3%, pari al 2,2% degli oneri finanziari globali, riguarda l'acquisizione di macchinari relativi al sistema informativo.

L'economia realizzata dalla gestione in conto competenza e da quella in conto residui, pari a 24,5 miliardi, sarà trasferita all'esercizio 1993 ai sensi della sopraindicata disposizione regolamentare, per far fronte all'insufficiente stanziamento previsto nell'apposito capitolo del bilancio dello Stato.

### 3. Il sistema informativo

Durante il 1992 sono divenute operative le procedure finalizzate all'esercizio dei poteri di vigilanza di cui alla legge n. 1/1991 che consentono la ricezione e la gestione dei dati provenienti dalle SIM.

Allo scopo di contenere, per quanto possibile, i costi gestionali a carico degli intermediari, è stato previsto l'invio dei dati attraverso linee di trasmissione che consentono di snellire le procedure, rispetto all'uso di supporti cartacei o magnetici.

E' proseguito lo sviluppo dei programmi che consentono l'elaborazione sia dei dati ad invio periodico sia dei dati analitici custoditi presso le singole SIM.

Il considerevole aumento quantitativo dei dati ha reso necessario un consistente potenziamento dell'hardware centrale; in alternativa alla sostituzione dell'elaboratore centrale si è stabilito di potenziare i minielaboratori che, nella rete locale, svolgono funzioni di server. Tale scelta ha consentito di contenere i costi in modo rilevante; peraltro l'architettura

dell'intero sistema hardware, attraverso la distribuzione delle funzioni elaborative, si presenta più solida sotto il profilo della sicurezza e della continuità di funzionamento.

E' da sottolineare inoltre il proseguimento dello sforzo intrapreso, con lo sviluppo di nuove procedure, per la messa a punto di strumenti avanzati finalizzati al controllo del mercato di borsa. I positivi risultati raggiunti, anche in termini di soddisfazione dell'utente e di funzionalità dell'insieme, hanno dimostrato la validità delle più moderne tecniche di sviluppo del software (*object oriented*) e dell'adozione di interfacce grafiche.

Tra i progetti rilevanti iniziati nell'anno, va citato quello che prevede l'elaborazione di dati di sintesi prelevati dalle varie procedure esistenti, allo scopo di fornire strumenti di supporto alle decisioni della Commissione; la fattibilità di tale progetto poggia sulla disponibilità di un patrimonio informativo unitario, inteso come serbatoio integrato di conoscenza comprendente sia dati in forma strutturata sia informazioni sotto forma di testi e notizie.

### 3.1. Evoluzione dell'hardware

Durante il 1992 si è confermato particolarmente favorevole il rapporto costi/prestazioni che caratterizza la classe dei minielaboratori, meglio definibili come elaboratori compatti; in tale situazione le scelte tecniche effettuate negli anni scorsi hanno consentito un potenziamento dell'hardware centrale basato

sulla crescita degli elaboratori compatti acquisiti in passato. Questa politica ha consentito di non potenziare l'elaboratore centrale, con rilevante risparmio di costi. Tutte le procedure sviluppate nel corso del 1992 sono state allocate sugli elaboratori compatti; questi sono collegati mediante un cavo in fibra ottica che consente un'alta velocità trasmissiva. Grazie alla rete che li mette in collegamento, i quattro elaboratori agiscono come un unico elaboratore centrale nel quale ogni parte componente ha una propria specializzazione. Una siffatta configurazione rende il sistema informatico più affidabile e meno esposto in caso di guasti anche gravi.

Per quanto riguarda la dislocazione delle applicazioni, alla fine del 1992 sugli elaboratori della nuova generazione risiedeva il 60% delle applicazioni della Consob relative a sistemi esperti, sistemi grafici, automazione d'ufficio, sistema informativo istituzionale e sistema informativo strumentale. Il restante 40% delle applicazioni relative al sistema informativo istituzionale ed alle procedure per il salvataggio degli archivi risultava dislocato sull'elaboratore centrale. Con il potenziamento dei quattro elaboratori compatti effettuato a fine anno sarà possibile trasferire su questi ultimi tutto il sistema informativo. La dipendenza dall'elaboratore centrale per le fasi di salvataggio sarà risolta dall'acquisizione di un'apparecchiatura per il salvataggio dei dati gestita dai quattro elaboratori compatti.

Sono state acquisite altre stazioni di lavoro grafiche utilizzate come ambiente di sviluppo per nuove applicazioni e per il controllo del mercato telematico.

E' stato distribuito alle SIM un pacchetto software che consente loro la trasmissione alla Consob dei dati previsti dalla normativa. Particolare attenzione è stata data ai problemi di sicurezza ed affidabilità delle apparecchiature, dedicando alle linee trasmissive due stazioni di lavoro, svincolate dal resto delle apparecchiature e finalizzate alla ricezione dei dati.

Il servizio di assistenza dell'Ufficio Elaborazione Dati ha fornito ampio supporto alle SIM per attivare la citata trasmissione dei dati per via telematica.

Una delle due stampanti laser centrali è stata sostituita con un modello di più recente tecnologia e di prestazioni più elevate.

Nella nuova sede di Milano, per collegare in rete le apparecchiature, è stato predisposto un nuovo tipo di cablaggio basato su di una tecnologia stellare che utilizza come mezzo trasmissivo il doppino telefonico; la configurazione adottata consente una maggiore affidabilità.

### 3.2. Software di sistema e gestionale

E' proseguito l'utilizzo del sistema operativo Unix e, per la tenuta degli archivi dei dati, della base dati relazionale; si è provveduto a tenere allineate, seguendone le naturali evoluzioni, le versioni nei vari ambienti operativi.



Per consentire agli utenti delle nuove stazioni di lavoro un graduale passaggio al nuovo ambiente di tipo grafico, si è provveduto a portare su dette stazioni l'ambiente tradizionale di automazione d'ufficio.

Per controllare la corretta ricezione dei flussi di dati per via telematica, utilizzati per i fini istituzionali, sono stati creati monitor di controllo che consentono immediati interventi correttivi. Tali monitor utilizzano le potenzialità grafiche, cromatiche e acustiche delle stazioni di lavoro. E' iniziato uno studio che, sfruttando al meglio le suddette potenzialità, dovrà portare alla definizione di un prodotto che renda più efficaci gli strumenti di controllo della rete locale.

L'utilizzo di tecniche di sviluppo *object oriented*, accanto alle ampie funzionalità offerte, ha posto in luce nuove esigenze di organizzazione degli ambienti operativi, attirando l'attenzione sulla definizione di standard per la loro gestione.

Dal punto di vista dello sviluppo del sistema informatico, nel 1992 si è registrato un incremento della base dati di circa il 10% e un incremento di utilizzo dei sistemi dell'ordine del 20%. Quest'ultimo incremento ha costretto a rivedere la distribuzione dei processi all'interno della rete.

Sul fronte della sicurezza degli accessi e della riservatezza delle informazioni sono state arricchite di funzionalità le procedure esistenti e ne sono state create delle nuove.

### 3.3. Software locale e problematiche di supporto all'utenza.

Il software locale, rispetto al 1991, è rimasto invariato per tipologia e versioni.

E' stato sperimentato un nuovo programma per videoscrittura caratterizzato da un approccio di tipo grafico e da notevoli potenzialità in termini di funzioni disponibili. La sperimentazione sarà estesa a più uffici pilota prima di procedere alla definitiva distribuzione generalizzata.

Sono stati sperimentati, sui personal computer basati sul processore Intel 386, programmi che trasformano questi ultimi in stazioni grafiche; ciò allo scopo di far convivere più elaborazioni, sia pure con risoluzione mediocre e scarso utilizzo di risorse locali. Sempre sui suddetti personal è stata sperimentata una nuova versione del sistema operativo Unix. Nel corso del 1993 saranno riprese queste sperimentazioni al fine di dotare tutte le macchine degli utenti di un software di base omogeneo con quello in funzione sulle altre ed in grado di presentare contemporaneamente più applicazioni sul video, caratteristica ad oggi presente solo sulle stazioni grafiche.

### 3.4. Software applicativo

Particolare rilevanza, sia per l'impegno richiesto sia per le novità introdotte nei rapporti tra la Consob ed altri soggetti ed Enti, hanno avuto le attività di sviluppo e gestionali connesse al sistema informativo sulle SIM.

Per la prima volta sono state affrontate e risolte le problematiche di una condivisione delle funzioni di vigilanza sugli stessi operatori da parte della Consob e della Banca d'Italia, rispettando il più possibile l'esigenza di non far pesare sugli operatori le inevitabili differenze di scelte organizzative dei due istituti. Inoltre, in considerazione della quantità di informazioni che le SIM sono tenute a trasmettere periodicamente, sono state adottate soluzioni innovative, come la ricezione telematica dei dati (cosiddetta Teleraccolta) e la fornitura gratuita agli intermediari che lo richiedano del software per l'acquisizione, il formattamento e l'invio dei dati alla Consob. Grazie alla collaborazione tra Consob e Banca d'Italia, si è arrivati a dotare gli operatori dei programmi di diagnosi delle segnalazioni periodiche, generati per le più diffuse piattaforme hardware. La Consob ha reso anche disponibile un flusso alternativo a quello telematico, consentendo agli intermediari di avvalersi dei servizi concordati con i cosiddetti enti collettori. Questi ultimi raccolgono un certo numero di segnalazioni, ciascuno da uno specifico gruppo di operatori; le segnalazioni così collezionate vengono successivamente inviate in unica soluzione alla Consob. L'offerta di questa ulteriore possibilità agli intermediari ha comportato l'analisi e la normalizzazione di differenti flussi informativi, al fine di rendere del tutto trasparente il procedimento di raccolta ed archiviazione delle segnalazioni.

L'automazione della procedura per la raccolta delle segnalazioni periodiche delle SIM richiedendo un intervento manuale minimo, limitato al solo esame delle eccezioni rilevate durante le elaborazioni e segnalate dai vari programmi, ha consentito alla Consob di ottemperare agli obblighi di vigilanza imposti dalla legge realizzando una non indifferente economia di risorse da assegnare alle attività di gestione.

In ottemperanza alle disposizioni della legge 1/1991, è stata avviata, nel corso del 1992, l'attività di analisi delle problematiche relative alla vigilanza sulla correttezza di comportamento delle società di intermediazione. Tale attività ha portato alla definizione di norme e specifiche tecniche, destinate agli intermediari, per la registrazione su archivi magnetici del dettaglio delle operazioni effettuate per conto proprio o per conto terzi, e per l'invio di stralci di tali archivi, a richiesta della Consob.

Nel frattempo l'Ufficio Elaborazione Dati ha provveduto a realizzare gli archivi ed i programmi per l'acquisizione e la riproduzione sui propri elaboratori di parte del sistema informativo degli intermediari.

Una soluzione tecnica come quella descritta, offrirà alla Consob alcuni vantaggi, così riassumibili: costante controllo del rapporto tra i costi ed i benefici, a fronte di nuove esigenze, che consentirà di adottare la soluzione tecnica più conveniente; possibilità, grazie alla architettura aperta e distribuita dell'hardware, di far fronte a qualsiasi esigenza di crescita in

modo modulare; possibilità di utilizzare i dati richiesti per la vigilanza anche con finalità diverse (ad esempio, per problematiche di *insider trading*); possibilità di estensione delle funzionalità, mediante l'integrazione di un sistema esperto, per la generazione automatica di segnalazioni che pilotino l'attività di analisi dei singoli comportamenti.

Sempre in relazione agli adempimenti derivanti dalla applicazione della legge 1/1991, la Consob si è dotata, nel corso del 1992, delle strutture informatiche per la gestione degli albi ufficiali delle SIM e dei promotori di servizi finanziari.

Nell'ultima parte dell'anno, le attività di definizione di requisiti per la gestione del fondo integrativo dei dipendenti di ruolo della Consob e la realizzazione di un nuovo ambiente di automazione d'ufficio si sono concretizzate in progetti finalizzati allo sviluppo di procedure informatiche. Particolare rilievo, per l'alto contenuto di innovazione tecnologica e per l'impatto sulla struttura organizzativa, assume la realizzazione di un nuovo ambiente per l'automazione d'ufficio.

L'istituzione della funzione centrale di controllo e supervisione delle informazioni registrate nell'anagrafe generale dei soggetti ha consentito di avviare un progetto informatico avente duplice finalità. Da un lato la revisione dell'architettura dell'anagrafe e della gestione storica delle variazioni; dall'altro la dotazione della funzione di supervisione di tutti gli strumenti automatizzati per il

controllo, l'indagine e l'intervento, che consente il recupero di situazioni di degrado, causate da errori od incompletezza nelle informazioni immesse.

I vantaggi di un controllo centralizzato sull'anagrafe dei soggetti, archivio fondamentale nel sistema informativo della Consob, e di una sua revisione architettonica sono molteplici. Integrità ed affidabilità delle informazioni; responsabilità pro-quota dei flussi informativi in ingresso e della diffusione di dati elaborati; gestione storica delle informazioni; maggior articolazione e profondità del livello di classificazione dei soggetti; accentramento delle responsabilità di codifica e di certificazione; decentramento ed individuazione delle responsabilità di gestione dei flussi collegati alle informazioni anagrafiche.

Infine, sempre nel corso del 1992, sono iniziati rapporti di collaborazione con altri Enti, finalizzati allo scambio di dati e di programmi. Tra questi vanno citati l'Ufficio Italiano Cambi, con il quale la Consob intrattiene rapporti per la fornitura dei programmi per la gestione automatizzata del protocollo e dal quale riceve periodicamente, su nastro magnetico, l'anagrafe dei titoli nazionali ed esteri; il Ministero delle Finanze, per il riscontro della correttezza formale dei codici fiscali comunicati alla Consob da soggetti esterni e per la fornitura da parte della Consob di dati sugli intermediari mobiliari e sui promotori di servizi finanziari (insieme al relativo software di ricerca sulla piattaforma personal computer); la Banca d'Italia, con cui la

Consob collabora in un progetto di ricerca sulla composizione dell'azionariato e dei gruppi di controllo delle società quotate (dati estratti dalle segnalazioni dei possessori azionari).

L'anno 1991 ha visto l'Ufficio Elaborazione Dati particolarmente impegnato sul fronte della ricerca e della valutazione di nuove metodologie di progettazione e di strumenti per lo sviluppo di applicazioni, specificatamente nei settori della progettazione "ad oggetti", delle interfacce grafiche e della intelligenza artificiale.

Nel corso del 1992, tali attività hanno avuto la loro naturale evoluzione, concretizzandosi in un approccio di tipo sperimentale. Ciò ha comportato l'utilizzo, al fine di valutarne le potenzialità e le principali caratteristiche funzionali, di un completo ambiente di sviluppo applicativo. Tale ambiente integra le metodologie della progettazione "ad oggetti", l'applicazione della grafica alle interfacce uomo-macchina e la programmazione a regole, tipiche dei sistemi esperti, nonché la capacità di utilizzo delle strutture dati delle più diffuse base dati relazionali.

E' stato altresì possibile - in modo indiretto, tramite la realizzazione di un primo prototipo da parte di una società consulente - valutare altri strumenti di sviluppo che implementano il cosiddetto paradigma *object-oriented*.

Tale opportunità è derivata dalla realizzazione di una parte del progetto di un sistema per l'analisi e la classificazione dei

bil nci di società quotate. Gli strumenti scelti dalla società consulente comprendono una metodologia di analisi orientata agli oggetti, un linguaggio di basso livello pure orientato agli oggetti ed una libreria di componenti grafici.

Grazie alla realizzazione delle prime applicazioni e dei prototipi, è stato possibile verificare l'effettivo aumento di produttività e la riduzione dei tempi di addestramento, nonché il gradimento dell'utenza in termini di facilità ed immediatezza di utilizzo e potenza esprimibile in presenza di uno standard grafico di interazione uomo-macchina.

Nel corso del 1992, la formazione del personale tecnico è stata caratterizzata dall'attenzione verso le nuove metodologie di progettazione ed analisi orientate agli oggetti. Sono stati organizzati corsi di formazione sia a contenuto metodologico sia a contenuto pratico, con esercitazioni sull'uso di linguaggi e di librerie di oggetti.

Circa a metà dell'anno è avvenuta una migrazione, dovuta all'adozione della nuova versione del prodotto di sviluppo, delle applicazioni (formati video) sviluppate con lo strumento dell'ambiente relazionale adottato in Consob.

Lo sforzo effettuato dal personale di sviluppo è stato compensato dalla introduzione di nuove funzionalità nelle applicazioni sviluppate e dall'apertura alle possibilità di una migrazione verso la versione grafica del prodotto.



### 3.5. Le procedure elettroniche

All'inizio del 1992 risultavano in esercizio le seguenti procedure:

- A) Procedure di supporto all'attività conoscitiva degli uffici della Commissione:
- gestione del protocollo dei documenti in entrata;
  - gestione del protocollo dei documenti in uscita;
  - gestione di un doppio ambiente operativo per il protocollo della Consob finalizzato a consentire la commutazione rapida ed automatizzata dell'elaboratore ospite;
  - strumenti di ricerca dei documenti protocollati tramite frasi o parole contenute nell'oggetto;
  - gestione giuridica del personale;
  - gestione economica del personale;
  - gestione delle presenze del personale;
  - gestione di una serie di indirizzari elettronici (pubblici e privati) dei soggetti;
  - gestione della biblioteca;
  - gestione dell'inventario dei beni mobili della Consob;
  - gestione dell'albo fornitori della Consob;
  - gestione delle missioni del personale;
  - trattamento delle informazioni inerenti alle pratiche ed ai relativi fascicoli;
  - supporti tecnici per l'utilizzo delle informazioni contenute negli archivi magnetici tramite linguaggi di IV generazione;

- nuovi strumenti gestionali per l'Ufficio Elaborazione Dati;
  - gestione ed interrogazione, con tecniche di ricerca semantica, delle collezioni pubbliche di documenti prodotti da uffici della Consob (in particolare, ordini di servizio);
  - procedura per la acquisizione dei dati di auditing sulle procedure informatiche sviluppate;
  - procedure automatizzate per la gestione delle abilitazioni degli utenti dei sistemi informativi;
  - centralizzazione ed automazione delle informazioni di sintesi sui prospetti informativi depositati in Consob dalle società che sollecitano il pubblico risparmio;
  - classificazione dei prospetti informativi di cui sopra finalizzata alla elaborazione di statistiche da parte dell'Area studi giuridici ed economici;
  - gestione delle informazioni contabili relative ai versamenti dei promotori di servizi finanziari iscritti all'albo della Consob;
- B) Procedure operative strumentali allo svolgimento dei compiti istituzionali della Commissione:
- giornale elettronico per la distribuzione in rete locale delle informazioni sull'andamento del mercato di borsa;
  - trattamento delle informazioni deducibili dalle comunicazioni relative ai movimenti azionari regolati dalla delibera n. 2681 del 28 gennaio 1987;
  - trattamento in tempo reale di informazioni sull'andamento

dei titoli quotati, diffusi dal CED Borsa di Milano;

- trattamento delle informazioni trasmesse alla Consob da società ed agenti autorizzati alla vendita a domicilio di prodotti finanziari;
- trattamento automatico delle informazioni sulla composizione degli organi sociali delle società quotate;
- gestione delle informazioni sul repertorio ufficiale unico delle ispezioni;
- trattamento dei dati inerenti agli incarichi a società di revisione, e dei dati relativi all'attività delle stesse;
- gestione dei dati relativi alle operazioni di riporto di titoli e di anticipazione su titoli, e pubblicazione dei relativi bollettini;
- gestione delle informazioni anagrafiche dei soggetti controllati;
- trattamento dei dati provenienti da segnalazioni delle commissionarie di borsa (dati mensili);
- gestione degli adempimenti dovuti ed espliciti nei confronti della Consob dai soggetti controllati;
- classificazione dei soggetti controllati in funzione delle categorie di appartenenza;
- gestione dei dati provenienti da indagini generalizzate promosse dalla Consob;
- procedure per il caricamento e l'analisi relativi alle informazioni provenienti da indagini su particolari

- comportamenti del mercato di borsa;
- procedura di interrogazione in tempo reale delle contrattazioni della borsa valori di Milano;
  - procedure per la gestione delle autorizzazioni dei rappresentanti alle grida e dei soggetti di borsa;
  - procedura per il trattamento delle dichiarazioni contabili semestrali delle società commissionarie di borsa;
  - nuova procedura per il trattamento dei dati provenienti dalle nuove comunicazioni relative ai possessi azionari e loro variazioni ex art. 1/5 della legge 216/1974;
  - procedura per la acquisizione da supporto magnetico, il controllo ed il caricamento negli archivi magnetici della Consob delle informazioni relative alla composizione dell'organico ed alle attività svolte dalle società di revisione e certificazione contabile;
  - istituzione dell'albo elettronico dei promotori di servizi finanziari;
  - istituzione dell'albo elettronico delle società di intermediazione mobiliare;
  - gestione delle informazioni relative ai dipendenti non direttivi degli agenti di cambio;
  - acquisizione delle informazioni relative alle cosiddette vendite allo scoperto;
  - procedura per l'acquisizione e la consultazione delle informazioni inviate semestralmente alla Consob dalle società che effettuano il collocamento porta a porta di prodotti e

servizi finanziari (cosiddette reti di vendita);

- gestione storica della Anagrafe Titoli;
- procedura per la ricezione, il controllo e l'acquisizione dei dati patrimoniali inviati periodicamente dalle SIM agli enti di controllo preposti (Consob e Banca d'Italia) secondo quanto stabilito dalla legge 1/1991 e successivi provvedimenti attuativi (disposizioni contenute nel bollettino della Consob, edizione speciale n. 3/91).

Nel corso del 1992, oltre ad ampliamenti per alcune delle citate procedure, hanno avuto inizio o sono state rese operative le seguenti attività:

- scheda informativa sugli intermediari mobiliari;
- registrazione delle comunicazioni alla Consob cui sono tenuti (art. 25 della legge 1/1991) i soggetti che diffondono notizie e dati relativi alle attività dei mercati dei valori mobiliari;
- sistema intelligente per la analisi ed il controllo dei bilanci di società quotate;
- sistema informativo di vigilanza sulle SIM;
- revisione della architettura della anagrafe generale dei soggetti controllati e predisposizione degli strumenti per il controllo della qualità delle informazioni anagrafiche;
- procedura per la acquisizione ed il controllo dei dati relativi alle attività delle maggiori società di gestione di fondi comuni di investimento;

## XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

- procedura per l'estrazione e l'aggregazione delle informazioni relative alle variazioni delle partecipazioni in società quotate (art. 5 della legge 216/1974) in forma utile per la ricostruzione della evoluzione nel tempo delle partecipazioni e della composizione dell'azionariato per lo studio da parte della Banca d'Italia.

Dati relativi alla produzione del software applicativo

Progetti iniziati o completati nel 1992	
Area ed uffici utenti	n. progetti
Area borsa	6
Area società	1
Area studi giuridici ed economici	2
Altri	7
Totale	16

Programmi realizzati ed aggiornati nel 1992				
Settori sviluppo	programmi realizzati	ore sviluppo	programmi aggiornati	ore variazione
Ufficio elaborazione dati	515	2.374	351	632
Società consulenti	378	5.226	96	402
Totali	893	7.600	447	1.034

NB: I programmi in attività al 31.12.1992 sono 4.502

**APPENDICE**





## XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a1

## ANDAMENTO DELLE BORSE INTERNAZIONALI

	INDICE	RENDIMENTO ANNUALE			DIVIDEND YIELD			PRICE / EARNING		
		1990	1991	1992	1990	1991	1992	1990	1991	1992
AMSTERDAM	CBS All	-17,01%	13,73%	3,45%	5,0%	4,5%	4,4%	11,8	14,3	13,0
ATENE	ASE	102,86%	-13,12%	-16,97%	....	....	....	....	....	....
BRUXELLES	General Return	-23,36%	10,43%	1,58%	5,8%	5,4%	5,4%	9,0	11,3	13,9
COPENHAGEN	Total Share	-13,33%	11,99%	-25,80%	1,8%	1,6%	2,1%	14,4	168,4	86,8
DUBLINO	ISEQ	-31,94%	14,85%	-11,08%	....	....	....	....	....	....
FRANCOFORTE	FAZ	-18,81%	6,18%	-5,83%	0,4%	3,7%	3,9%	12,6	15,1	14,3
HELSINKI	HEX	-35,04%	-21,82%	6,03%	3,9%	3,4%	1,8%	8,8	48,4	NEG.
HONG KONG	HANG SENG	6,63%	42,08%	28,27%	5,5%	4,4%	4,0%	9,6	12,3	13,6
JOHANNESBURG	JSE IND	8,35%	37,94%	4,63%	....	....	....	....	....	....
LISBONA	BVL	-32,95%	-2,30%	-11,21%	....	....	....	....	....	....
LONDRA	Financial Times ALL	-14,31%	15,06%	14,83%	5,7%	5,3%	4,5%	10,9	15,2	19,7
LUSSEMBURGO	Return Index	-12,14%	5,72%	-5,97%	....	....	....	....	....	....
MADRID	General Index	-24,78%	10,30%	-12,99%	5,6%	4,9%	5,5%	8,7	9,8	8,7
MILANO	MIB	-25,06%	-2,21%	-11,67%	3,9%	3,7%	3,2%	10,4	14,0	21,5
NEW YORK	SP 500	-6,56%	26,31%	4,46%	3,7%	3,0%	2,9%	14,1	21,7	22,7
OSLO	OSE	-1,44%	-0,89%	-10,02%	2,5%	2,1%	1,9%	10,2	11,0	80,8
PARIGI	CAC Général	-25,40%	15,40%	1,64%	4,0%	3,5%	3,5%	9,3	12,7	15,8
SEOUL	KCE	-17,60%	-12,24%	11,05%	....	....	....	....	....	....
SIDNEY	ALL ORD	-22,39%	29,04%	-6,15%	6,7%	3,9%	3,8%	10,8	18,0	21,5
SINGAPORE	SES	-21,47%	25,12%	-2,44%	1,9%	1,7%	1,7%	15,7	19,1	18,8
STOCCOLMA	SX	-29,70%	4,84%	-0,01%	3,4%	3,4%	3,1%	9,1	15,8	22,7
TAIWAN	WPI	-52,93%	0,23%	-25,62%	....	....	....	....	....	....
TOKIO	TOPIX	-39,83%	-1,10%	-23,74%	0,8%	0,8%	1,0%	31,0	35,3	38,9
TORONTO	TSE 300	-17,96%	8,00%	-4,75%	3,7%	3,2%	3,1%	15,1	28,3	55,1
VIENNA	VSE	-10,75%	-14,87%	-16,83%	1,7%	2,1%	2,1%	33,1	24,0	22,2
ZURIGO	SPI	-31,62%	14,40%	17,74%	3,0%	2,3%	2,0%	11,2	16,4	16,5
EUROPA	Eurotrack 100	..	15,07%	0,37%	2,7%	4,3%	3,9%	10,7	14,6	17,3
	Eurotrack 200	..	..	3,48%						
MONDO	MSCI	-18,65%	15,58%	-6,81%	3,1%	2,7%	2,8%	15,3	21,1	23,0
	Fin. Times (\$)	-19,25%	16,53%	-7,71%						
	Fin. Times (Local Curr.)	-23,58%	17,03%	-5,81%						

Elaborazioni Consob su dati delle singole borse valori, Financial Times e Morgan Stanley

## XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

## Tavola a2

## DIMENSIONE DELLE BORSE INTERNAZIONALI

	SOCIETA' QUOTATE						CAPITALIZZAZIONE SOCIETA' NAZIONALI					
	NAZIONALI		ESTERE		TOTALE		Miliardi di ECU			In percentuale del PIL		
	1991	1992	1991	1992	1991	1992	1990	1991	1992	1990	1991	1992
AMSTERDAM	263	251	234	246	497	497	108,447	126,710	141,704	49,3%	54,6%	58,6%
ATENE	154	156	-	-	154	156	11,246	9,977	6,216	21,5%	17,5%	....
BRUXELLES	176	164	160	161	336	325	47,913	53,321	53,102	30,9%	32,7%	....
COPENHAGEN	260	257	11	11	271	268	28,483	33,534	27,085	28,1%	31,9%	25,4%
DUBLINO	53	53	7	8	60	61	7,614	9,549	8,881	22,5%	27,2%	....
FRANCOFORTE	428	425	239	240	667	665	249,516	274,421	265,013	20,9%	21,2%	18,7%
HELSINKI	63	61	2	2	65	63	16,522	10,613	9,865	15,3%	10,6%	9,7%
HONG KONG	333	....	24	....	357	....	61,966	91,349	....	....	....	....
JOHANNESBURG	698	....	30	....	728	....	111,142	137,835	....	138,8%	158,6%	....
LISBONA	153	100	-	-	153	100	7,462	6,982	7,201	15,9%	12,6%	....
LONDRA	1915	1878	541	514	2456	2392	633,556	748,920	782,252	81,9%	93,3%	95,5%
LUSSEMBURGO	61	59	157	162	218	221	7,653	8,431	9,854	108,4%	111,8%	....
MADRID	434	401	3	3	437	404	91,417	110,729	96,317	23,7%	26,0%	....
MILANO	225	220	2	3	227	223	108,720	115,666	97,476	12,8%	12,5%	11,5%
NEW YORK	1780	1969	105	120	1885	2089	1 962,483	2 645,477	2 844,495	45,3%	57,7%	62,0%
OSLO	103	115	9	8	112	123	19,239	16,463	14,803	23,2%	19,3%	16,9%
PARIGI	551	515	231	217	782	732	225,119	259,883	271,796	24,0%	26,7%	25,7%
SEOUL	694	....	-	....	694	....	80,887	71,923	....	....	....	....
SIDNEY	968	....	37	....	1005	....	79,029	108,073	....	21,1%	29,5%	....
SINGAPORE	157	....	26	....	183	....	35,955	35,516	....	128,7%	107,6%	....
STOCCOLMA	117	108	10	10	127	118	73,276	74,778	63,100	40,9%	39,1%	32,2%
TAIWAN	221	256	-	-	221	256	73,511	92,470	83,195	....	....	....
TOKIO	1641	1648	125	124	1766	1772	2 069,214	2 241,043	1 898,105	88,5%	82,9%	61,6%
TORONTO	1069	1049	69	70	1138	1119	177,363	206,064	197,029	39,2%	45,7%	44,8%
VIENNA	151	112	112	48	48	160	19,495	18,073	16,778	15,7%	13,7%	12,5%
ZURIGO	425	183	183	241	241	424	121,087	134,175	157,152	68,0%	71,5%	84,7%

Elaborazioni Consob su dati delle singole borse valori, Morgan Stanley, ECU Newsletter, OCSE e FMI.

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a3

## ATTIVITA' PRESSO LE BORSE INTERNAZIONALI

	SCAMBI (miliardi di ECU)			RAPPORTO DI TURNOVER		SCAMBI DI AZIONI ESTERE (percentuale del totale)			AUMENTI DI CAPITALE (miliardi di ECU)	
	1990	1991	1992	1991	1992	1990	1991	1992	1991	1992
AMSTERDAM	32,107	31,692	35,043	27,0%	26,1%	0,72%	0,58%	0,30%	10,915	6,896
ATENE	3,022	1,931	1,238	18,2%	13,6%	-	-	-	0,241	0,002
BRUXELLES	7,508	6,863	7,596	13,6%	14,3%	29,28%	24,80%	17,66%	0,736	0,393
COPENHAGEN	8,903	7,859	13,199	25,3%	43,5%	2,55%	4,03%	3,60%	1,669	0,818
DUBLINO	2,173	2,170	2,086	25,3%	22,6%	....	....	....	....	....
FRANCOFORTE	273,638	218,311	324,127	83,3%	120,2%	3,18%	2,16%	1,56%	4,633	5,108
HELSINKI	3,089	1,263	1,773	9,3%	17,3%	....	0,78%	0,05%	....	....
HONG KONG	32,238	29,386	....	38,3%	....	....	0,18%	....	....	....
JOHANNESBURG	....	7,648	....	6,1%	....	....	7,29%	....	2,659	0,000
LISBONA	0,894	0,898	0,992	12,4%	14,0%	-	-	-	0,285	0,835
LONDRA	395,724	459,260	521,877	66,4%	68,2%	44,11%	44,01%	43,16%	10,663	4,016
LUSSEMBURGO	0,183	0,073	0,118	0,9%	1,3%	14,47%	10,44%	21,62%	....	....
MADRID	28,428	28,579	26,990	28,3%	26,1%	0,23%	0,16%	0,05%	....	....
MILANO	33,312	20,256	21,753	17,9%	19,7%	-	0,06%	0,10%	3,166	1,899
NEW YORK	957,997	1 227,199	1 340,403	53,3%	48,8%	....	5,87%	6,69%	45,217	55,581
OSLO	10,512	9,431	7,854	52,8%	50,2%	....	....	0,11%	....	....
PARIGI	93,149	91,256	93,918	37,6%	35,3%	3,86%	3,43%	2,37%	5,825	1,652
SEOUL	....	64,760	....	84,8%	....	....	....	....	2,697	....
SIDNEY	....	37,666	....	40,3%	....	....	1,33%	....	5,243	....
SINGAPORE	....	14,238	....	39,8%	....	....	....	....	0,515	....
STOCCOLMA	12,353	15,005	18,231	20,3%	27,9%	....	0,16%	0,06%	....	....
TAIWAN	283,693	147,900	92,495	178,2%	105,3%	-	-	....	....	....
TOKIO	1 027,341	671,909	338,098	31,2%	16,3%	1,07%	0,47%	0,27%	4,458	2,247
TORONTO	47,549	47,735	48,632	24,9%	24,1%	....	0,90%	0,60%	4,141	6,805
VIENNA	7,638	6,567	4,180	35,0%	24,0%	....	....	4,43%	2,163	1,038
ZURIGO	290,668	75,466	95,827	59,1%	65,8%	....	....	9,10%	....	....

Elaborazioni Consob su dati delle singole borse valori, Federazione delle Borse CEE, ECU Newsletter.

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a4

**BORSA VALORI DI MILANO: PRINCIPALI INDICATORI**  
 (dati in miliardi di lire correnti)

	SOCIETA' QUOTATE (numero)	AZIONI QUOTATE (numero)	CAPITALIZ- ZAZIONE (miliardi di lire)	QUANTITA' SCAMBIATA (numero in milioni)	CONTRO- VALORE (miliardi di lire)	TURN- OVER (%) (1)	AUMENTI DI CAPITALE (miliardi di lire)
1975	154	170	7 426	1 369	1 119	15,1	230
1976	156	172	6 994	1 432	1 092	15,1	470
1977	156	176	5 371	1 077	754	12,2	495
1978	148	174	8 147	2 298	1 620	24,0	3 252
1979	145	171	10 339	3 724	2 875	31,1	604
1980	141	170	23 451	5 313	7 343	43,5	3 004
1981	141	175	28 749	5 596	12 334	47,3	5 240
1982	148	190	27 299	2 798	3 770	13,5	2 358
1983	150	196	35 698	5 570	5 880	18,7	3 297
1984	155	209	49 793	5 195	7 143	16,7	5 341
1985	161	225	98 195	9 750	26 315	35,6	4 035
1986	201	301	190 472	11 673	66 661	46,2	14 488
1987	225	336	140 721	8 489	41 967	25,3	5 277
1988	225	338	176 827	10 911	41 269	26,0	3 011
1989	235	348	215 244	13 659	53 410	27,2	7 356
1990	229	340	168 135	15 683	50 700	26,4	9 408
1991	231	342	177 917	9 982	31 057	17,9	4 854
1992 (2)	229	342	173 080	12 859	34 649	19,7	3 027

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

(2) Nel 1992 sono anche stati effettuati scambi sul mercato dei blocchi per 9870 miliardi di lire e scambi fuori borsa per 2076 miliardi di lire.

Fonti: CONSOB, Consiglio di Borsa.

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a5

**BORSE ITALIANE: SCAMBI AZIONARI COMPLESSIVI  
ANNO BORSISTICO 1992**

	SCAMBI AZIONARI SU PIAZZA			ORDINI ESEGUITI FUORI PIAZZA		
	QUANTITA'	CONTROVALORE		QUANTITA'	CONTROVALORE	
	(milioni)	(miliardi di lire)	(% del totale)	(milioni)	(miliardi di lire)	(% del totale)
CONTINUA	4 269,751	10 299,374	30,52%	-	-	-
BOLOGNA	-	-	-	4,886	18,733	0,47%
FIRENZE	4,656	14,023	0,04%	67,200	202,339	5,08%
GENOVA	1,058	4,564	0,01%	139,225	327,967	8,24%
MILANO	8 170,194	23 278,395	68,98%	-	-	-
NAPOLI	-	-	-	269,057	573,749	14,41%
PALERMO	-	-	-	1,659	3,783	0,10%
ROMA	12,461	51,564	0,15%	407,637	1 183,008	29,72%
TORINO	3,104	24,618	0,07%	506,554	1 504,371	37,79%
TRIESTE	17,521	74,688	0,22%	55,299	109,331	2,75%
VENEZIA	1,223	1,292	0,00%	19,198	57,082	1,43%
TOTALE	12 479,968	33 748,518	100,00%	1 470,714	3 980,362	100,00%

**BORSE ITALIANE: SCAMBI DI TITOLI A REDDITO FISSO SU PIAZZA  
ANNO BORSISTICO 1992**

	TITOLI DI STATO		OBBLIGAZIONI	
	CONTROVALORE		CONTROVALORE	
	(miliardi di lire)	(% del totale)	(miliardi di lire)	(% del totale)
BOLOGNA	....	....	....	....
FIRENZE	0,944	0,00%	0,000	0,00%
GENOVA	-	-	-	-
MILANO	42 566,578	98,60%	4 406,583	99,20%
NAPOLI	0,057	0,00%	-	0,00%
PALERMO	3,832	0,01%	0,050	0,00%
ROMA	225,199	0,52%	0,343	0,01%
TORINO	373,766	0,87%	34,742	0,78%
TRIESTE	2,187	0,01%	0,537	0,01%
VENEZIA	-	-	-	-
TOTALE	43 172,563	100,00%	4 442,255	100,00%

Elaborazioni CONSOB su dati CED Borsa Milano, Consiglio di Borsa.

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 -- APPENDICE

Tavola a6

**BORSA VALORI DI MILANO -- SCAMBI DI TITOLI NEL 1992**  
 (dati in miliardi di lire correnti)

	TITOLI AZIONARI			OBBLIG. CONV.	WARRANT	DIRITTI
	GRIDA	CONTIN.	TOTALE			
GENNAIO	1 932,3	482,6	2 414,8	42,2	63,4	1,4
FEBBRAIO	1 809,8	430,8	2 240,6	49,7	40,0	5,0
MARZO	1 486,2	454,8	1 941,0	41,6	27,1	3,1
APRILE	1 393,5	459,8	1 853,3	31,9	36,9	1,6
MAGGIO	1 755,5	684,0	2 439,4	35,3	22,3	5,5
GIUGNO	1 496,2	654,2	2 150,4	57,4	19,7	9,5
LUGLIO	1 958,1	1 035,8	2 993,9	30,0	29,0	9,9
AGOSTO	984,3	526,7	1 511,0	13,0	20,8	0,5
SETTEMBRE	1 703,9	999,7	2 703,5	30,1	21,6	0,0
OTTOBRE	2 900,3	1 577,8	4 478,0	21,1	40,6	21,6
NOVEMBRE	3 876,3	2 187,8	6 064,1	27,8	51,6	7,4
DICEMBRE	2 359,0	1 499,7	3 858,7	16,4	45,8	0,8
<b>TOTALE</b>	<b>23 655,2</b>	<b>10 993,7</b>	<b>34 648,9</b>	<b>396,5</b>	<b>418,8</b>	<b>66,3</b>

Elaborazioni CONSOB su dati CED Borsa Milano.

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a7

**BORSA VALORI DI MILANO: INDICI AZIONARI**

(valori di fine anno e variazioni percentuali)

	MIB STORICO	COMIT	MEDIOBANCA	BNL	SOLE-24 ORE	ALETTI 25
1980	2436 (+122,1%)	172,16 (+108,8%)	69,80 (+80,0%)	293,1 (+78,5)	69,15 (+0,64%)	-
1981	2935 (+20,5%)	194,80 (+13,2%)	74,44 (+6,6%)	316,7 (+8,1)	70,20 (+1,5%)	-
1982	2521 (-14,1%)	165,92 (-14,8%)	66,11 (-11,2%)	290,7 (-8,2)	66,07 (-5,9%)	-
1983	2852 (+13,1%)	191,48 (+15,4%)	84,34 (+27,6%)	373,4 (+28,4)	84,24 (+27,5%)	-
1984	3417 (+19,8%)	230,30 (+20,3%)	97,52 (+15,6%)	434,6 (+16,4)	98,48 (+16,9%)	-
1985	6783 (+98,5%)	457,03 (+98,4%)	189,70 (+94,5%)	958,4 (+120,5)	211,52 (+114,8%)	-
1986	11122 (+64,0%)	722,77 (+58,1%)	323,10 (+70,3%)	1809,1 (+88,8)	389,96 (+84,4%)	-
1987	7560 (-32,0%)	488,00 (-32,5%)	225,59 (-30,2%)	1218,1 (-32,7)	260,61 (-33,2%)	....
1988	9169 (+21,3%)	589,72 (+20,8%)	280,65 (+24,4%)	1524,8 (+25,2)	332,25 (+27,5%)	13113 (+31,3%)
1989	10684 (+16,5%)	687,44 (+16,6%)	307,67 (+9,6%)	1632,4 (+7,1)	356,07 (+7,2%)	14626 (+11,5%)
1990	8007 (-25,1%)	516,57 (-24,9%)	215,02 (-30,1%)	1120,0 (-31,4%)	248,91 (-30,1%)	10540 (-27,9%)
1991	7830 (-2,2%)	507,79 (-1,7%)	218,63 (+1,7%)	1169,7 (+4,4%)	259,09 (+4,1%)	10143 (-3,8%)
1992	6916 (-11,7%)	446,33 (-12,1%)	210,29 (-3,8%)	1138,3 (-2,7%)	253,54 (-2,1%)	9761 (-3,8%)

Fonti: Consiglio di Borsa, Banca Commerciale Italiana, Mediobanca, BNL, Studio Aletti.

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a8

**BORSA VALORI DI MILANO - INDICI MIB SETTORIALI**  
(Indice MIB Storico, base 2.1.1975=1000 - valori di fine anno e variazioni percentuali)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
<b>GENERALE</b>	11 122 (+64,0%)	7 560 (-32,0%)	9 169 (+21,3%)	10 684 (+16,5%)	8 007 (-25,1%)	7 830 (-2,2%)	6 916 (-11,7%)
<b>SETTORI:</b>							
ALIM.-AGRIC.	5 701 (+37,9%)	3 903 (-31,5%)	5 820 (+49,1%)	8 300 (+42,6%)	7 820 (-5,8%)	7 366 (-5,8%)	7 147 (-3,0%)
ASSICURATIVE	35 547 (+131,8%)	27 658 (-22,2%)	31 457 (+13,7%)	29 528 (-6,1%)	22 416 (-24,1%)	24 381 (+8,8%)	23 587 (-3,3%)
BANCARIE	12 023 (+32,9%)	8 032 (-33,2%)	9 530 (+18,7%)	13 793 (+44,7%)	11 687 (-15,3%)	10 921 (-6,6%)	10 335 (-5,4%)
CART.-EDIT.	11 727 (+104,1%)	11 953 (+1,9%)	15 950 (+33,4%)	24 736 (+55,1%)	16 158 (-34,7%)	16 624 (+2,9%)	13 320 (-19,9%)
CEMENTO	10 609 (+30,4%)	11 606 (+9,4%)	14 325 (+23,4%)	15 198 (+6,1%)	13 217 (-13,0%)	14 971 (+13,3%)	7 706 (-48,5%)
CHIMICHE	3 915 (+34,3%)	2 349 (-40,0%)	3 185 (+35,6%)	3 716 (+16,7%)	2 576 (-30,7%)	2 327 (-9,7%)	1 937 (-16,8%)
COMMERCIO	7 070 (+12,3%)	4 695 (-33,6%)	6 023 (+28,3%)	9 571 (+58,9%)	7 422 (-22,5%)	8 499 (+14,5%)	8 931 (+5,1%)
COMUNICAZ.	3 870 (+12,2%)	2 733 (-29,4%)	3 460 (+26,6%)	4 224 (+22,1%)	3 545 (-16,1%)	3 658 (+3,2%)	3 613 (-1,2%)
ELETTRICHE	2 664 (-21,0%)	1 442 (-45,9%)	1 669 (+15,7%)	2 625 (+57,3%)	2 318 (-11,7%)	2 954 (+27,4%)	3 121 (+5,7%)
FINANZIARIE	4 959 (+42,0%)	2 977 (-40,0%)	3 928 (+31,9%)	4 983 (+26,9%)	3 798 (-23,8%)	3 482 (-8,3%)	2 828 (-18,8%)
IMMOBILIARI	5 364 (+26,5%)	3 579 (-33,3%)	4 296 (+20,0%)	6 586 (+53,3%)	6 648 (+0,9%)	6 019 (-9,5%)	4 017 (-33,3)
MECCANICHE	32 858 (+90,9%)	19 789 (-39,8%)	23 391 (+18,2%)	26 338 (+12,6%)	14 359 (-45,5%)	12 733 (-11,3%)	10 297 (-19,1%)
MINER.-MET.	1 466 (21,9%)	896 (-38,9%)	1 411 (+57,5%)	1 552 (+10,0%)	1 264 (-18,6%)	1 085 (-14,2%)	815 (-24,9%)
TESSILI	2 514 (-7,1%)	1 796 (-28,6%)	1 947 (+8,4%)	1 946 (-0,1%)	1 709 (-12,2%)	1 801 (+5,4%)	1 759 (-2,3%)
DIVERSE	6 939 (+5,8%)	5 537 (-20,2%)	5 971 (+7,8%)	9 630 (+61,3%)	7 516 (-2,0%)	5 960 (-20,7%)	3 872 (-35,0%)

Fonte: Consiglio di Borsa.



XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a9

TITOLI AZIONARI QUOTATI SUL LISTINO UFFICIALE
DATI RIASSUNTIVI 1992

Table with columns for COODICI, SCAMBI NEL 1992 (QUANTITA', CONTROL-VALORE, QUOTE, MEDIA QUOTE), SITUAZIONE A FINE ANNO (NUMERO AZIONI, CAPITALIZAZIONE), RAPPORTO DI TURNOVER, PERFORMANCE 1992, DIVIDENDO, DATA STACCO, DIVIDEND YIELD. Includes 'BORSA DI MILANO' section.



XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a9

TITOLI AZIONARI QUOTATI SUL LISTINO UFFICIALE  
DATI RIASSUNTIVI 1992

Table with columns: COOGI (ALFA-BENCO, SUC), SCAMBI NEL 1992 (QUANTITA, CONTROL VALORE, GIORNE IN QUOT., MEDIA GIORN., NUMERO AZIONI), SITUAZIONE A FINE ANNO (CAPITALIZAZIONE, RAPPORTO BI TURNOVER), INFORMAZIONI GENERALI (RIF. DEMO, DATA STACCO, DIVIDENDI), and various numerical data points for 1992.



XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a9

TITOLI AZIONARI QUOTATI SUL LISTINO UFFICIALE  
DATI RIASSUNTIVI 1992

		CONCI		SCAMBI NEL 1992				SITUAZIONE A FINE ANNO		RAPPORTO DI TURNOVER	PERFOR- MANCE 1992	DIVI- DENDO	DATA STACCO	DIVIDENDI YIELD
		ALFA- BETICO	UNC	QUANTITA' (mil.)	CONTRO- VALORE (mil. di Lit.)	GIORNI IN QUOT.	MEDIA GIORN. (mil. di Lit.)	NUMERO AZIONI	CAPITALE - ZAZIONE (mil. di Lit.)					
<b>BORSA DI ROMA</b>														
1	QAROLI REP (54)	QAR	7847	0,011	0,050	255	0,2	1,800	6,840	0,08%	-41,08%	200	820518	4,26%
2	ITALFONDARIO	IC	7216	0,006	0,140	256	0,6	13,500	384,500	0,04%	-7,53%	600	820817	2,14%
3	BERONO	FB	6670	0,148	2,840	255	11,1	13,125	224,788	1,13%	-16,84%	180	820817	0,83%
<b>BORSA DI TORINO</b>														
1	BERTO LAMET	BEL	7818	1,486	19,712	256	81,8	11,388	141,821	12,52%	2,18%	400	820817	3,56%
2	IPI	IPI	8883	0,167	2,446	255	6,6	4,400	62,480	4,72%	-10,13%	400	820817	3,17%
<b>BORSA DI GENOVA</b>														
1	ADOLEDDOTTO NICOLAY	AHO	8864	0,059	0,632	255	2,5	13,148	131,488	0,44%	-14,53%	70	820817	0,84%
2	LA GAIANA	QAI	7445	0,084	0,346	255	1,4	5,385	35,614	1,07%	2,41%	-	-	-
3	PREMUDA	FRN	8473	0,236	0,500	256	2,0	7,330	11,216	3,23%	-13,07%	-	-	-
4	PREMUDA RISP (58)	FRR	8474	0,044	0,060	255	0,2	3,665	4,105	1,20%	-7,05%	85	820817	7,96%
<b>BORSA DI VENEZIA</b>														
1	BENI STABILI	BAC	8847	1,223	1,282	256	6,1	275,000	178,750	0,44%	-	-	-	-

- (1) Revocata dal 16.06.1992 (del. Consob 82/92).  
 (2) Sospesta per la seduta del 30.07.1992 (p.u. Consob 96/92). Sospesta dal 30.12.1992 (p.u. Consob 118/92).  
 (3) Linea separata di quotazione istituita dal ... (del. Consob ...) presente sul listino fino al ...  
 (4) Linea separata di quotazione istituita dal ... (del. Consob ...).  
 (5) Sospesta dal 23.10.1992 al 28.10.1992 (p.u. Consob 82/92 e 86/92).  
 (6) Sospesta per la seduta del 22.12.1992 e 23.12.1992 (p.u. Consob 118/92).  
 (7) Revocata dal 2.01.1992 (p.u. Consob 80/91) a seguito della fusione per incorporazione nella BAE.  
 (8) Sospesta dal 10.06.1992 al 14.06.1992 (p.u. Consob 72/92).  
 (9) Sospesta per la seduta del 23.01.1992 (p.u. Consob 6/92). Revocata dal 16.11.1992 (p.u. Consob 101/92).  
 (10) Sospesta dal 12.10.1992 al 6.11.1992 (p.u. Consob 86/92 e 100/92).  
 (11) Ammessa a quotazione dal 16.01.1992 con contestuale revoca della negoziazione presso il Mercato Piave di Milano (del. Consob 5/92).  
 (12) Fino al 31.07.1992 le azioni erano denominate BANCO DI SANTO SPIRITO (codice UNC 6482) (p.u. Consob 65/92).  
 (13) Sospesta dal 26.02.1992 al 6.03.1992 (p.u. Consob 12/92 e del. Consob 60/92).  
 (14) Ammessa a quotazione dal 3.06.1992 con contestuale revoca delle negoziazioni presso il Mercato Piave di Milano, Roma e Genova (del. Consob 637/8).  
 (15) Linea separata di quotazione istituita dal 16.06.1991 (del. Consob 6440) presente sul listino fino al 15.05.1992.  
 (16) Revocata dal 3.06.1992 (p.u. Consob 65/92) a seguito della fusione per incorporazione nella BANCA DI ROMA.  
 (17) Ammessa a quotazione dal 16.01.1995 (p.u. Consob 1/92).  
 (18) Fino al 7.08.1992 erano quotate le QUOTE DI RISPARMIO BANCO DI SARDEGNA, revocate con contestuale ammissione a quotazione dal 10.06.1992 delle corrispondenti azioni di risparmio (p.u. Consob 73/92).  
 (19) Fino al 24.07.1992 erano quotate le QUOTE DI RISPARMIO BNL, revocate con contestuale ammissione a quotazione dal 27.07.1992 delle corrispondenti azioni di risparmio (p.u. Consob 84/92).  
 (20) Sospesta dal 13.11.1992 (p.u. Consob 102/92).  
 (21) Sospesta per la seduta del 18.02.1992 (p.u. Consob 1/92).  
 (22) Sospesta dal 17.12.1992 al 21.12.1992 (p.u. Consob 114/92).  
 (23) Sospesta per la seduta del 26.06.1992 (p.u. Consob 54/92).  
 (24) Ammessa a quotazione dal 26.12.1992 (p.u. Consob 117/92).  
 (25) Sospesta per la seduta del 10.06.1992 e 11.06.1992 (p.u. Consob 77/92 e 78/92).  
 (26) Sospesta per la seduta del 12.02.1992 (p.u. Consob 8/92). Revocata dal 3.06.1992 (del. Consob 637/8) a seguito della fusione per incorporazione nella BANCA POPOLARE DI BERGAMO - CV SCRL.  
 (27) Sospesta dal 10.02.1995 (p.u. Consob 4/94). Revocata dal 31.08.1992 (del. Consob 6428).  
 (28) Sospesta dal 11.07.1991 (p.u. Consob 18/91) al 5.08.1992 (p.u. Consob 44/92).  
 (29) Fino al 16.06.1992 le azioni erano denominate ERIDANIA (p.u. Consob 33/92).  
 (30) Ammessa a quotazione dal 13.07.1992 (del. Consob 8106 e del. Consob 38/92).  
 (31) Sospesta per la seduta del 19.03.1992 (p.u. Consob 20/92) e dal 29.05.1992 (p.u. Consob 40/92). Fino al 26.10.1992 le azioni erano denominate SIFA (p.u. Consob 83/92).  
 (32) Sospesta dal 14.10.1991 (del. Consob 8518). Revocata dal 26.06.1992 (delibera Consob 8471).  
 (33) Sospesta dal 17.12.1992 (p.u. Consob 112/92).  
 (34) Linea separata di quotazione istituita dal 20.07.1992 (del. Consob 6346).  
 (35) Sospesta dal 7.10.1998 (del. Consob 1973).  
 (36) Sospesta per la seduta del 29.04.1992 (p.u. Consob 30/92) e del 7.10.1992 (p.u. Consob 82/92).  
 (37) Sospesta per la seduta del 23.01.1992 (p.u. Consob 6/92).  
 (38) Sospesta per la seduta del 23.01.1992 (p.u. Consob 6/92).  
 (39) Sospesta dal 30.06.1992 alla 10.10.1992 (p.u. Consob 81/92 e 83/92).  
 (40) Linea di quotazione separata istituita dal 21.10.1991 (del. Consob 5501) presente sul listino fino al 14.02.1992.  
 (41) Sospesta dal 25.03.1992 (p.u. Consob 21/92) al 29.05.1992 (p.u. Consob 41/92).  
 (42) Linea separata di quotazione istituita dal 29.07.1991 (del. Consob 8415) presente sul listino fino al 15.07.1992.  
 (43) Sospesta per la seduta del 10.06.1992 e 11.06.1992 (p.u. Consob 78/92 e 80/92).  
 (44) Linea di quotazione separata istituita dal 16.04.92 (del. Consob 8085) presente sul listino fino al 15.07.1992.  
 (45) Linea separata di quotazione istituita dal 17.02.1992 (del. Consob 8680) presente sul listino fino al 15.05.1992.  
 (46) Sospesta dal 20.10.1992 al 27.10.1992 (p.u. Consob 80/92 e 87/92).  
 (47) Sospesta per la seduta del 7.05.1992 (p.u. Consob 31/92).  
 (48) Sospesta dal 25.03.1992 (p.u. Consob 21/92) al 27.04.1992 (p.u. Consob 29/92) e dal 21.05.1992 (p.u. Consob 36/92) al 29.05.1992 (p.u. Consob 41/92).  
 (49) Ammessa a quotazione dal 2.04.1992 (del. Consob 8016) (p.u. Consob 22/92).  
 (50) Ammessa a quotazione dal 22.06.1992 (del. Consob 6268).  
 (51) Sospesta dal 26.10.1977 (del. Consob 288).  
 (52) Sospesta per la seduta del 27.10.1992 (p.u. Consob 94/92). Sospesta dal 16.11.1992 al 20.11.1992 (p.u. Consob 103/92 e 104/92).  
 (53) Ammessa a quotazione dal 9.01.1992 (del. Consob 5906).  
 (54) Sospesta per la seduta del 6.03.1992 (p.u. Consob 15/92). Sospesta dal 21.12.1992 (p.u. Consob 115/92).  
 (55) Sospesta dal 1.12.1992 al 11.12.1992 (p.u. Consob 107/92 e 108/92).  
 (56) Sospesta per la seduta del 11.05.1992 e 12.05.1992 (p.u. Consob 32/92).  
 (57) Sospesta dal 19.10.1992 al 2.11.1992 (p.u. Consob 86/92 e 88/92).  
 (58) Fino al 24.03.1992 le azioni erano denominate QAROLI (del. Consob 8058).  
 (59) Il dividendi yield è calcolato con riferimento ad un prezzo nominale.

Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa.













## XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a10

**SCAMBI DI TITOLI QUOTATI SUL LISTINO UFFICIALE  
DATI RIASSUNTIVI 1992 - CONTROVALORI SCAMBIATI IN MILIARDI DI LIRE  
SU MERCATO UFFICIALE PRINCIPALE, BLOCCHI E FUORI BORSA**

	MERCATO UFFICIALE				BLOCCHI		FUORI BORSA		VOLUME COMPLESS.	RAFF. DI TURNOVER COMPLESS.	
	GRIDA	TELEMATICO	TOTALE	% COMPL.	TOTALE	% COMPL.	TOTALE	% COMPL.			
<b>BORSA DI GENOVA</b>											
1	ACQUEDOTTO NICOLAY	0,832	-	0,832	100,00%	-	-	-	0,832	0,44%	
2	LA GAIANA	0,348	-	0,348	15,37%	1,808	84,63%	-	2,252	8,68%	
3	PREMUDA	0,500	-	0,500	100,00%	-	-	-	0,500	3,23%	
4	PREMUDA RISP	0,080	-	0,080	100,00%	-	-	-	0,080	1,20%	
<b>BORSA DI VENEZIA</b>											
1	BENI STABILI	1,292	-	1,292	0,95%	134,563	99,05%	-	135,855	35,47%	
<b>WARRANT</b>											
<b>BORSA DI MILANO</b>											
1	BANCA DI ROMA - MEDIOS. 7%	0,857	-	0,857	99,04%	-	-	0,036	3,99%	0,896	1,82%
2	BANCA DI ROMA "A" - MEDIOS.	3,276	-	3,276	96,51%	-	-	0,118	3,49%	3,393	8,38%
3	BANCA DI ROMA "B" - MEDIOS.	2,876	-	2,876	94,02%	-	-	0,162	5,38%	2,827	15,56%
4	BREDA FIN. - OTOBREDA 7%	0,827	-	0,827	99,97%	-	-	0,289	30,03%	0,896	18,23%
5	CEMENTERIA AUGUSTA 91/96	0,233	-	0,233	95,96%	-	-	0,010	4,04%	0,242	139,95%
6	CEMENT. MERONE ORD - BNL	0,442	-	0,442	42,73%	0,583	58,35%	0,010	0,92%	1,035	44,30%
7	CEMENT. MERONE RISP - BNL	1,734	-	1,734	33,38%	3,388	65,23%	0,072	1,39%	5,194	127,05%
8	CR "A"	0,555	-	0,555	94,34%	-	-	0,033	5,80%	0,588	31,15%
9	CR "B"	0,846	-	0,846	91,08%	-	-	0,083	8,94%	0,709	34,38%
10	COFIDE ORD - MEDIOS. 8.50%	0,351	-	0,351	93,03%	-	-	0,028	8,67%	0,377	19,59%
11	COFIDE RISP - MEDIOS. 9.50%	0,591	-	0,591	93,58%	-	-	0,039	6,42%	0,600	20,16%
12	EDIT. LA REPUBBLICA	0,573	-	0,573	98,29%	-	-	0,010	1,71%	0,583	31,36%
13	ELSAG	0,845	-	0,845	100,00%	-	-	-	-	0,845	33,39%
14	EUROPA METALLI LMI 99/92	1,590	-	1,590	93,19%	-	-	0,117	8,81%	1,715	186,88%
15	FONDIARIA SPA 89/94	4,577	-	4,577	96,79%	-	-	0,153	3,24%	4,730	6,09%
16	GENERALI 91/2001	262,157	-	262,157	93,79%	1,860	0,67%	15,481	5,54%	279,518	15,48%
17	FIL ORD 6.50%	2,430	-	2,430	94,67%	-	-	0,137	5,33%	2,566	23,30%
18	FIL RISP 6.50%	3,587	-	3,587	99,03%	-	-	0,442	10,97%	4,029	27,71%
19	ITALCEMENTI RISP - MEDIOS.	0,186	-	0,186	100,00%	-	-	-	-	0,186	12,02%
20	ITALGAS - MEDIOSBANCA 10%	7,866	-	7,866	89,52%	-	-	0,824	10,48%	8,811	22,34%
21	ITALMOBILIARE RISP - MEDIOS.	11,449	-	11,449	99,77%	-	-	1,305	10,23%	12,754	43,29%
22	LA FONDIARIA ASS. - MEDIOS.	7,115	-	7,115	90,19%	-	-	0,058	0,81%	7,173	34,82%
23	MAGNETI MARELLI	1,812	-	1,812	91,33%	-	-	0,153	8,67%	1,785	72,81%
24	MAGNETI MARELLI RISP	1,305	-	1,305	86,23%	-	-	0,174	11,77%	1,479	109,67%
25	MITTEL - CREDIOP 6.50%	2,122	-	2,122	80,60%	-	-	0,511	19,40%	2,633	16,84%
26	NUOVO PIGNONE 89/93 - IMI	11,019	-	11,019	80,43%	0,804	4,41%	2,077	15,16%	13,700	62,59%
27	OLIVETTI - MEDIOSBANCA 8%	1,258	-	1,258	93,93%	-	-	0,081	6,07%	1,339	30,01%
28	OLIVETTI RISP	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
29	PIRELLI SPA	0,349	-	0,349	83,86%	-	-	0,087	18,14%	0,418	402,73%
30	PREMAFIN FINANZ. - MEDIOS.	1,281	-	1,281	98,09%	-	-	0,052	3,91%	1,333	32,71%
31	SAFFA RISP - CREDIOP 9.25%	2,249	-	2,249	89,41%	-	-	0,268	10,59%	2,515	33,52%
32	SCHIAPPARELLI - CENTROS. 9%	0,888	-	0,888	87,32%	-	-	0,100	12,86%	0,788	28,54%
33	SIMINT	0,128	-	0,128	91,99%	-	-	0,011	8,01%	0,137	185,51%
34	SIP 91/94	26,015	-	26,015	86,34%	-	-	4,114	13,89%	30,129	44,80%
35	SMI METALLI 90/94	0,803	-	0,803	88,43%	-	-	0,079	11,57%	0,882	22,99%
36	SOGEF 19.75%	1,059	-	1,059	21,00%	-	-	3,864	79,00%	5,043	359,53%
37	STET 92/96 - IRI	13,881	-	13,881	89,22%	0,500	3,22%	1,177	7,59%	15,558	101,51%
38	STET RISP 91/94 - IRI	38,298	-	38,298	96,04%	0,258	0,65%	1,222	3,32%	39,678	342,91%
39	UNICEM RISP 8%	2,674	-	2,674	83,29%	-	-	0,536	16,71%	3,211	62,34%
	<b>TOTALE</b>	<b>418,798</b>	<b>-</b>	<b>418,798</b>	<b>91,01%</b>	<b>7,213</b>	<b>1,57%</b>	<b>34,184</b>	<b>7,42%</b>	<b>460,178</b>	<b>19,89%</b>

Elaborazioni su dati CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa.

## XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tabella a11

WARRANT QUOTATI SUL LISTINO UFFICIALE  
DATI RIASSUNTIVI 1992

	CODICI		SCAMBI NEL 1992				SITUAZIONE A FINE ANNO		RAPPORTO DI TURNOVER	PERFORMANCE 1992	
	ALFA-BETICO	UNC	QUANTITA' (milioni)	CONTRO-VALORE (miliardi di lire)	GIORNI DI QUOT.	MEDIA GIORN. (mln di lire)	NUMERO WARRANT (milioni)	CAPITALIZZAZIONE (miliardi di lire)			
<b>BORSA DI MILANO</b>											
1	BANCA DI ROMA - MEDIOS. 7% (1)	WBRM	8262	2,180	0,957	255	3,752	140,550	44,806	1,40%	-52,83%
2	BANCA DI ROMA "A" - MEDIOS. (2)	WBSSPA	7828	8,080	3,275	255	12,843	90,991	35,067	8,00%	-36,18%
3	BANCA DI ROMA "B" - MEDIOS. (3)	WBSSPB	7827	14,731	2,875	255	10,480	90,997	10,790	14,73%	-4,12%
4	BREDA FINANZ. - OTOBREDA 7% (4)	WBD	7215	4,674	0,627	100	6,268	-	-	11,92%	-
5	CEMENTERIA AUGUSTA 91/98 (5)	WCAU	6883	0,850	0,233	180	1,230	0,051	0,184	134,85%	-
6	CEMENTERIA MERONE ORD - BNL	WCME	6833	0,204	0,442	255	1,734	2,988	3,401	6,20%	-33,12%
7	CEMENTERIA MERONE RISP - BNL	WCMER	6834	2,121	1,734	255	6,708	4,812	3,367	45,71%	-23,16%
8	CIR "A" (6)	WCFA	8247	10,220	0,555	254	2,185	35,144	1,125	29,22%	-46,67%
9	CIR "B" (6)	WCIFB	8248	10,887	0,846	254	2,543	35,144	1,300	31,30%	-50,67%
10	COFIDE ORD - MEDIOS. 6,50% (6)	WCOF	8211	3,773	0,351	254	1,382	20,784	1,557	18,24%	-26,57%
11	COFIDE RISP - MEDIOS. 9,50% (6)	WCOFR	8804	9,231	0,561	254	2,211	48,885	1,858	18,90%	-53,00%
12	EDITORIALE LA REPUBBLICA (7)	WREP	8801	10,813	0,573	48	12,485	194,317	8,744	30,85%	-
13	ELSAG	WELS	7443	7,455	0,845	253	2,551	22,500	1,778	33,30%	-26,68%
14	EUROPA METALLI LMI 80/92 (8)	WTR	8277	108,064	1,580	252	8,343	-	-	158,33%	-
15	FONDIARIA SPA 80/94	WFSPA	8081	0,331	4,577	255	17,948	5,824	72,555	5,89%	-21,82%
16	GENERALI 91/2001	WG	7881	11,804	262,157	255	1028,085	78,784	1.748,553	14,49%	3,49%
17	FIL ORD 6,50%	WFL	8258	3,305	2,430	255	8,528	14,933	8,020	22,03%	-32,92%
18	FIL RISP 6,50%	WFR	8257	9,815	3,587	255	14,068	30,317	10,604	24,91%	-54,50%
19	ITALCEMENTI RISP - MEDIOS. (9)	WIT	100337	0,295	0,188	14	13,313	44,708	28,077	12,02%	-
20	ITALGAS - MEDIOSBANCA 10%	WIG	6842	10,025	7,888	244	32,328	62,177	39,855	20,08%	-
21	ITALMOBILIARE RISP - MEDIOS. (10)	WITMR	6846	0,805	11,449	249	45,970	1,591	19,854	38,92%	-
22	LA FONDIARIA ASS. - MEDIOS.	WLFAS	7884	4,206	7,115	255	27,800	14,809	18,978	34,36%	-35,05%
23	MAGNETI MARELLI	WMM	8288	35,535	1,812	255	8,322	53,885	2,308	66,19%	7,50%
24	MAGNETI MARELLI RISP	WMMR	8289	33,478	1,305	255	5,119	35,839	1,283	83,94%	38,48%
25	MITTEL - CREDIOP 6,50%	WMIT	7482	5,648	2,122	255	8,321	39,942	9,107	14,13%	-65,73%
26	NUOVO PIGNONE 88/93 - IMI (11)	WNP	7874	49,328	11,019	253	43,592	100,000	28,000	49,72%	32,90%
27	OLIVETTI 8% - MEDIOSBANCA (8)	WOL	8280	21,215	1,258	254	4,852	75,000	2,775	28,40%	-82,24%
28	OLIVETTI RISP (8) (12)	WONC	7871	-	-	84	-	-	-	-	-
29	PIRELLI SPA (13)	WP	8257	32,404	0,349	58	6,012	-	-	317,47%	-
30	PREMAFIN FINANZIARIA - MEDIOS.	WPF	6806	3,068	1,281	255	5,024	9,948	1,909	31,15%	-81,73%
31	SAFFA RISP - CREDIOP 9,25%	WSFR	6806	4,778	2,249	255	8,820	15,430	3,317	30,46%	-73,06%
32	SCHIAPPARELLI - CENTROS. 9% (14)	WSCH	8281	8,820	0,688	224	3,073	40,000	2,780	25,10%	-
33	SIMINT (15)	WSM	7479	1,451	0,128	99	1,275	2,141	0,182	174,55%	-
34	SIP 91/94	WS	7439	305,155	26,015	255	102,018	789,355	83,740	38,68%	-5,00%
35	SMI METALLI 90/94	WSMI	6800	6,882	0,803	255	2,398	34,094	1,875	20,18%	-66,46%
36	SOGEFI 9,75%	WSO	8289	7,874	1,059	255	4,152	13,993	1,329	54,84%	-17,39%
37	STET 92/96 - IFI (16)	WSTE	100220	7,784	13,881	123	112,853	17,500	43,785	82,21%	-
38	STET RISP 91/94 - IFI (17)	WSTER	7806	50,561	38,296	202	189,596	19,250	14,534	331,57%	-
39	UNICEM RISP 8%	WUNR	6804	3,525	2,674	255	10,487	6,471	3,229	54,47%	-80,34%
	<b>TOTALE</b>			<b>872,144</b>	<b>418,789</b>		<b>1.642,340</b>		<b>2.247,507</b>	<b>18,18%</b>	

- (1) Fino al 31.07.1992 denominato Warrant Banco di Roma 7% - Mediobanca (p.u. Consob 85/92).  
(2) Fino al 31.07.1992 denominato Warrant Banco di S. Spirito "A" - Mediobanca (p.u. Consob 85/92).  
(3) Fino al 31.07.1992 denominato Warrant Banco di S. Spirito "B" - Mediobanca (p.u. Consob 85/92).  
(4) Quotato fino al 25.05.1992.  
(5) Ammesso a quotazione a partire dal 4.06.1992 (del. Consob 8047).  
(6) Sospeso per la seduta del 26.06.1992 (p.u. Consob 56/92).  
(7) Ammesso a quotazione a partire dal 26.10.1992 (del. Consob 8527).  
(8) Quotato fino al 28.12.1992.  
(9) Ammesso a quotazione a partire dal 10.12.1992 (del. Consob 8619).  
(10) Ammesso a quotazione a partire dal 9.01.1992 (del. Consob 5758).  
(11) Sospeso per le sedute del 10.09.1992 e 11.09.1992 (p.u. Consob 78/92 e 80/92).  
(12) Quotato (senza alcuno scambio) fino al 30.04.1992.  
(13) Quotato fino al 24.03.1992.  
(14) Ammesso a quotazione a partire dal 17.02.1992 (p.u. Consob 8/92).  
(15) Ammesso a quotazione a partire dal 12.08.1992 (del. Consob 6240).  
(16) Ammesso a quotazione a partire dal 9.07.1992 (p.u. Consob 58/92).  
(17) Ammesso a quotazione a partire dal 18.03.1992 (del. Consob 6025).

Elaborazioni su dati CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa.

## XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a12

DIRITTI SCAMBIATI SUL LISTINO UFFICIALE  
DATI RIASSUNTIVI 1992

		CODICI		SCAMBI NEL 1992					
		ALFA- BETICO	UIC	QUANTITA' (milioni)	CONTRO- VALORE (miliard di lire)	DATE DI NEGOZIAZIONE		GIORNI DI NEGOZ.	MEDIA GIORN. (mili di lire)
						INIZIO	FINE		
<b>BORSA DI MILANO</b>									
1	BONIFICHE SIELE RCV	BSRPAA	100466	0,246	0,017	920716	920915	19	0,892
2	BONIFICHE SIELE RISP	BSRAA	100467	1,594	0,049	920716	920914	19	2,579
3	BONIFICHE SIELE	BSAA	100463	1,981	0,004	920716	920914	14	0,317
4	CARTIERE SOTTRICI BINDA	CSBAA	101020	3,830	0,004	921117	921123	5	0,887
5	FERROVIE TO-NORD (AZXOB)	TNAO	100325	18,696	0,020	920617	920828	12	1,696
6	FISIA	FISDGR	100380	6,830	0,529	920617	920715	21	25,180
7	GEROLIMICH	GERAA	8612	38,921	0,040	920416	920507	11	3,624
8	ITALCABLE	ICDG	100039	5,017	3,612	920518	920605	15	240,823
9	ITALCABLE RISP	ICRDG	100040	3,611	1,893	920518	920605	15	126,192
10	ITALCEMENTI	ITAA	100371	6,071	15,004	920617	920807	19	789,709
11	ITALCEMENTI RISP	ITRAA	100372	16,027	0,535	920617	920703	13	41,161
12	L'ABEILLE	ABDG	100838	0,098	0,671	921015	921105	16	41,958
13	L'ESPRESSO	ESAA	66148	0,009	0,049	920114	920117	4	12,271
14	MILANO ASS	MIAA	100377	1,480	0,012	920617	920703	8	1,478
15	MILANO ASS RISP	MIRAA	100378	0,694	0,001	920619	920622	2	0,347
16	PIRELLI & C	PCSA	72728	36,891	1,698	920116	920320	22	77,173
17	PIRELLI SPA (1)	PAA	88458	153,929	7,193	920217	920306	20	359,673
18	PIRELLI SPA (AZXOB)	PAO	88457	21,360	0,523	920217	920306	15	34,865
19	RAS	RAA	100469	18,346	25,078	921015	921204	18	393,215
20	RAS RISP	RRAA	100470	22,256	3,293	921015	921204	18	182,918
21	SAFFA (AZXOB)	SFAO	68588	1,287	0,001	920107	920110	4	0,322
22	SAFFA RISP (AZXOB)	SFAOR	68587	0,262	0,000	920107	920110	4	0,065
23	SAFFA RISP (SOTT OB)	SFSOR	68578	0,694	0,001	920108	920110	3	0,231
24	SANTAVALERIA RISP (2)	SVASAW	60778	14,928	0,468	920217	920306	13	35,993
25	SCHIAPPARELLI	SCHAA	68658	4,566	0,001	920121	920123	2	0,685
26	SCHIAPPARELLI (AZXOB)	SCHAO	68657	14,317	0,053	920121	920124	4	13,133
27	SNIA BPD	SNSA	100379	61,755	0,270	920617	920715	16	16,903
28	SORIN BIOMEDICA	SORAA	100263	3,269	2,647	920518	920724	26	101,810
29	TRIPCOVICH	TRIAA	84898	0,120	0,271	920107	920113	5	54,281
30	TRIPCOVICH RISP	TRIRAA	84908	0,005	0,002	920107	920113	4	0,576
31	UNIPOL	UNIAA	100057	0,739	1,262	920416	920612	18	70,110
32	UNIPOL PRIV	UNIPAA	100058	5,509	0,333	920416	920612	17	19,587
33	WESTINGHOUSE	WAA	101036	0,091	0,713	921117	921229	18	37,550
<b>TOTALE</b>				<b>465,430</b>	<b>66,250</b>				

(1) Scambiato anche dal 13.04.1992 al 17.04.1992 con codice UIC 100059.

(2) Scambiato anche il 9.04.1992 con codice UIC 100018.

Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano, Consiglio di Borsa.

## XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a13

## AZIONI DI RISPARMIO QUOTATE SUL LISTINO UFFICIALE

	CODICE UIC	VALORE NOMINALE	% DEL CAPITALE SOCIALE	PERFORMANCE 1992		RAPPORTO TRA I PREZZI RISP/ORD AL 31.12.1992	
				ASSOLUTA	RISPETTO ALL'ORDINARIA		
<b>BORSA DI MILANO</b>							
1	ACQUED. DE FERRARI RISP	8604	500	40,28%	-14,55%	-19,59%	25,34%
2	ACQUA MARCIA RISP (1)	8498	500	31,28%	-62,90%	-17,35%	63,41%
3	AEDES RISP	7403	500	33,33%	-29,58%	-14,85%	35,18%
4	ALCATEL CAVI RISP	6661	1 000	27,27%	25,73%	27,93%	96,26%
5	ALITALIA RISP	8414	1 000	6,00%	0,96%	-15,73%	90,88%
6	ALLEANZA ASS RISP	7829	500	16,67%	-5,82%	-18,79%	76,83%
7	AUSCHEM RISP	6844	500	15,34%	-54,84%	-17,60%	59,32%
8	BANCA COMMERCIALE IT. RISP	6616	1 000	20,00%	-2,18%	-28,93%	68,95%
9	BANCA NAZIONALE AGR. RISP	6405	500	25,00%	-50,98%	-26,72%	17,73%
10	BANCO AMBROS. VEN. RISP	7262	1 000	26,24%	-12,40%	-16,01%	56,84%
11	BANCO NAPOLI RISP	7803	1 000	34,93%	-28,24%	12,34%	54,03%
12	BANCO SARDEGNA RISP	100507	5 000	15,97%	7,69%	(3)	(3)
13	BNL RISP	100282	10 000	22,94%	5,06%	(3)	(3)
14	BONIFICHE SIELE RCV	7064	500	10,11%	-47,91%	4,26%	39,43%
15	BONIFICHE SIELE RISP	7011	500	18,67%	-51,02%	1,17%	18,23%
16	CAFFARO RCV	7018	225	20,21%	-30,03%	11,25%	130,71%
17	CALTAGIRONE RISP	8872	1 000	1,67%	-52,98%	7,33%	90,22%
18	CANTONI ITC RISP	8008	3 000	1,98%	-62,93%	-7,93%	75,34%
19	CARTIERE BURGO RISP	6638	5 000	0,65%	-39,06%	1,87%	114,94%
20	CEMENTERIA BARLETTA RISP	6075	1 000	10,08%	-54,56%	-6,04%	67,05%
21	CEMENTERIA MERONE RISP	8811	1 000	37,50%	-10,39%	13,41%	47,98%
22	CIGA RISP	8614	1 000	20,95%	-56,00%	-15,24%	53,14%
23	CIR RISP	8041	1 000	33,80%	-47,45%	-6,87%	50,63%
24	CIR RCV	8045	1 000	2,50%	-43,39%	-2,81%	99,01%
25	COFIDE RISP	7079	1 000	32,92%	-46,30%	-4,18%	41,86%
26	COGEFAR-IMPRESIT RISP	7202	1 000	11,07%	-43,74%	-18,89%	57,32%
27	COSTA CROCIERE RISP	7219	1 000	14,29%	-12,90%	-24,70%	56,96%
28	CREDITO VARESIANO RISP	6490	500	50,00%	-17,30%	2,80%	59,82%
29	CREDITO ITALIANO RISP	6483	500	18,13%	-12,38%	-69,67%	49,72%
30	DANIELI & C RISP	7648	500	50,00%	-5,12%	-41,58%	49,29%
31	EDISON RISP	7277	1 000	6,17%	5,16%	-8,86%	80,99%
32	EUROMOBILIARE RISP	6674	1 000	14,81%	-52,55%	16,58%	62,00%
33	FALCK RCV	7698	2 500	0,76%	-30,80%	13,63%	148,44%
34	FERRUZZI FINANZIARIA RISP	7416	1 000	14,54%	-31,03%	-9,39%	65,64%
35	FIAT RISP	7642	1 000	15,89%	-40,79%	-25,73%	56,10%
36	FIMPAR RISP	7208	1 000	25,58%	-58,28%	-7,67%	54,76%
37	FIN. AGROINDUSTRIALE RISP (4)	6025	1 000	40,42%	11,45%	18,77%	85,16%
38	FIN. POZZI-GINORI RISP (5)	8661	1 000	53,24%	-10,02%	30,12%	48,17%
39	FINARTE RISP	6208	1 000	21,51%	-32,68%	-10,42%	24,27%
40	FINMECCANICA RISP	7864	500	9,11%	0,00%	-21,13%	80,62%
41	FINREX RISP	7450	1 000	4,46%	-3,64%	-7,84%	90,53%
42	FISCAMBI HOLDING RISP	7268	1 000	22,11%	0,38%	-17,15%	56,18%
43	GAIC RCV	7411	1 000	18,54%	-1,88%	-8,56%	93,88%
44	GEMINA RISP	7224	500	7,56%	-17,39%	-1,18%	87,96%
45	GEROLIMICH RISP	8494	600	50,02%	-37,06%	-4,80%	74,67%
46	GIFIM RISP	7847	1 000	20,00%	-42,77%	-3,02%	79,59%
47	GILARDINI RISP	7689	1 000	7,00%	-18,21%	-13,04%	81,53%
48	GIM RISP	7242	2 000	29,52%	-40,00%	0,28%	55,29%
49	IFIL RISP	7258	1 000	45,91%	-22,84%	-14,03%	50,55%
50	INDUSTRIE SECCO RISP	7453	500	23,26%	12,61%	-4,20%	96,40%
51	ITALCABLE RISP	7429	1 000	36,36%	-21,40%	-13,46%	73,06%
52	ITALCEMENTI RISP	7808	2 000	38,39%	-61,84%	-0,10%	55,34%
53	ITALMOBILIARE RISP	7461	5 000	31,82%	-57,83%	-7,94%	51,78%
54	JOLLY HOTEL RISP	6677	750	0,23%	-19,52%	24,14%	281,67%
55	KERNEL ITALIANA RISP	8826	500	1,32%	-29,70%	-8,08%	164,69%
56	LATINA ASS. RISP	6236	1 000	34,90%	-46,52%	-12,67%	45,84%
57	LINFICIO RISP	8091	500	34,54%	-43,87%	-11,67%	81,25%
58	LLOYD ADRIATICO RISP	6274	1 000	16,67%	-16,67%	2,86%	83,96%
59	MAGNETI MARELLI RISP	7051	1 000	18,67%	-17,89%	-8,60%	96,85%
60	MARZOTTO RISP	8076	1 000	3,45%	-32,61%	-39,27%	51,23%

## XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

## Tavola a13

## AZIONI DI RISPARMIO QUOTATE SUL LISTINO UFFICIALE

	CODICE UIC	VALORE NOMINALE	% DEL CAPITALE SOCIALE	PERFORMANCE 1992		RAPPORTO TRA I PREZZI RISPOND AL 31.12.1992	
				ASSOLUTA	RISPETTO ALL'ORDINARIA		
61	MARZOTTO RCV	8078	1 000	22,45%	-11,15%	-17,80%	95,57%
62	MERLONI RISP	7632	1 000	11,49%	-22,69%	-19,76%	33,60%
63	MILANO ASS. RISP	6220	1 000	31,56%	-44,77%	-21,11%	45,20%
64	MONDADORI EDIT. RISP	8288	1 000	15,42%	-20,55%	-21,65%	31,69%
65	MONTEDISON RISP	8483	1 000	24,81%	-28,86%	-26,22%	57,46%
66	MONTEDISON RCV	8478	1 000	0,45%	-20,05%	-17,41%	109,83%
67	MONTEFIBRE RISP	8002	1 000	16,67%	-1,14%	0,93%	91,52%
68	NECCHI RISP	7686	1 000	1,50%	2,05%	10,93%	131,86%
69	OLIVETTI RISP	7675	1 000	13,01%	-30,72%	-3,93%	72,57%
70	PARTECIPAZIONI RISP	7091	500	30,00%	-36,16%	-9,97%	46,34%
71	PIERREL RISP	6837	600	16,69%	1,46%	9,76%	51,54%
72	PININFARINA RCV	6898	1 000	6,06%	-48,61%	-5,68%	89,43%
73	PIRELLI & C. RISP	7273	1 000	17,07%	-49,43%	-36,06%	24,05%
74	PIRELLI SPA RISP	8848	1 000	5,80%	-19,18%	-21,10%	68,07%
75	RAGGIO DI SOLE RISP	6891	1 000	21,69%	-36,43%	18,68%	106,93%
76	RAS RISP	6283	1 000	32,27%	-16,50%	-15,57%	51,68%
77	RECORDATI RISP	6653	1 000	44,96%	-16,78%	-23,03%	46,51%
78	REJNA RISP (6)	8853	5 000	0,70%	0,06%	21,42%	391,60%
79	RINASCENTE RISP	8686	1 000	19,77%	-31,45%	-57,06%	36,29%
80	RISANAMENTO NAPOLI RISP	7484	2 500	16,67%	-43,86%	-42,98%	31,47%
81	SAFFA RISP	6861	1 000	21,78%	-45,34%	-0,50%	76,54%
82	SAFFA RCV	6857	1 000	2,97%	-42,05%	2,79%	106,23%
83	SAFILO RISP	8851	1 000	0,85%	1,38%	-19,39%	130,95%
84	SAI RISP	6293	1 000	32,06%	-29,04%	-32,01%	40,91%
85	SAIAG RISP	6866	1 000	35,88%	-60,67%	-8,76%	58,42%
86	SAIPEM RISP	6853	1 000	0,44%	0,00%	-34,56%	67,73%
87	SANTAVALERIA RCV	7838	1 000	35,46%	-2,86%	26,67%	64,76%
88	SASIB RISP	8069	1 000	41,36%	-39,38%	-4,65%	67,43%
89	SIP RISP	6694	1 000	24,26%	0,00%	-8,58%	91,09%
90	SMI METALLI RISP	7833	1 000	23,91%	-42,74%	4,86%	97,91%
91	SNIA BPD RISP	8266	1 000	9,90%	-25,70%	-9,27%	74,30%
92	SNIA BPD RCV	8264	1 000	1,80%	-20,00%	-3,57%	102,79%
93	SOPAF RISP	7067	1 000	25,85%	-13,11%	-5,50%	61,33%
94	STANDA RISP	8833	1 500	24,92%	-6,53%	-1,47%	18,58%
95	STET RISP	7016	1 000	31,45%	-18,88%	-5,20%	85,45%
96	TEKNECOMP RISP	7677	500	28,57%	-20,17%	-40,56%	61,29%
97	TELECO CAVI RISP	7835	500	16,67%	-29,48%	0,14%	66,06%
98	TERME ACQUI RISP	8883	375	40,00%	-13,43%	7,81%	37,52%
99	TORO ASS. RISP	6218	1 000	29,32%	-24,24%	-22,17%	40,62%
100	TRIPCOVICH RISP	8490	1 000	30,78%	-46,56%	-22,40%	28,82%
101	UNICEM RCV	7821	1 000	39,30%	-46,13%	-3,69%	62,88%
102	UNIPAR RISP (7)	6825	1 000	0,21%	-2,15%	59,65%	429,18%
103	ZUCCHI RISP	8058	1 000	12,96%	-34,40%	11,36%	77,01%

- (1) Titolo sospeso temporaneamente dalla quotazione dal 30.12.1992 (p.u. Consob 118/92). La performance è riferita all'andamento sino a tale data.
- (2) In concomitanza con l'aumento di capitale del novembre 1991 sono stati emessi buoni che consentono la conversione delle azioni di risparmio in ordinarie dal 1.07.1992 al 31.12.1995.
- (3) Il corrispondente titolo ordinario non è quotato.
- (4) Nel giugno 1991 sono stati emessi buoni che danno diritto alla conversione di azioni di risparmio in ordinarie fino al 1.07.1994.
- (5) Al 31.12.1992 il numero delle azioni di risparmio supera la metà del capitale sociale perchè il 9.03.1992 la società ha ridotto il capitale sociale per perdite da 91,3 miliardi a 31,8 miliardi.
- (6) Nel corso del 1992 gli scambi sul titolo sono stati pari a zero; la performance è calcolata con riferimento ai prezzi nominali riportati sul listino ufficiale.
- (7) Titolo sospeso temporaneamente dalla quotazione dal 21.12.1992 (p.u. Consob 115/92). La performance è riferita all'andamento sino a tale data.

Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa.

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a14

**BORSA VALORI DI MILANO**  
**FREQUENZA DI CONTRATTAZIONE DELLE AZIONI**  
(DATI IN PERCENTUALE DEL TOTALE PER TIPOLOGIA)

TIPOLOGIA	SEMPRE SCAMBIATE	NON SCAMBIATE (numero sedute)		
		DA 1 A 10	DA 11 A 50	OLTRE 50
ORDINARIE	12,0%	26,5%	23,9%	37,6%
PRIVILEGIATE	17,7%	29,4%	23,5%	29,4%
RISPARMIO	10,3%	26,4%	21,8%	41,4%
RISPARMIO CONV.	10,0%	5,0%	15,0%	70,0%
TOTALE	11,7%	25,4%	22,9%	40,0%

Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano



## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a15

**BORSA VALORI DI MILANO**  
**CLASSI DI CONTROVALORE MEDIO GIORNALIERO**

CLASSI (milioni)	AZIONI		CONTROVALORE	
	NUMERO	% TOT	(miliardi di lire)	% TOT
OLTRE 500	50	13,9%	28 543,0	82,4%
100 - 500	83	23,1%	4 389,3	12,7%
50 - 100	58	16,2%	999,9	2,9%
FINO A 50	158	44,0%	716,7	2,1%
SENZA SCAMBI	10	2,8%	-	-
<b>TOTALE</b>	<b>359</b>	<b>100,0%</b>	<b>34 648,9</b>	<b>100,0%</b>

Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a16

## BORSA VALORI DI MILANO CONTRATTI A PREMIO - 1992

### TOTALE GENERALE

SCADENZA	NUMERO	CONTROV. BASI (miliardi di lire)	CONTRATTI A PREMIO		NUMERO TITOLI
			QUANTITA' (milioni)	CONTROV. (miliardi di lire)	
GENNAIO	2 964	165,000	63,931	5,051	27
FEBBRAIO	7 330	435,330	142,107	15,556	46
MARZO	8 407	559,450	173,681	18,178	52
APRILE	6 481	460,720	164,476	14,365	43
MAGGIO	6 499	443,400	158,694	13,916	47
GIUGNO	8 034	608,830	212,349	16,725	45
LUGLIO	4 756	371,340	118,528	9,928	35
AGOSTO	6 498	498,390	153,438	14,652	39
SETTEMBRE	4 620	296,230	96,303	9,407	29
OTTOBRE	6 570	353,290	138,636	13,723	28
NOVEMBRE	9 684	537,470	184,628	21,444	38
DICEMBRE	14 587	973,840	310,231	43,784	59
TOTALE	86 430	5 703,290	1 917,001	196,729	

### CONTRATTI A PREMIO DONT

SCADENZA	NUMERO	CONTROV. BASI (miliardi di lire)	CONTRATTI A PREMIO		NUMERO TITOLI
			QUANTITA' (milioni)	CONTROV. (miliardi di lire)	
GENNAIO	2 435	103,980	40,517	2,771	27
FEBBRAIO	6 606	334,380	112,438	10,318	46
MARZO	7 514	409,750	132,847	11,116	52
APRILE	5 585	301,410	114,990	7,223	43
MAGGIO	5 583	291,780	108,457	7,530	47
GIUGNO	7 064	461,400	162,725	10,619	45
LUGLIO	4 156	263,410	85,915	5,933	34
AGOSTO	5 565	359,700	112,869	8,771	38
SETTEMBRE	3 784	200,060	69,167	5,210	29
OTTOBRE	5 770	279,200	113,309	9,325	25
NOVEMBRE	8 834	439,190	156,431	15,599	37
DICEMBRE	13 538	814,010	262,043	31,422	59
TOTALE	76 434	4 258,270	1 471,707	125,835	

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

## Tavola a16

## BORSA VALORI DI MILANO CONTRATTI A PREMIO - 1992

### CONTRATTI A PREMIO PUT

SCADENZA	NUMERO	CONTROV. BASI (miliardi di lire)	CONTRATTI A PREMIO		NUMERO TITOLI
			QUANTITA' (milioni)	CONTROV. (miliardi di lire)	
GENNAIO	349	41,705	15,569	1,202	10
FEBBRAIO	182	32,577	7,087	0,767	13
MARZO	214	54,105	12,271	1,227	16
APRILE	256	52,608	16,731	1,398	14
MAGGIO	188	39,716	12,557	0,926	16
GIUGNO	266	53,372	15,462	1,364	17
LUGLIO	194	44,147	14,579	0,946	14
AGOSTO	334	55,105	18,369	1,448	18
SETTEMBRE	309	37,169	10,541	1,007	14
OTTOBRE	276	24,933	9,466	0,922	19
NOVEMBRE	280	37,103	9,364	1,354	16
DICEMBRE	221	34,782	9,997	1,201	15
<b>TOTALE</b>	<b>3 069</b>	<b>507,322</b>	<b>151,992</b>	<b>13,761</b>	

### CONTRATTI A PREMIO STRAP

SCADENZA	NUMERO	CONTROV. BASI (miliardi di lire)	CONTRATTI A PREMIO		NUMERO TITOLI
			QUANTITA' (milioni)	CONTROV. (miliardi di lire)	
GENNAIO	26	3,492	1,032	0,133	7
FEBBRAIO	61	8,963	2,027	0,334	9
MARZO	117	19,926	5,538	0,712	16
APRILE	155	29,674	8,601	0,993	12
MAGGIO	171	28,099	7,682	1,034	14
GIUGNO	149	16,919	5,432	0,563	15
LUGLIO	31	2,870	1,262	0,098	11
AGOSTO	142	18,476	5,171	0,619	17
SETTEMBRE	116	12,620	3,837	0,514	12
OTTOBRE	79	9,805	3,213	0,469	11
NOVEMBRE	92	10,591	2,731	0,552	18
DICEMBRE	116	17,553	3,988	0,993	18
<b>TOTALE</b>	<b>1 255</b>	<b>178,987</b>	<b>50,514</b>	<b>7,014</b>	

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a16

## BORSA VALORI DI MILANO CONTRATTI A PREMIO - 1992

### CONTRATTI A PREMIO STRIP

SCADENZA	NUMERO	CONTROV. BASI (miliardi di lire)	CONTRATTI A PREMIO		NUMERO TITOLI
			QUANTITA' (milioni)	CONTROV. (miliardi di lire)	
GENNAIO	32	3,726	1,109	0,273	9
FEBBRAIO	231	29,934	10,461	2,538	18
MARZO	258	30,091	9,894	2,706	21
APRILE	154	24,685	8,232	2,096	12
MAGGIO	134	14,111	4,490	1,157	16
GIUGNO	173	23,234	10,497	1,796	15
LUGLIO	71	11,878	4,366	0,888	13
AGOSTO	78	14,658	4,098	1,267	8
SETTEMBRE	15	0,977	0,248	0,087	10
OTTOBRE	38	2,507	0,620	0,287	9
NOVEMBRE	50	4,435	1,277	0,474	10
DICEMBRE	154	26,761	9,605	3,566	11
TOTALE	1 388	186,996	64,895	17,135	

### CONTRATTI A PREMIO STELLAGE

SCADENZA	NUMERO	CONTROV. BASI (miliardi di lire)	CONTRATTI A PREMIO		NUMERO TITOLI
			QUANTITA' (milioni)	CONTROV. (miliardi di lire)	
GENNAIO	122	12,094	5,705	0,672	12
FEBBRAIO	250	29,478	10,095	1,599	21
MARZO	304	45,585	13,132	2,416	24
APRILE	331	52,345	15,924	2,655	22
MAGGIO	423	69,694	25,508	3,269	22
GIUGNO	382	53,897	18,234	2,384	19
LUGLIO	304	49,034	12,407	2,064	20
AGOSTO	379	50,448	12,931	2,548	20
SETTEMBRE	396	45,408	12,510	2,589	19
OTTOBRE	407	36,844	12,028	2,720	22
NOVEMBRE	428	46,154	14,825	3,466	23
DICEMBRE	558	80,736	24,598	6,603	26
TOTALE	4 284	571,717	177,893	32,984	

Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a17

## BORSA VALORI DI MILANO RIPORTI SU TITOLI AZIONARI QUOTATI

	MEDIA MENSILE (miliardi di lire)	INDICE BASE 1°SEM 80=100 (1)	RAPPORTO % TRA RIPORTI E SCAMBI PRESSO LA BORSA
I sem. 80	199	100	60%
II sem. 80	293	93	34%
I sem. 81	536	100	32%
II sem. 81	493	118	117%
I sem. 82	434	98	114%
II sem. 82	434	111	171%
I sem. 83	530	118	95%
II sem. 83	496	110	123%
I sem. 84	496	99	76%
II sem. 84	446	91	86%
I sem. 85	470	72	32%
II sem. 85	678	74	25%
I sem. 86	1 045	69	17%
II sem. 86	1 119	63	24%
I sem. 87	1 360	79	37%
II sem. 87	1 034	72	31%
I sem. 88	891	75	27%
II sem. 88	1 042	78	29%
I sem. 89	1 117	76	29%
II sem. 89	1 354	82	27%
I sem. 90	1 362	80	28%
II sem. 90	1 126	78	30%
I sem. 91	1 023	74	31%
II sem. 91	912	71	50%
I sem. 92	680	....	31%
II sem. 92	568	....	16%

(1) Valori deflazionati con l'indice MIB storico.

Elaborazioni CONSOB su dati CED Borsa Milano.

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a18

## BORSA VALORI DI MILANO

### TITOLI AZIONARI QUOTATI COSTITUITI IN GARANZIA

	MEDIA MENSILE (miliardi di lire)	INDICE BASE 1°SEM 80=100 (1)	RAPPORTO % SU TOTALE SCAMBI PRESSO LA BORSA
I sem. 80	1 695	100	5,1%
II sem. 80	2 176	81	2,5%
I sem. 81	3 354	73	2,0%
II sem. 81	2 895	81	6,9%
I sem. 82	3 002	80	7,9%
II sem. 82	2 976	89	11,8%
I sem. 83	3 696	96	6,6%
II sem. 83	3 627	94	9,0%
I sem. 84	4 396	102	6,7%
II sem. 84	4 234	101	8,2%
I sem. 85	4 399	79	3,0%
II sem. 85	5 779	75	2,1%
I sem. 86	8 361	64	1,3%
II sem. 86	10 082	67	2,2%
I sem. 87	10 652	73	2,9%
II sem. 87	8 595	71	2,6%
I sem. 88	7 581	75	2,3%
II sem. 88	9 361	82	2,6%
I sem. 89	10 106	81	2,6%
II sem. 89	11 399	81	2,3%
I sem. 90	12 130	84	2,5%
II sem. 90	10 283	84	2,7%
I sem. 91	11 008	92	3,3%
II sem. 91	10 371	95	5,6%
I sem. 92	9 339	....	4,2%
II sem. 92	7 763	....	2,1%

(1) Valori deflazionati con l'indice MIB Storico.

Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano.

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a19

**BORSA VALORI DI MILANO**  
**TITOLI AZIONARI QUOTATI TRATTATI**  
**NELLA SEDUTA DEI RIPORTI**

	TITOLI TRATTATI			CONTRO- VALORE TOTALE (miliardi di lire)
	NUMERO	% SU TOTALE QUOTATI	CON DEPORT (NUMERO)	
<b><u>ANNO 1992</u></b>				
GENNAIO	104	28.3%	25	22.596
FEBBRAIO	114	31.1%	20	28.064
MARZO	143	39.0%	28	29.602
APRILE	157	42.8%	12	45.875
MAGGIO	137	37.3%	18	41.488
GIUGNO	112	30.5%	19	36.359
LUGLIO	149	40.6%	12	36.427
AGOSTO	160	43.6%	18	35.527
SETTEMBRE	153	41.7%	12	69.374
OTTOBRE	148	40.3%	20	58.830
NOVEMBRE	160	43.6%	14	86.387
DICEMBRE	158	43.1%	21	45.202
<b>TOTALE</b>				<b>535.731</b>

Elaborazioni Consob

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola az)j

## MERCATO RISTRETTO DI MILANO PRINCIPALI INDICATORI

	TITOLI QUOTATI A FINE ANNO			CAPITALIZ- ZAZIONE (miliardi di lire)	CONTRO- VALORE (miliardi di lire)	TURN- OVER (%) (1)	AUMENTI DI CAPITALE (miliardi di lire)
	AZIONI		ALTRI TITOLI				
	BANCHE	ALTRI					
1978	19	4	-	3 634.9	13.4	0.50%	83.8
1979	20	9	-	5 672.0	54.5	1.17%	64.6
1980	20	9	-	11 843.0	204.0	2.33%	176.9
1981	27	10	-	16 873.0	245.3	1.71%	734.9
1982	26	11	-	8 753.0	137.7	1.07%	354.3
1983	25	11	-	8 046.0	88.6	1.05%	163.7
1984	26	12	1	6 292.0	74.9	1.04%	507.2
1985	26	10	1	7 885.0	154.9	2.19%	72.5
1986	24	9	1	9 753.0	304.1	3.45%	312.9
1987	28	8	-	10 211.0	356.6	3.57%	310.6
1988	29	8	-	10 331.0	332.2	3.23%	180.4
1989	28	9	1	13 360.0	808.4	6.82%	596.1
1990	27	12	-	14 520.0	1 202.4	8.63%	647.1
1991	26	17	1	13 930.8	626.5	4.40%	785.0
1992	22	18	1	12 377.6	513.1	3.90%	185.3

Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano, Consob e Consiglio di Borsa.



## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a21

## MERCATO RISTRETTO DI MILANO SCAMBI DI TITOLI

	ANNO 1991			ANNO 1992		
	QUANTITA'	CONTROVALORE		QUANTITA'	CONTROVALORE	
	MILIONI	MILIARDI DI LIRE	%	MILIONI	MILIARDI DI LIRE	%
GENNAIO	9,363	62,445	9,97%	8,732	34,682	6,76%
FEBBRAIO	10,760	73,946	11,80%	8,855	43,329	8,44%
MARZO	6,935	62,137	9,92%	6,483	41,157	8,02%
APRILE	9,609	63,348	10,11%	6,245	42,483	8,28%
MAGGIO	9,608	68,813	10,98%	5,101	31,673	6,17%
GIUGNO	7,119	48,050	7,67%	6,105	38,991	7,60%
LUGLIO	6,867	47,510	7,58%	7,741	63,630	12,40%
AGOSTO	4,736	30,819	4,92%	3,552	30,002	5,85%
SETTEMBRE	5,337	28,020	4,47%	8,809	40,333	7,86%
OTTOBRE	6,289	36,796	5,87%	7,813	44,005	8,58%
NOVEMBRE	8,277	45,900	7,33%	10,196	56,910	11,09%
DICEMBRE	8,472	58,756	9,38%	10,977	45,883	8,94%
<b>TOTALE</b>	<b>93,372</b>	<b>626,540</b>	<b>100,00%</b>	<b>90,609</b>	<b>513,078</b>	<b>100,00%</b>

Elaborazioni Consob su dati Ced Borsa Milano.



## XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola n.22

TITOLI NEGOZIATI SUL MERCATO RISTRETTO  
DATI RIASSUNTIVI 1992

	CODICI		SCAMBI NEL 1992				SITUAZIONE A FINE ANNO		RAPPORTO DI TURNOVER	PERFOR- MANCE 1992	DIVI- DENDO	DATA STACCO	DIVIDEN- D YIELD	
	ALFA- BETICO	UC	QUANTITA' (milioni)	CONTRO- VALORE (milioni di lire)	GIORNI DI QUOT.	MEDIA GIORN. (milioni di lire)	NUMERO AZIONI (milioni)	CAPITALE- ZAZIONE (milioni di lire)						
<b>RISTRETTO DI TORINO</b>														
<b>AZIONI</b>														
1	BORGOSIESA	BO	8215	0.004	0.018	255	0.1	3.322	14.848	0.13%	-18.87%	-	-	
2	BORGOSIESA RISP	BOR	8214	0.006	0.012	255	0.0	0.423	0.718	1.28%	-33.31%	-	-	
3	FEM PARTECIPAZIONI (8)	BOF	8019	27.348	34.879	256	118.7	43.680	27.881	101.18%	-30.80%	-	-	
4	PARAMATTI (9)	PM	8428	-	-	256	-	-	-	-	-	-	-	
<b>DIRITTI</b>														
1	BOFINA	BOFAA	80196	0.378	0.028	5	5.8	-	-	-	-	-	-	
2	FEM PARTECIP	BOFAA	100488	0.448	0.002	11	0.2	-	-	-	-	-	-	
3	INVEUROF	INVAA	100284	-	-	14	-	-	-	-	-	-	-	
<b>RISTRETTO DI GENOVA</b>														
<b>AZIONI</b>														
1	BASE H PRIV	BH	42243	0.056	0.128	256	0.5	4.658	9.228	1.80%	-28.21%	121	820718	7.81%
2	CARBOTRADE PRIV	CARBP	8273	0.282	0.322	256	-	2.687	2.987	18.93%	-37.50%	105	821130	10.00%
3	CASTELLINO & SOLMAR	CAST	7063	0.386	1.181	256	-	5.100	18.158	8.06%	8.68%	35	820801	1.08%
4	BIRIO (10)	BIRP	8288	-	-	138	-	44.801	-	-	-	-	-	-
5	BIRIO RISP (10)	BIRP	8887	-	-	138	1.3	1.341	-	-	-	-	-	-
<b>DIRITTI</b>														
1	CARBOTRADE PRIV	CARPAA	82738	0.003	0.000	11	0.0	-	-	-	-	-	-	
2	CARBOTRADE PRIV (088)	CARPAO	82737	-	-	11	-	-	-	-	-	-	-	
<b>RISTRETTO DI NAPOLI</b>														
<b>AZIONI</b>														
1	AUTOBTRADE MERIDIONALI	....	....	0.080	0.287	258	1.1	-	-	0.00%	-	-	-	-
<b>RISTRETTO DI ROMA</b>														
<b>AZIONI</b>														
1	BCA POP SPOLETO (11)	PS	8443	-	-	256	-	8.804	-	0.00%	-	-	-	-
2	NOVARA ICC	NOV	3803	0.046	0.128	256	13.8	8.041	25.313	0.52%	-0.71%	-	-	-

- (1) Revocata dal 1.04.1992 (p.u. Consob 23/92) a seguito della fusione per incorporazione nel CREDITO ROMAGNOLO.  
 (2) Revocata dal 18.01.1992 (del. Consob 5690) con contestuale ammissione alla quotazione ufficiale presso la Borsa valori di Milano.  
 (3) Revocata dal 21.08.1992 (p.u. Consob 75/92) a seguito della fusione per incorporazione nella BANCA POPOLARE DI LODI.  
 (4) Revocata dal 31.07.1992 (p.u. Consob 86/92) a seguito della fusione per incorporazione nel BANCO AMBROSIANO VENETO.  
 (5) Revocata dal 3.08.1992 (del. Consob 6378) con contestuale ammissione alla quotazione ufficiale presso la Borsa valori di Milano.  
 (6) Linea separata di negoziazione istituita dal 21.12.1992 (del. Consob 8888).  
 (7) Linea separata di negoziazione istituita dal 30.03.1992 (del. Consob 8067).  
 (8) Fino al 5.03.1992 le azioni erano denominate BOFINA (p.u. Consob 14/92).  
 (9) Sospesa dal ...  
 (10) Sospesa dal 14.07.1992 (p.u. Consob 82/92).  
 (11) Sospesa dal ...

Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano, Consiglio di Borsa, Comitati dei Mercati Ristretti.

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

## Tavola a23

**TITOLI NEGOZIATI SUL MERCATO RISTRETTO  
SCAMBI NEL 1992 DISTINTI PER PIAZZA.**

	<b>QUANTITA'</b> (milioni)	<b>CONTROVALORE</b> (miliardi di lire)
<b>MILANO</b>	90,609	513,078
<b>TORINO</b>	27,827	24,852
<b>GENOVA</b>	0,754	1,707
<b>NAPOLI</b>	0,074	0,358
<b>ROMA</b>	0,098	0,142
<b>FIRENZE</b>	0,004	0,007
<b>TOTALE</b>	<b>119,367</b>	<b>540,144</b>

Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa.



RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a24

**SCAMBI DI TITOLI NEGOZIATI SUL MERCATO RISTRETTO  
DATI COMPLESSIVI 1992 - CONTROVALORI SCAMBIATI IN MILIARDI DI LIRE**

	MILANO	TORINO	GENOVA	NAPOLI	ROMA	FIRENZE	TOTALE
55 SIRIO RISP	-	-	-	-	-	-	0,000
56 TERME BOGNANCO	2,228	-	-	-	-	-	2,228
57 ZEROWATT	0,066	-	-	-	-	-	0,066
TOTALE	511,737	24,851	1,707	0,358	0,142	0,007	538,802
<b>WARRANT</b>							
1 BCA POP BRESCIA	0,222	-	-	-	-	-	0,222
2 BCA POP MILANO FEB92	0,081	-	-	-	-	-	0,081
3 BCA POP MILANO FEB93	1,073	-	-	-	-	-	1,073
TOTALE	1,376	-	-	-	-	-	1,376
TOTALE GENERALE	513,113	24,851	1,707	0,358	0,142	0,007	540,178

Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa

## XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a25

**SCAMBI DI TITOLI NEGOZIATI SUL MERCATO RISTRETTO**  
**DATI RIASSUNTIVI 1992 - CONTROVALORI SCAMBIATI IN MILIARDI DI LIRE**  
**SU MERCATO PRINCIPALE, BLOCCHI E FUORI BORSA**

	MERCATO RISTRETTO		BLOCCHI		FUORI BORSA		VOLUME COMPL.	RAPP. DI TURNOVER COMPLESS.	
	VOLUME	% COMPL.	VOLUME	% COMPL.	VOLUME	% COMPL.			
<b>AZIONI</b>									
<b>RISTRETTO DI MILANO</b>									
1	BCA AGRICOLA MANTOVANA	27.319	80.19%	-	-	6.750	19.81%	34.069	5.06%
2	BCA BRIANTEA	3.523	99.97%	-	-	0.001	0.03%	3.524	4.28%
3	BCA CREDITWEST COM. VES.	0.619	93.64%	-	-	0.042	6.36%	0.661	0.64%
4	BCA DEL FRIULI	0.211	50.08%	-	-	0.210	49.92%	0.421	0.30%
5	BCA DI CRED. POP. SIRACUSA	17.071	92.33%	0.987	5.34%	0.432	2.33%	18.489	27.99%
6	BCA DI LEGNANO	0.421	100.00%	-	-	-	-	0.421	3.48%
7	BCA IND. GALLARATESE	0.209	100.00%	-	-	-	-	0.209	0.34%
8	BCA POP BERGAMO	29.327	91.06%	-	-	2.881	8.94%	32.208	4.95%
9	BCA POP BRESCIA	21.197	48.37%	-	-	22.621	51.63%	43.818	13.09%
10	BCA POP COMMERCIO E IND.	13.971	12.33%	-	-	99.346	87.67%	113.317	17.74%
11	BCA POP CREMA	18.293	98.10%	-	-	0.354	1.90%	18.647	12.12%
12	BCA POP CREMONA	10.944	94.16%	-	-	0.678	5.84%	11.622	7.37%
13	BCA POP EMILIA ROMAGNA	38.079	47.56%	2.176	2.72%	39.803	49.72%	80.058	13.21%
14	BCA POP INTRA	6.450	95.28%	-	-	0.319	4.72%	6.769	5.72%
15	BCA POP LECCO	6.672	96.53%	-	-	0.100	1.47%	6.772	2.20%
16	BCA POP LODI	21.185	85.21%	0.914	3.68%	2.763	11.11%	24.862	8.84%
17	BCA POP LUINO VARESE	19.752	22.01%	-	-	69.973	77.99%	89.725	21.41%
18	BCA POP MILANO	53.641	96.80%	-	-	1.776	3.20%	55.417	5.12%
19	BCA POP NOVARA	55.042	95.26%	-	-	2.726	4.72%	57.768	3.38%
20	BCA POP SONDRIO	32.600	84.66%	3.093	8.03%	2.812	7.30%	38.504	11.11%
21	BCA PROVINCIA NAPOLI	11.925	85.78%	-	-	1.976	14.22%	13.901	5.67%
22	BCA PROVINCIALE LOMBARDA	3.913	70.56%	-	-	1.633	29.44%	5.546	0.96%
23	BCO AMBROVENETO SUD	0.724	98.49%	-	-	0.094	11.51%	0.819	0.62%
24	BROGGI IZAR	2.975	68.92%	1.005	23.28%	0.337	7.80%	4.316	4.05%
25	BROGGI IZAR 1LG92	-	-	-	-	19.065	100.00%	19.065	689.84%
26	CALZATURIFICIO DI VARESE	1.594	85.12%	-	-	0.279	14.86%	1.872	4.35%
27	CIBIEMME PLAST	1.843	93.30%	-	-	0.132	6.70%	1.975	39.43%
28	CONDOTTE ACQUA ROMA	2.017	87.87%	0.254	11.05%	0.025	1.08%	2.295	2.09%
29	CRED AGRARIO BRESCIANO	10.285	48.25%	0.260	1.22%	10.773	50.54%	21.318	3.60%
30	CRED BERGAMASCO	12.232	59.47%	2.499	12.15%	5.837	28.38%	20.568	2.70%
31	CRED ROMAGNOLO	49.115	16.40%	150.927	50.39%	99.469	33.21%	299.511	12.23%
32	CRED VALTELLINESE	10.217	85.89%	-	-	1.679	14.11%	11.895	4.73%
33	FERROVIE NORD MI	13.919	88.95%	1.238	7.90%	0.493	3.15%	15.648	6.70%
34	FINANCE	0.466	98.93%	-	-	0.005	1.07%	0.471	1.52%
35	FINANCE PRIV	0.224	98.34%	-	-	0.004	1.66%	0.228	5.09%
36	FRETTE	0.357	47.52%	0.306	40.67%	0.089	11.81%	0.751	1.67%
37	IFIS PRIV	0.795	99.85%	-	-	0.001	0.15%	0.797	5.66%
38	INVEUROP	7.732	49.08%	6.794	43.13%	1.226	7.76%	15.753	15.68%
39	ITALIANA INCENDIO VITA	1.151	10.12%	-	-	10.223	89.88%	11.374	4.13%
40	NAPOLETANA GAS	0.642	4.35%	14.080	95.35%	0.045	0.30%	14.767	7.55%
41	NED EDIFICATRICE 1849	0.588	5.74%	7.884	76.90%	1.780	17.36%	10.252	13.93%
42	NED EDIFICATRICE 1849 1GE92	0.014	100.00%	-	-	-	-	0.014	....
43	NED EDIFICATRICE 1849 RISP	0.174	94.15%	-	-	0.011	5.85%	0.185	5.25%
44	SIFIR PRIV	0.016	100.00%	-	-	-	-	0.016	0.39%
45	TERME BOGNANCO	2.228	92.68%	-	-	0.176	7.32%	2.404	4.20%
46	ZEROWATT	0.066	100.00%	-	-	-	-	0.066	0.13%
	<b>TOTALE</b>	<b>511.737</b>	<b>45.97%</b>	<b>192.414</b>	<b>17.29%</b>	<b>408.938</b>	<b>36.74%</b>	<b>1.113.088</b>	<b>8.46%</b>
<b>RISTRETTO DI TORINO</b>									
1	BORGOSERIA	0.016	100.00%	-	-	-	-	0.016	0.13%
2	BORGOSERIA RISP	0.012	100.00%	-	-	-	-	0.012	1.26%
3	CONDOTTE ACQUA ROMA	-	-	-	-	-	-	-	-
4	FEM PARTECIPAZIONI	24.679	83.65%	4.825	16.35%	-	-	29.504	123.77%

## XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a25

**SCAMBI DI TITOLI NEGOZIATI SUL MERCATO RISTRETTO**  
**DATI RIASSUNTIVI 1992 - CONTROVALORI SCAMBIATI IN MILIARDI DI LIRE**  
**SU MERCATO PRINCIPALE, BLOCCHI E FUORI BORSA**

	MERCATO RISTRETTO		BLOCCHI		FUORI BORSA		VOLUME COMPL.	RAPP. DI TURNOVER COMPLESS.	
	VOLUME	% COMPL.	VOLUME	% COMPL.	VOLUME	% COMPL.			
<b><u>RISTRETTO DI GENOVA</u></b>									
1	BASE H PRIV	0.129	100.00%	-	-	-	-	0.129	1.60%
2	CARBOTRADE PRIV	0.322	100.00%	-	-	-	-	0.322	16.93%
3	CASTELLINO & SOLMAR	1.181	100.00%	-	-	-	-	1.181	9.08%
4	SIRIO	-	-	-	-	-	-	-	-
5	SIRIO RISP	-	-	-	-	-	-	-	-
<b><u>RISTRETTO DI NAPOLI</u></b>									
1	AUTOSTRADIE MERIDIONALI	0.287	100.00%	-	-	-	-	0.287	-
<b><u>RISTRETTO DI ROMA</u></b>									
1	BCA POP SPOLETO	-	-	-	-	-	-	-	-
2	NOVARA ICQ	0.128	3.67%	3.347	96.33%	-	-	3.475	13.67%
<b><u>WARRANT</u></b>									
<b><u>RISTRETTO DI MILANO</u></b>									
1	BCA POP BRESCIA	0.222	100.00%	-	-	-	-	0.222	....
2	BCA POP MILANO FEB92	0.081	100.00%	-	-	-	-	0.081	....
3	BCA POP MILANO FEB93	1.073	100.00%	-	-	-	-	1.073	6.47%

Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa.



## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

## Tavola a26

## ALBO DELLE SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE AL 31 DICEMBRE 1992

	NUMERO DELIBERA	DATA DELIBERA	NUMERO ALBO	ATTIVITA'						
				A	B	C	D	E	F	
1	3 A INVESTIMENTI SIM	5814	17.12.91	161					X	
2	ABBACUS SIM	6732	22.12.92	278			X	X	X	X
3	ABN-AMRO SIM	5899	03.01.92	194					X	
4	ABP SIM	5580	03.12.91	1	X	X	X	X	X	X
5	ADB ANALISI DATI BORSA SIM	5764	17.12.91	111					X	
6	AGOS SIM	5898	03.01.92	193				X		X
7	AIG-FP (Italia) SIM	6444	02.09.92	235		X		X		
8	AKROS - ATTIMO SIM	6678	09.12.92	261						
9	AKROS SIM	5581	03.12.91	2	X		X	X	X	
10	ALBERTINI & C SIM	5582	03.12.91	3	X	X	X	X	X	
11	ALETTI & C SIM	5583	03.12.91	4	X	X	X	X	X	X
12	ALOISIO FOGLIA VENTURA & C SIM	5584	03.12.91	5	X	X	X	X	X	X
13	ALTINIA SIM	6347	15.07.92	229						X
14	AMBRO ITALIA SIM	5847	27.12.91	171						X
15	ARCA SIM	6646	01.12.92	241	X	X	X	X	X	
16	AREACONSULT SIM	5585	03.12.91	6				X		X
17	ASIMIT AZIONARIA SIM ITALIANA	5765	17.12.91	112	X			X	X	
18	ASSIAFIN SIM	5723	11.12.91	81					X	
19	AUGES SIM	5586	03.12.91	7						X
20	AXOS SIM	5724	11.12.91	82				X		X
21	AZIMUT CONSULENZA SIM	5725	11.12.91	83				X		X
22	AZIMUT PIEMONTE SIM	6633	24.11.92	240						X
23	AZIMUT ROMA SIM	5726	11.12.91	84						X
24	AZIMUT TOSCANA SIM	5699	10.12.91	63						X
25	A.C. GIRARDI & C SIM	5846	27.12.91	170	X	X	X	X	X	X
26	BAI SIM	5848	27.12.91	172	X	X		X	X	
27	BANCA NAZIONALE COMUNICAZIONI SIM	5921	14.01.92	202	X	X	X	X	X	X
28	BANCO NAPOLI FUMAGALLI SOLDAN SIM	5587	03.12.91	8	X	X	X	X	X	X
29	BARSIM BARCLAYS INTERMEDIAZIONI SIM	5766	17.12.91	113	X			X		
30	BENASSI SIM	5922	14.01.92	203				X	X	
31	BERTI SIM	5700	10.12.91	64	X		X	X	X	
32	BN FINRETE SIM	5767	17.12.91	114						X
33	BNL SIM	6647	01.12.92	242	X	X		X		
34	BORGARELLO SIM	5588	03.12.91	9			X	X		X
35	BORGONUOVO SIM	6486	30.09.92	237	X	X	X	X	X	X
36	BORSACONSULT SIM	5589	03.12.91	10	X	X	X	X	X	X
37	BSI SIM	6705	15.12.92	273	X	X	X	X	X	
38	BSI UNDERWRITER SIM	5768	17.12.91	115		X		X		
39	CABOTO HOLDING SIM	6733	22.12.92	279	X	X	X	X	X	X
40	CABOTO PARTNERS SIM	5701	10.12.91	65		X	X	X	X	
41	CABOTO SIM	5590	03.12.91	11	X	X	X	X	X	X
42	CAMPISI & C SIM	5591	03.12.91	12	X		X	X	X	X
43	CAPITALINVEST SIM	5849	27.12.91	173				X	X	X
44	CARISIM DISTRIBUZIONI SIM	5617	03.12.91	38				X		X
45	CBI CAPITAL MARKET COMP. BANCH. SIM	5652	04.12.91	44	X	X	X	X	X	
46	CENTROSIM	5592	03.12.91	13	X	X	X	X	X	X
47	CERESOLE & C SIM	6388	06.08.92	232	X	X	X	X	X	X
48	CIBC SIM	5994	18.02.92	213	X					
49	CIMO INTERMEDIAZIONI SIM	5702	10.12.91	66	X			X		X
50	CIMO SIM	6648	01.12.92	243	X	X	X	X	X	X

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a26

## ALBO DELLE SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE AL 31 DICEMBRE 1992

	NUMERO DELIBERA	DATA DELIBERA	NUMERO ALBO	ATTIVITA'						
				A	B	C	D	E	F	
51	COEN CAMPOS VENUTI & C SIM	5727	11.12.91	85	X	X	X	X	X	
52	COFEP ITALIA SIM	5955	28.01.92	204	X				X	
53	COFIB COMP. ITAL. DI FIN. E BORSA SIM	5769	17.12.91	116			X	X	X	X
54	COFIB INVESTIMENTI SIM	6734	22.12.92	280				X		X
55	COFIGEST SIM	5728	11.12.91	86	X	X		X	X	X
56	COFILP SIM	6679	09.12.92	262	X	X	X	X	X	X
57	COFIM SIM	6649	01.12.92	244	X	X	X	X	X	
58	COFIMEDIT SIM	6706	15.12.92	274	X	X	X	X	X	
59	COFIN SIM	5770	17.12.91	117	X			X		
60	COFINTER SIM	6680	09.12.92	263	X	X	X	X	X	
61	COFINTRADE INTERNATIONAL SIM	6681	09.12.92	264	X	X		X	X	X
62	COFIRI SERVIZI FINANZIARI SIM	6653	04.12.91	45	X	X	X	X	X	
63	COGEMO SIM	5729	11.12.91	87			X		X	
64	COGETI SIM	5850	27.12.91	174	X		X			
65	COLOMBA INVEST SIM	5771	17.12.91	118	X	X	X	X	X	X
66	COMEURO SIM	5594	03.12.91	15	X	X		X		
67	COMINVEST SIM	6632	24.11.92	239	X	X	X	X	X	X
68	COMMISSIONARIA 2000 SIM	6650	01.12.92	245	X	X		X	X	X
69	COMMISSIONARIA OREFICI SIM	6707	15.12.92	275	X		X	X		
70	COMMIVALOR SIM	6708	15.12.92	276	X			X		
71	COMOI SIM	6682	09.12.92	265				X	X	
72	COMPAGNIA DI GESTIONI PATRIMONIALI SIM	6365	22.07.92	230			X			
73	COMPAGNIA PRIVATA DI SERV. FIN. SIM	5730	11.12.91	88	X	X	X			
74	CONCORDIA SIM	5731	11.12.91	89	X	X		X		
75	CONFIDA SERVIZI FINANZIARI SIM	5654	04.12.91	46	X			X		X
76	CONSULT SIM	5851	27.12.91	175				X	X	X
77	CONSULTINVEST INVESTIMENTI SIM	5655	04.12.91	47						X
78	CORSO SIM	6683	09.12.92	266		X		X		
79	COSEFI SIM	6565	27.10.92	238	X	X	X	X	X	X
80	CREDIT CONSULT SIM	5732	11.12.91	90				X		X
81	CREDIT SUISSE FIRST BOSTON ITALIA SIM	5852	27.12.91	176	X	X	X	X	X	
82	CS ELVISIM SIM	5854	27.12.91	177						X
83	CUSANO SIM	5772	17.12.91	119	X	X		X		
84	DAIWA EUROPE (ITALIA) SIM	5854	27.12.91	178	X	X		X		
85	DANUBIO INTERMEDIAZIONI SIM	6735	22.12.92	281	X		X			
86	DELTA GESTIONI SIM	5773	17.12.91	120			X		X	
87	DELTA SIM	5774	17.12.91	121	X	X	X	X	X	X
88	DIFFUSIONE FINANZIARIA SIM	5595	03.12.91	16						X
89	DISTRIBUZIONE VALORI DIVAL SIM	5733	11.12.91	91						X
90	ECU SIM	5858	27.12.91	182	X	X	X	X	X	
91	EMILIANO-ROMAGNOLA SIM	5775	17.12.91	122		X	X	X		X
92	EPTACOM SIM	6684	09.12.92	267	X	X	X	X	X	
93	EPTASIM	5656	04.12.91	48	X	X	X			
94	ERNESTO PREATONI & ASSOCIATI SIM	5776	17.12.91	123		X			X	
95	ERSEL SIM	6685	09.12.92	268	X	X	X	X	X	X
96	EUROBROKERS SIM	5956	28.01.92	205	X					
97	EUROCONSULT SIM	5596	03.12.91	17						X
98	EUROFINES SIM	5957	28.01.92	206	X	X	X	X	X	X
99	EUROFINIMM SIM	6162	06.05.92	223	X			X		
100	EUROFUTURA HOLDING SIM	5734	11.12.91	92	X			X	X	X

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

## Tavola a26

## ALBO DELLE SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE AL 31 DICEMBRE 1992

	NUMERO DELIBERA	DATA DELIBERA	NUMERO ALBO	ATTIVITA'						
				A	B	C	D	E	F	
101	EUROFUTURA INTERMEDIAZIONE SIM	6236	03.06.92	227	X		X			
102	EUROMOBILIARE INVESTIMENTI SIM	5832	18.12.91	165				X		X
103	EUROMOBILIARE SIM	5597	03.12.91	18	X	X	X	X	X	
104	EUROSIM	5779	17.12.91	126	X	X	X	X	X	X
105	EUROTITOLI DISTRIBUZIONE SIM	5855	27.12.91	179						X
106	EVERY CARD SIM	5856	27.12.91	180					X	X
107	FEDITINVEST SIM	5780	17.12.91	127				X	X	X
108	FEI INVEST SIM	6651	01.12.92	246	X	X		X	X	
109	FEI SVILUPPO SIM	6199	19.05.92	225						X
110	FERBORSA SIM	5735	11.12.91	93				X		X
111	FIDA INTERMEDIAZIONI SIM	6652	01.12.92	247	X	X	X	X	X	
112	FIDA SERVIZI FINANZIARI SIM	5598	03.12.91	19				X	X	X
113	FIDEA SIM	5781	17.12.91	128	X			X	X	
114	FIDEURAM SIM	5703	10.12.91	67						X
115	FIDRAS DISTRIBUZIONE SIM	5704	10.12.91	68						X
116	FINANZA E COMUNICAZIONE SIM	5782	17.12.91	129			X	X	X	X
117	FINANZA E FUTURO CONSULENZA SIM	5736	11.12.91	94				X		X
118	FINANZA EUROPA SIM	5705	10.12.91	69				X		X
119	FINANZIARIA INDOSUEZ SIM	6736	22.12.92	282	X	X	X	X	X	X
120	FINANZIARIA MILANESE SIM	6653	01.12.92	248	X	X	X	X	X	
121	FINANZIARIA SAN ZENO SIM	5784	17.12.91	131						X
122	FIN-ECO SIM	5599	03.12.91	20	X	X	X	X	X	X
123	FINNAT EURAMERICA SIM	5778	17.12.91	125	X	X		X		
124	FINREME SIM	5785	17.12.91	132	X	X		X		X
125	FINSTUDIO SIM	5658	04.12.91	50			X	X		X
126	FINTRADING SIM	5786	17.12.91	133		X			X	X
127	FIN. MOBILIARI GESTIONI SIM	6449	08.09.92	236			X	X		X
128	FIN. MOBILIARI SIM	5657	04.12.91	49				X	X	
129	FIORA SIM	6009	25.02.92	214				X	X	X
130	FORINVEST SIM	5787	17.12.91	134				X	X	X
131	F.LU ASTENGO SIM	6737	22.12.92	283	X			X		
132	GAIC SIM	6654	01.12.92	249	X	X	X	X	X	X
133	GALLA PLACIDIA SIM	5737	11.12.91	95	X		X	X	X	X
134	GAMBA AZZONI & C SIM	5600	03.12.91	21	X	X	X	X	X	
135	GARBELOTTO & C SIM	6738	22.12.92	284	X					
136	GEMINA CREDIT LYONNAIS SIM	5788	17.12.91	135	X	X	X	X	X	X
137	GEMINA FINANCIAL PRODUCTUS SIM	6655	01.12.92	250	X			X	X	
138	GEMOFIN SIM	6656	01.12.92	251	X	X				
139	GENERCOMIT DISTRIBUZIONE SIM	5859	27.12.91	183						X
140	GESTIONI PATRIMONIALI SIM	5789	17.12.91	136			X			
141	GESTNORD CONSULT SIM	5659	04.12.91	51				X		X
142	GESTNORD INTERMEDIAZIONE SIM	6687	09.12.92	270	X	X	X	X	X	X
143	GESTNORD RICERCA SIM	5738	11.12.91	96					X	
144	GFL STUDI FINANZIARI SIM	5706	08.01.92	70				X		X
145	GIAMMEI SIM	6028	03.03.92	215		X		X		
146	GIORGIO VINCENT SIM	6657	01.12.92	252	X		X		X	
147	GIUBERGIA WARBURG SIM	5601	03.12.91	22	X	X		X		
148	GOLDMAN SACHS SIM	5914	08.01.92	200	X	X	X	X	X	X
149	G.I. PROFIDI SIM	5660	04.12.91	52						X
150	IBF INVESTMENT BROKER FINANZ. SIM	5790	17.12.91	137	X	X		X	X	

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

## Tavola a26

## ALBO DELLE SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE AL 31 DICEMBRE 1992

	NUMERO DELIBERA	DATA DELIBERA	NUMERO ALBO	ATTIVITA'						
				A	B	C	D	E	F	
151	IFIS MERCHANT SIM	6658	01.12.92	253	X			X		
152	IMPREFIN SPA SIM	6739	22.12.92	285	X	X	X	X	X	X
153	INA SERVIZI FINANZIARI SIM	5973	12.02.92	210				X		X
154	INA SIM	5661	04.12.91	53	X	X	X	X	X	X
155	INDOSUEZ MONEY MARKETS SIM	5967	04.02.92	209	X	X		X	X	
156	INIZIATIVA SIM	5835	18.12.91	168						X
157	INTERCASSA SIM	5791	17.12.91	138	X	X	X	X	X	X
158	INTERMOBILIARE NEGOZIAZIONE SIM	5602	03.12.91	23	X			X		
159	INTERMOBILIARE SIM	6659	01.12.92	254	X	X	X	X	X	X
160	INTERMONEY FINANCIAL PRODUCTS SIM	5915	08.01.92	201				X	X	
161	INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS SIM	6060	19.03.92	219	X			X	X	
162	INTERSIM	5603	03.12.91	24	X	X		X	X	
163	INVESTIMENTI EUROPEI SIM	6071	24.03.92	221				X		X
164	ITALIANA SIM	6200	19.05.92	226				X		X
165	ITALSIM	5739	11.12.91	97	X	X		X	X	X
166	IVREA SIM	6688	09.12.92	271	X	X	X	X	X	X
167	J.P. MORGAN SIM	6280	16.06.92	228	X	X		X		
168	LA COMPAGNIA FINANZIARIA SIM	5792	17.12.91	139	X	X		X	X	
169	LA COMPAGNIE GESTION SIM	6740	22.12.92	286	X		X	X		
170	L'ABEILLE DISTRIBUZIONE SIM	5860	27.12.91	184				X		X
171	LAIF SIM	5900	03.01.92	195				X		X
172	LBC INVESTMENT SERVICES SIM	5740	11.12.91	98				X		X
173	LEHMAN BROTHERS SIM	5793	17.12.91	140	X	X				
174	LIGURE PIEMONTESE SIM	5794	17.12.91	141	X	X	X	X	X	
175	LIRANOVA SIM	5707	10.12.91	71		X	X	X	X	X
176	LOMBARDO MOLVAN & C SIM	5662	04.12.91	54	X		X	X	X	
177	LOMBARDOVENETO DISTRIBUZIONE SIM	5861	27.12.91	185				X		X
178	L.M. LANDI & C SIM	5741	11.12.91	99			X		X	
179	MAA SERVIZI ASS. E FINANZ. SIM	6438	26.08.92	233						X
180	MACROFIT SIM	5795	17.12.91	142		X	X	X	X	
181	MARKET RISK MANAGEMENT SIM	5958	28.01.92	207						X
182	MARTIN-BIERBAUM (ITALIA) SIM	5862	27.12.91	186	X					X
183	MEDA BIPIEMME SIM	5605	03.12.91	26	X	X	X	X	X	
184	MEDIFIN SIM (1)	5796	17.12.91	143		X	X	X	X	
185	MEDIOGEST TORINO SIM	5863	27.12.91	187	X			X		X
186	MEDIOLANUM BORSA SIM	5742	11.12.91	100	X			X		
187	MEDIOLANUM CONSULENZA SIM	5743	11.12.91	101			X		X	
188	MERCATI FINANZIARI SIM	5606	03.12.91	27	X	X		X		
189	MERRILL LYNCH SIM	6058	19.03.92	217				X	X	X
190	MGS MERCER GROUP SIM	5810	17.12.91	157		X	X	X	X	X
191	MILLA & C SIM	5708	10.12.91	72	X	X	X	X	X	X
192	MONTE PASCHI FINANZA SIM	5709	10.12.91	73						X
193	MONTE PASCHI MERCATO SIM	5608	03.12.91	29	X	X		X		
194	MURCHIO SIM	5607	03.12.91	28	X	X	X	X	X	X
195	NAGRASIM SIM	5797	17.12.91	144	X	X	X	X	X	
196	NAZIONALFIN SIM	6660	01.12.92	255	X					
197	NIKKO ITALIA SIM	5663	04.12.91	55	X	X		X		
198	NOMURA ITALIA SIM	5833	18.12.91	166	X	X	X	X	X	X
199	NORATLAS SIM	5748	11.12.91	106	X					
200	NUOVI INVESTIMENTI SIM	6661	01.12.92	256	X	X	X	X	X	X

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

## Tavola a26

## ALBO DELLE SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE AL 31 DICEMBRE 1992

	NUMERO DELIBERA	DATA DELIBERA	NUMERO ALBO	ATTIVITA'						
				A	B	C	D	E	F	
201	NUSA SIM	6689	09.12.92	272	X	X	X	X	X	X
202	OPPENHEIMER (ITALIA) SIM	6043	11.03.92	216					X	
203	PARIN PROPOSTE DI INVESTIMENTO SIM	5798	17.12.91	145						X
204	PARIN SIM	6741	22.12.92	287	X	X	X	X	X	X
205	PASFIN SECURITIES SIM	5799	17.12.91	146	X	X	X	X	X	X
206	PASTORINO & PARTNERS SIM	5664	04.12.91	56	X	X	X	X	X	X
207	PATRIMONIUM SIM	5744	11.12.91	102	X	X	X	X	X	X
208	PHENIXFUND SIM	5864	27.12.91	188						X
209	PRIME CONSULT SIM	5800	17.12.91	147				X		X
210	PRIME INVESTMENT MANAGEMENT SIM	5710	10.12.91	74		X	X	X	X	
211	PRISMA SIM	6198	19.05.92	224				X		X
212	PROFESSIONE E FINANZA SIM	5609	03.12.91	30	X	X	X	X	X	X
213	PROFILO SIM	5665	04.12.91	57	X	X	X	X	X	X
214	PROFIT SIM	5666	04.12.91	58						X
215	PROGETTO INVESTIMENTI SIM	5667	04.12.91	59				X		X
216	PROGRAMMA ITALIA INVESTIMENTI SIM	5802	17.12.91	149				X	X	X
217	PROGREDA SIM	5901	03.01.92	196				X		X
218	PROMOS SIM	5865	27.12.91	189	X			X	X	
219	PROMOTIO SIM	6662	01.12.92	257	X	X		X		
220	RASFIN SIM	5711	10.12.91	75	X	X		X		
221	RDS SECURITIES SIM	5604	03.12.91	25	X	X	X	X	X	
222	REALI E ASSOCIATI SIM	5610	03.12.91	31	X	X	X	X		
223	REFCO SIM	5974	12.02.92	211				X	X	
224	RE - MAR SIM	5803	17.12.91	150			X		X	
225	ROLOSIM	5611	03.12.91	32	X	X		X	X	
226	ROMA SIM	5712	10.12.91	76	X	X	X	X	X	X
227	SADE INTERMEDIAZIONE SIM	5745	11.12.91	103	X	X	X			
228	SAIFOND SIM	5902	03.01.92	197						X
229	SALOMON BROTHER SIM	5903	03.01.92	198	X	X		X	X	
230	SAN GIORGIO DISTRIBUZIONE SIM	5834	18.12.91	167						X
231	SAN GIOVANNI SIM	5612	03.12.91	33	X	X		X		
232	SANPAOLO INVEST SIM	5804	17.12.91	151						X
233	SAVE SIM	5866	27.12.91	190			X	X	X	X
234	SERFIN SIM	5713	10.12.91	77						X
235	SERVIZI FINANZIARI MILANO SIM	5746	11.12.91	104						X
236	SESTERTIUS SIM	5805	17.12.91	152	X					
237	SFA SIM	5867	27.12.91	191	X	X		X	X	X
238	SHEARSON LEHMAN B. SIM	5868	27.12.91	192				X		
239	SIBA SIM	5806	17.12.91	153	X	X	X	X	X	X
240	SIFI SIM	5807	17.12.91	154		X				
241	SIGE CAPITAL MARKETS SIM	5714	10.12.91	78	X	X		X	X	
242	SIGE CONSULENZA SIM	5747	11.12.91	105					X	
243	SIGECO SIM	6709	15.12.92	277	X	X		X	X	
244	SIM COMIT	5615	03.12.91	36	X			X		
245	SIM MILANO	6663	01.12.92	258	X			X		
246	SIM & FED SIM	5808	17.12.91	155				X	X	X
247	SIMCASSE SIM	5614	03.12.91	35	X	X	X	X	X	X
248	SIMCREDIT SIM	5616	03.12.91	37	X	X	X	X	X	X
249	SIMGEST SIM	5809	17.12.91	156	X		X	X	X	
250	SIMINPRESA SIM	6754	28.12.92	290	X	X		X		

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

## Tavola a26

## ALBO DELLE SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE AL 31 DICEMBRE 1992

	NUMERO DELIBERA	DATA DELIBERA	NUMERO ALBO	ATTIVITA'						
				A	B	C	D	E	F	
251	SIRE SIM	6061	19.03.92	220	X		X	X		X
252	SOCIETA' INTERB. INVESTIMENTI SIM	5668	04.12.91	60						X
253	SOCIETA' INVESTIMENTI FINANZIARI SIM	5811	17.12.91	158	X			X	X	
254	SOFINDUE SIM - FIN. DELL'UN. EUROPEA	5783	17.12.91	130	X	X	X	X	X	X
255	SOFIPA SIM	6080	06.04.92	222	X	X	X	X	X	
256	SOLIDARIETA' E FINANZA SIM	5749	11.12.91	107						X
257	SOLOFIN SIM	5715	10.12.91	79	X	X	X	X	X	X
258	SOVARDINO INVEST. FINANZIARI SIM	5618	03.12.91	39	X	X	X	X	X	
259	SO.GE.DI. SOC. GEN. INVEST. SIM	5812	17.12.91	159	X	X		X		X
260	SPF SIM	6664	01.12.92	259	X	X		X	X	
261	SPRIND GESTIONE SIM	5813	17.12.91	160			X	X	X	
262	SQUADRILLI SIM	5619	03.12.91	40	X	X	X	X	X	X
263	STUDI E INVESTIMENTI MOBILIARI SIM	5750	11.12.91	108						X
264	STUDIO SIM	5620	03.12.91	41	X					
265	SVILUPPO INTERMEDIAZIONI SIM	6755	29.12.92	291	X	X	X	X	X	X
266	SVILUPPO INVESTIMENTI SIM	5716	10.12.91	80		X		X		X
267	SVILUPPO MOBILIARE SIM	5621	03.12.91	42	X	X		X		
268	TECNOLOGIE FINANZ. AVANZATE SIM	5669	04.12.91	61				X	X	X
269	TEKNE SIM	6443	02.09.92	234				X		
270	TOP SIM	6665	01.12.92	260	X	X	X	X	X	
271	TRADITION ITALIA SIM	6366	22.07.92	231	X	X		X	X	X
272	UFF PATRIMONIO SIM	5857	27.12.91	181						X
273	UNINTESA SIM	5815	17.12.91	162						X
274	UNION CAPITAL SIM	5751	11.12.91	109	X	X	X	X		X
275	UNIONE GESTIONI SIM	5963	04.02.92	208			X		X	X
276	UNIPROF SIM	5622	03.12.91	43	X	X	X	X	X	X
277	VONWILLER FINANZIARIA SIM	6742	22.12.92	288	X	X		X		
278	WESTLB EUROPA SIM	5904	03.01.92	199	X			X		
279	WORMS SIM	5975	12.02.92	212	X	X		X		
280	YAMAICHI ITALIA SIM	5752	11.12.91	110	X	X	X	X	X	
281	ZARATTINI SIM	5670	04.12.91	62	X		X	X	X	
282	ZETASIM	5836	18.12.91	169						X
283	ZEUS SIM	5816	17.12.91	163						X
284	ZOPPI SIM	6753	28.12.92	289	X	X		X	X	

## Elenco attivita':

- A - Negoziazione di valori mobiliari per conto proprio e per conto terzi.
- B - Collocamento e distribuzione di valori mobiliari.
- C - Gestione di patrimoni mediante operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari.
- D - Raccolta di ordini di acquisto o vendita di valori mobiliari.
- E - Consulenza in materia di valori mobiliari.
- F - Sollecitazione del pubblico risparmio.

(1) Sospesa con delibera Consob 6487 del 30 settembre 1992.

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

## Tavola a26

## ALBO DELLE SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE AL 31 DICEMBRE 1992

	NUMERO DELIBERA	DATA DELIBERA	NUMERO ALBO	ATTIVITA'					
				A	B	C	D	E	F
<b>SOCIETA' FIDUCIARIE</b>				(abilitate alla gestione di patrimoni aventi ad oggetto valori mobiliari, in nome proprio e per conto terzi).					
1	AGOS GESTIONI PATRIMONIALI SPA	5905	03.01.92	64					
2	AKROS GESTIONI FIDUCIARIE SPA	5906	03.01.92	65					
3	AMBROFID GESTIONI FIDUCIARIE SPA	5869	27.12.91	52					
4	AREA TRADING SPA	5623	03.12.91	1					
5	BANKNORD GESTIONI PATR. FIDUC. SPA	6150	06.05.92	70					
6	COFINA COPM. FINANZ. INVEST. SPA	5624	03.12.91	2					
7	COMINVEST GESTIONI - COMIGEST FIDUC.	5870	27.12.91	53					
8	COMPAGE COMP.AMM.NI GESTIONI SPA	5625	03.12.91	3					
9	CONFIDA FIDUCIARIA SPA	5671	04.12.91	11					
10	CONSULTINVEST GEST. PATR. SPA	5672	04.12.91	12					
11	CRITEFI SPA	6116	22.04.92	70					
12	CS ELVIGEST FIDUCIARIA SPA	5871	27.12.91	54					
13	DB FIDUCIARIA SPA	5964	04.02.92	67					
14	EOSFID FIDUCIARIA SPA	5753	10.12.91	34					
15	EURAMERICA FIDUCIARIA E DI REV. SPA	5626	03.12.91	4					
16	EUROINVEST FIDUCIARIA SPA	5817	17.12.91	38					
17	FEI FIDUCIARIA SPA	5872	27.12.91	55					
18	FIDAR SPA	5873	27.12.91	56					
19	FIDERITALIA SPA	5995	18.02.92	69					
20	FIDEUR FID.EUROPA SPA	5754	10.12.91	35					
21	FIDIMO FIDUCIARIA SPA	5717	10.12.91	28					
22	FIDUCIARIA BANKNORD SPA	5674	04.12.91	14					
23	FIDUCIARIA CENTRUM SPA	5755	10.12.91	36					
24	FIDUCIARIA DUOMO SPA	5718	10.12.91	29					
25	FIDUCIARIA GRUPPO 2000 SPA	5874	27.12.91	57					
26	FIDUCIARIA INDOSUEZ SPA	5907	03.01.92	66					
27	FIDUCIARIA INVESTIM. FINANZIARI SPA	5675	04.12.91	15					
28	FIDUCIARIA OREFICI SPA	5818	17.12.91	39					
29	FIDUCIARIA SAN GIORGIO SPA	5875	27.12.91	58					
30	FIDUCIARIA SELLA SPA	5976	12.02.92	68					
31	FIDUCIARIA SHEARSON LEHMANB BROTHERS	5719	10.12.91	30					
32	FIDUCIARIA VONWILLER SPA	5837	18.12.91	48					
33	FIGEROMA FIDUC. E DI GEST. ROMA SPA	5676	04.12.91	16					
34	FINANZA E FUTURO FIDUCIARIA SPA	5628	03.12.91	6					
35	FINCREA SPA	5677	04.12.91	17					
36	FININVEST FIDUCIARIA SPA	5678	04.12.91	18					
37	FIRECO SPA	6216	27.05.92	72					
38	FORTUNE FIDUCIARIA SPA	5819	17.12.91	40					
39	FRT FIDUCIARIA RISPARM. TORINO SPA	5679	04.12.91	19					
40	GALLA PLACIDIA FIDUCIARIA SPA	5720	10.12.91	31					
41	GEFI TOSCANA SPA	5627	03.12.91	5					
42	GREIF FIDUCIARIA SPA	5721	10.12.91	32					
43	IFIGEST FIDUCIARIA SPA	5680	04.12.91	20					
44	IFIR SPA	5820	03.12.91	41					
45	INTERFIDAM SPA	5629	03.12.91	7					
46	INTERGEST SPA	5630	03.12.91	8					
47	ITALFIDER SPA	5876	27.12.91	59					
48	LA COMPAGNIA FINANZIARIA SERVIZI FID. SPA	5821	17.12.91	42					

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

## Tavola a26

## ALBO DELLE SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE AL 31 DICEMBRE 1992

	NUMERO DELIBERA	DATA DELIBERA	NUMERO ALBO	ATTIVITA'					
				A	B	C	D	E	F
<b>SOCIETA' FIDUCIARIE</b>				(abilitate alla gestione di patrimoni aventi ad oggetto valori mobiliari, in nome proprio e per conto terzi).					
49	LA COMPAGNIE FIDUCIARIE SPA	5822	17.12.91	43					
50	LOMBARDOVENETO SOC.FID.DI REVIS. SPA	5878	27.12.91	61					
51	MARGEST FIDUCIARIA SPA	5681	04.12.91	21					
52	MEDIOGEST FIDUCIARIA SPA	5879	27.12.91	62					
53	MOBILINVEST SOC. FID. E DI REVISIONE SPA	5823	17.12.91	44					
54	NAZIONALE FIDUCIARIA SPA	5880	27.12.91	63					
55	PASFID GESTIONI SPA	5824	17.12.91	45					
56	PROMOFINAN FIDUCIARIA SPA	5839	18.12.91	50					
57	REFIMI SOCIETA' FIDUCIARIA E DI REV. SPA	5825	17.12.91	46					
58	SAF SOCIETA AZIONARIA FIDUC. SPA	5682	04.12.91	22					
59	SANPAOLOGEST FIDUCIARIA SPA	5683	04.12.91	23					
60	SERVIZI FIDUCIARI MILANESI SPA	5631	03.12.91	9					
61	SESAMO SERVIZI FIDUC.D'IMPRESA SPA	5826	17.12.91	47					
62	SFIRMI SOC.FID. E DI REV SPA	5684	04.12.91	24					
63	SIFRU GESTIONI SOCIETA FIDUCIARIA SPA	6418	11.08.92	73					
64	SIGE FIDUCIARIA SPA	5632	03.12.91	10					
65	SIREF GESTIONI SPA	6743	22.12.92	74					
66	SOCIETA' FID. E DI REV. ITALIA FID. SPA (2)	5877	27.12.91	60					
67	SOFIDUCIARIA SPA	5685	04.12.91	25					
68	STG - ATEFINA FID. SPA	5686	04.12.91	26					
69	SVILUPPO FIDUCIARIA SPA	5756	10.12.91	37					
70	UNIFID FIDUCIARIA SPA	5687	04.12.91	27					
71	ZETAGEST SPA	5840	18.12.91	51					

(2) Sospesa con delibera Consob 6752 del 27 dicembre 1992.

Elaborazioni Consob



## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

## Tavola a27

**FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO ITALIANI**  
**EVOLUZIONE DI NUMERO E PATRIMONIO NETTO**  
 (dati di fine periodo)

	NUMERO FONDI				PATRIMONIO NETTO (miliardi di lire)			
	OBBLIG.	BILANC.	AZION.	TOTALE	OBBLIG.	BILANC.	AZION.	TOTALE
1984	4	3	3	10	698	223	235	1 156
1985	19	17	5	41	6 873	7 323	5 586	19 782
1986	26	29	5	60	18 000	28 215	18 862	65 077
1987	31	33	8	72	22 701	21 264	15 484	59 449
1988	48	47	20	115	18 585	17 790	15 188	51 563
1989	60	54	35	149	16 161	16 391	16 616	49 168
1990	74	55	54	183	19 757	13 157	14 468	47 382
1991	78	60	83	221	31 042	11 659	13 500	56 201
1992	96	61	98	255	37 742	10 085	12 830	60 657
GEN 1992	79	60	83	222	32 101	11 977	14 026	58 104
FEB	79	60	83	222	33 728	11 857	13 908	59 493
MAR	82	60	86	228	35 361	11 260	13 136	59 757
APR	86	60	90	236	36 878	11 218	13 150	61 246
MAG	89	59	90	238	38 204	11 010	13 067	62 281
GIU	89	59	91	239	38 271	10 438	12 358	61 067
LUG	89	59	91	239	37 013	9 662	11 501	58 176
AGO	89	60	92	241	37 171	9 574	11 415	58 160
SET	91	61	92	244	35 857	9 373	11 389	56 619
OTT	94	61	96	251	36 529	9 948	12 174	58 651
NOV	96	61	97	254	37 089	10 057	12 554	59 700
DIC	96	61	98	255	37 742	10 085	12 830	60 657

Fonte: Banca Fideuram

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a28

**FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO ITALIANI**  
**EVOLUZIONE DELLE SOTTOSCRIZIONI**  
 (dati di fine periodo in miliardi di lire correnti)

	RACCOLTA LORDA				RISCATTI				RACCOLTA NETTA			
	OBBLIG.	BILANC.	AZION.	TOTALE	OBBLIG.	BILANC.	AZION.	TOTALE	OBBLIG.	BILANC.	AZION.	TOTALE
1984	656	208	219	1 083	3	-	-	3	653	208	219	1 080
1985	6 022	6 245	4 444	16 711	426	165	144	735	5 596	6 080	4 300	15 976
1986	11 941	21 295	13 094	46 330	2 024	3 926	2 834	8 784	9 917	17 369	10 260	37 546
1987	10 253	3 395	3 924	17 572	5 466	7 462	4 611	17 539	4 787	-4 067	-687	33
1988	3 030	1 212	1 987	6 229	7 608	7 149	4 428	19 185	-4 578	-5 937	-2 441	-12 958
1989	3 592	1 869	4 484	9 945	6 500	5 249	4 852	16 601	-2 908	-3 380	-368	-6 656
1990	8 674	1 611	4 844	15 129	5 848	3 665	4 767	14 280	2 826	-2 054	77	849
1991	17 134	1 126	3 500	21 760	7 492	3 473	5 484	16 449	9 642	-2 347	-1 984	5 311
1992	21 539	992	4 011	26 542	17 462	2 933	5 406	25 801	4 077	-1 941	-1 395	741
GEN 1992	1 968	108	364	2 440	945	229	390	1 554	1 023	-121	-16	886
FEB	2 556	133	306	2 995	813	305	525	1 643	1 743	-172	-219	1 352
MAR	2 706	123	267	3 096	962	366	531	1 859	1 744	-243	-264	1 237
APR	2 352	99	297	2 748	1 153	271	434	1 858	1 199	-172	-137	890
MAG	1 932	72	269	2 273	937	243	371	1 551	995	-171	-102	722
GIU	1 627	98	343	2 068	1 428	233	432	2 094	198	-135	-89	-26
LUG	1 680	52	375	2 107	2 212	226	463	2 901	-532	-174	-88	-794
AGO	914	51	284	1 249	1 102	94	265	1 461	-188	-43	19	-212
SET	1 309	65	291	1 665	2 946	217	460	3 623	-1 637	-152	-169	-1 958
OTT	1 582	60	356	1 998	2 103	221	415	2 739	-521	-161	-59	-741
NOV	1 505	75	489	2 069	1 462	213	522	2 197	43	-138	-33	-126
DIC	1 408	56	370	1 834	1 398	315	608	2 321	10	-259	-238	-487

Fonte: Assogestioni

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

## Tavola a29

### FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO ITALIANI OPERATIVITA' SUL MERCATO MOBILIARE

(acquisti netti in miliardi di lire correnti)

	AZIONI ITALIANE				TITOLI DI STATO			
	OBBLIG.	BILANC.	AZION.	TOTALE	OBBLIG.	BILANC.	AZION.	TOTALE
1985	130	1 510	1 740	3 380	4 447	3 573	2 439	10 459
1986	259	4 305	3 812	8 376	8 583	10 427	5 544	24 554
1987	502	806	900	2 208	2 589	-4 505	-1 660	-3 576
1988	-135	-775	-1 232	-2 142	-3 660	-3 670	-1 353	-8 683
1989	-27	-1 331	127	-1 231	-1 266	-1 183	-1 162	-3 611
1990	-477	-379	682	-174	3 870	69	241	4 180
1991	-79	-716	-1 539	-2 334	8 555	-906	-582	7 067
1992	-24	-423	-259	-706	3 449	-765	-571	2 113
GEN 1992	-2	2	-140	-140	893	-6	-152	735
FEB	-9	-62	28	-43	1 478	-126	58	1 410
MAR	8	54	-44	18	-559	-399	-334	-1 292
APR	-2	-152	7	-147	2 244	105	126	2 475
MAG	0	-58	46	-12	1 508	-90	83	1 501
GIU	4	-19	4	-11	-740	-49	-127	-916
LUG	-3	-45	-140	-188	-2 108	-197	-243	-2 548
AGO	-7	3	28	24	-656	-51	-135	-842
SET	-17	-27	-258	-302	-1 741	-154	-50	-1 945
OTT	-5	-45	-157	-207	1 218	305	277	1 800
NOV	-9	-49	109	51	1 925	45	284	2 254
DIC	18	-25	258	251	-13	-148	-358	-519

Fonte: Banca Fideuram

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

## Tavola a30

## PORTAFOGLIO TITOLI DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

(Consistenze di fine anno in miliardi di lire)

	ANNO	FONDI COMUNI			GESTIONI			ASSICUR. (ramo vita)	TOTALE
		ITALIANI	LUSSEMB.	TOTALE	FIDUC.	BANC.	TOTALE		
AZIONI ITALIANE	1985	5 095	3 756	8 851	711	2 475	3 186	987	13 024
	1986	17 887	5 767	23 654	1 008	5 709	6 717	1 333	31 704
	1987	13 561	3 922	17 483	754	3 701	4 455	1 698	23 636
	1988	13 958	3 368	17 326	1 231	3 336	4 567	1 903	23 796
	1989	14 879	3 479	18 358	1 175	4 074	5 249	2 658	26 265
	1990	10 748	2 159	12 907	837	3 012	3 849	2 848	19 604
	1991	8 273	1 759	10 032	806	2 854	3 660	3 401	17 093
	1992 (1)	6 560	791	7 351	708	2 508	3 216	3 809	14 376
ALTRI TITOLI ITALIANI	1985	13 146	2 447	15 593	....	....	....	6 239	....
	1986	40 997	3 280	44 277	....	35 364	....	9 335	....
	1987	36 823	3 100	39 923	....	48 635	....	12 827	....
	1988	26 964	2 065	29 029	2 956	46 780	49 736	17 959	96 724
	1989	23 024	1 816	24 840	2 605	47 203	49 808	22 294	96 942
	1990	27 355	1 963	29 318	3 721	58 664	62 385	29 865	121 568
	1991	34 536	1 536	36 072	3 666	79 109	82 775	38 350	157 197
	1992 (1)	35 316	3 181	38 497	4 093	85 485	89 578	....	....
TITOLI ESTERI	1985	678	916	1 594	....	....	....	654	....
	1986	3 727	1 263	4 990	....	838	....	724	....
	1987	5 497	1 112	6 609	....	590	....	896	....
	1988	7 922	2 756	10 678	240	1 302	1 542	2 112	14 332
	1989	6 872	2 644	9 516	286	1 768	2 054	2 761	14 331
	1990	5 337	1 624	6 961	223	1 797	2 020	3 989	12 970
	1991	8 073	1 935	10 008	114	3 397	3 511	5 311	18 830
	1992 (1)	13 507	639	14 146	95	3 130	3 225	....	....
PATRI- MONIO NETTO (2)	1985	19 783	7 469	27 252	2 900	24 400	27 300	9 537	64 089
	1986	65 079	10 670	75 749	4 200	42 802	47 002	13 122	135 873
	1987	59 454	8 694	68 148	5 200	53 380	58 580	17 480	144 208
	1988	51 562	8 586	60 148	5 100	52 267	57 367	23 852	141 367
	1989	49 165	8 478	57 643	5 200	54 253	59 453	31 198	148 294
	1990	47 379	6 161	53 540	5 300	65 022	70 322	40 520	164 382
	1991	56 196	5 618	61 814	5 200	87 586	92 786	52 062	206 662
	1992 (1)	60 666	4 953	65 619	6 095	102 669	108 764	....	....

(1) I dati del 1992 relativi a gestioni ed assicurazioni sono stime.

(2) Per le assicurazioni come patrimonio netto è indicato il totale delle attività finanziarie (liquidità, titoli e mutui netti).

Elaborazioni CONSOB su dati Banca d'Italia, CONSOB e Banca Fideuram.

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

## Tavola a31

## INVESTITORI ISTITUZIONALI PORTAFOGLIO AZIONI ITALIANE

### CONSISTENZE A FINE ANNO IN MILIARDI DI LIRE

	FONDI COMUNI			GESTIONI			ASSICUR. (ramo vita)	TOTALE
	ITALIANI	LUSSEMB.	TOTALE	FIDUC.	BANC.	TOTALE		
1984	176	1 685	1 861	....	....	....	832	2 693
1985	5 095	3 756	8 851	711	2 475	3 186	987	13 024
1986	17 887	5 767	23 654	1 008	5 709	6 717	1 333	31 704
1987	13 561	3 922	17 483	754	3 701	4 455	1 698	23 636
1988	13 958	3 368	17 326	1 231	3 336	4 567	1 903	23 796
1989	14 879	3 479	18 358	1 175	4 074	5 249	2 658	26 265
1990	10 748	2 159	12 907	837	3 012	3 849	2 848	19 604
1991	8 273	1 759	10 032	806	2 854	3 660	3 401	17 093
1992	6 560	791	7 351	708	2 508	3 216	3 809	14 376
(1)								

### VALORI IN PERCENTUALE DELLA CAPITALIZZAZIONE DI BORSA

	FONDI COMUNI			GESTIONI			ASSICUR. (ramo vita)	TOTALE
	ITALIANI	LUSSEMB.	TOTALE	FIDUC.	BANC.	TOTALE		
1984	0,35%	3,38%	3,74%	....	....	....	1,67%	5,41%
1985	5,19%	3,83%	9,01%	0,72%	2,52%	3,24%	1,01%	13,26%
1986	9,39%	3,03%	12,42%	0,53%	3,00%	3,53%	0,70%	16,64%
1987	9,64%	2,79%	12,42%	0,54%	2,63%	3,17%	1,21%	16,80%
1988	7,89%	1,90%	9,80%	0,70%	1,89%	2,58%	1,08%	13,46%
1989	6,91%	1,62%	8,53%	0,55%	1,89%	2,44%	1,23%	12,20%
1990	6,39%	1,28%	7,68%	0,50%	1,79%	2,29%	1,69%	11,66%
1991	4,65%	0,99%	5,64%	0,45%	1,60%	2,06%	1,91%	9,61%
1992	3,79%	0,46%	4,25%	0,41%	1,45%	1,86%	2,20%	8,31%
(1)								

(1) I dati del 1992 relativi a gestioni ed assicurazioni sono stime.

Elaborazioni CONSOB su dati Banca d'Italia, CONSOB e Banca Fideuram.

## XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola n.32

## OPERAZIONI SUL CAPITALE DELIBERATE NEL 1992

SOCIETA'	PREZZO DI EMISSIONE (Valore nominale + sovrapprezzo)	AUMENTO (Lire)			RICHIESTA COMPLESSIVA DI DENARO (Lire)	NOTE
		A pagamento	Gratuito	Totale		
<b>Settore Pubblico</b>						
ASSITALIA (giugno)	5.000 (1.000 + 4.000)	90.000.000.000	30.000.000.000	90.000.000.000	300.000.000.000	Emissione di n. 30.000.000 di azioni da distribuire gratuitamente agli azionisti; emissione di n. 90.000.000 di azioni ordinarie
BANCO DI NAPOLI (aprile)	4.000 (1.000 + 3.000)	53.250.000.000		53.250.000.000	213.000.000.000	Emissione di n. 53.250.000 azioni ordinarie da attribuire al Tesoro dello Stato a fronte del versamento già effettuato di Lit. 213 MLD ai sensi del D.L. 20.11.90, n. 358
FINZIARIA ERNESTO BREDI (giugno)	1.000	423.000.000.000		423.000.000.000	423.000.000.000	Emissione di n. 423.000.000 di azioni ordinarie
ITALCABLE (maggio)	1.000		33.000.000.000	33.000.000.000		Emissione di n. 21.000.000 di azioni ordinarie e di n. 12.000.000 di azioni di risparmio da assegnare gratuitamente agli azionisti
NUOVO PIGNONE (maggio)	3.800 (1.000 + 2.800)	36.000.000.000		36.000.000.000	136.800.000.000	Emissione di n. 36.000.000 di azioni ordinarie
	1.000		20.000.000.000	20.000.000.000		Emissione di n. 20.000.000 di azioni ordinarie da assegnare gratuitamente agli azionisti
<b>TOTALE SETTORE PUBBLICO</b>		<b>572.250.000.000</b>	<b>63.000.000.000</b>	<b>635.250.000.000</b>	<b>1.072.800.000.000</b>	
<b>Settore privato</b>						
AUSILIARE (dicembre)	1.000		1.055.916.000	1.055.916.000		Emissione di n. 1.055.916 azioni da assegnare gratuitamente
BONIFICHE SIELE (marzo)	17.500 (500 + 17.000)	1.369.009.000		1.369.009.000	46.615.315.000	Emissione di n. 2.778.016 di azioni ordinarie
	5.700 (500 + 5.200)	211.815.000		211.815.000	2.412.411.000	Emissione di n. 423.230 di azioni di risparmio parzialmente convertibili
	2.800 (500 + 2.300)	354.511.000		354.511.000	1.985.261.600	Emissione di n. 706.022 di azioni di risparmio non convertibili
FINREX (giugno)	1.015 (1.000 + 15)	56.320.000.000		56.320.000.000	56.194.800.000	Emissione di n. 56.320.000 di azioni ordinarie
FISIA (maggio)	1.000		3.496.000.000	3.496.000.000		Emissione di n. 3.496.000 di azioni ord.

## XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola n.32

## OPERAZIONI SUL CAPITALE DELIBERATE NEL 1992

SOCIETA'	PREZZO DI EMISSIONE (Valore nominale + sovrapprezzo)	AUMENTO (Lire)			RICHIESTA COMPLESSIVA DI DENARO (Lire)	NOTE
		A pagamento	Gratuito	Totale		
GOTTARDO RUFFONI (giugno)	1.000		10.800.000.000	10.800.000.000		Emissione di n. 10.800.000 azioni da assegnare gratuitamente agli azionisti
INTERMOBILIARE (ottobre)	1.500 (1.000 + 500)	6.000.000.000		6.000.000.000	6.000.000.000	Emissione di n. 6.000.000 di azioni ordinarie
ITALCEMENTI (aprile)	5.000 (2.000 + 3.000)	82.153.106.000		82.153.106.000	205.382.765.000	Emissione di n. 41.076.553 di azioni ord.
	5.000 (2.000 + 3.000)	51.972.094.000		51.972.094.000	129.630.235.000	Emissione di n. 25.986.047 di azioni di risparmio
L'ABEILLE COMPAGNIA ITALIANA ASSICURAZIONI (giugno)	6.000		9.704.378.000	9.704.378.000		Aumento del valore nominale delle azioni da Lit. 3.000, a Lit. 6.000; emissione di n. 246.832 da assegnare gratuitamente agli azionisti
MILANO ASSICURAZIONI (aprile)	13.500 (1.000 + 12.500)	22.222.530.000		22.222.530.000	300.004.155.000	Emissione di n. 22.222.530 di azioni ordinarie
	6.500 (1.000 + 5.500)	15.241.662.000		15.241.662.000	99.072.233.000	Emissione di n. 15.241.662 di azioni di risparmio
PIRELLI (gennaio)	1.000	518.620.070.000		518.620.070.000	518.620.070.000	Emissione di n. 518.620.070 di azioni ordinarie da assegnare ad azionisti ed obbligazionisti
RAS (giugno)	11.000 (1.000 + 10.000)	36.741.600.000		36.741.600.000	404.157.600.000	Emissione di n. 36.741.600 di azioni ordinarie con warrant offerte in opzione agli azionisti
	7.300 (1.000 + 6.300)	17.506.400.000		17.506.400.000	127.811.132.000	Emissione di n. 17.506.400 di azioni di risparmio con warrant offerte in opzione agli azionisti
	11.000 (1.000 + 10.000)	27.125.000.000		27.125.000.000	298.375.000.000	Emissione di n. 27.125.000 di azioni di risparmio riservate all'esercizio dei warrant connessi all'emissione
SAI (settembre)	7.700 (1.000 + 6.700)	15.600.000.000		15.600.000.000	120.120.000.000	Emissione di n. 15.600.000 di azioni di risparmio
	8.000 (1.000 + 7.000)	3.900.000.000		3.900.000.000	31.200.000.000	Emissione di n. 3.900.000 di azioni di risparmio a servizio di warrant connessi ad emissione di un prestito obbligazionario
SIMINT (luglio)	4.800 (500 + 4.100)	2.435.000.000		2.435.000.000	22.402.000.000	Emissione di n. 4.870.000 di azioni ordinarie ai sensi dell'art. 2441, V° comma C.C.
	2.600 (500 + 2.100)	7.223.000.000		7.223.000.000	37.559.800.000	Emissione di n. 14.446.000 di azioni privilegiate con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, V° comma c.c.

## XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a32

## OPERAZIONI SUL CAPITALE DELIBERATE NEL 1992

SOCIETA'	PREZZO DI EMISSIONE (Valore nominale + sovrapprezzo)	AUMENTO (Lire)			RICHIESTA COMPLESSIVA DI DENARO (Lire)	NOTE
		A pagamento	Gratuito	Totale		
SNIA BPD (maggio)	1.000	191.986.950.000		191.986.950.000	191.986.950.000	Emissione di n. 191.986.950 1 azione/3 azioni ordinarie e/o 3 azioni di risparmio convertibili e/o 3 azioni di risparmio non convertibili offerte in opzione ai soci
SOCIETA' ACQUA PIA ANTICA MARCIA (dicembre)	500	139.200.000.000		139.200.000.000	139.200.000.000	Emissione di n. 278.400.000 di azioni ordinarie con diritto d'opzione riservato agli azionisti ordinari e di risparmio
SORIN BIOMEDICA (febbraio)	3.000 (1.000 + 2.000)	72.800.000.000		72.800.000.000	218.400.000.000	Emissione di n. 72.800.000 di azioni ordinarie
STEFANEL (giugno)	1.000	15.000.000.000		15.000.000.000	15.000.000.000	Emissioni di n. 15.000.000 di azioni ordinarie, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, V comma c.c., e servizio di prestito obbligazionario convertibile da emetterli attraverso controllata estera
TRIPCOVICH (giugno)	1.000		7.878.588.000	7.878.588.000		Emissione di n. 5.453.418 di azioni ordinarie e di n. 2.425.170 di azioni di risparmio assegnate gratuitamente ad azionisti ed obbligazionisti
UNIPOL ASSICURAZIONE (febbraio)	6.000 (2.000 + 6.000)	52.804.512.000		52.804.512.000	211.218.048.000	Emissione di n. 26.402.256 di azioni ordinarie
	5.000 (2.000 + 3.000)	34.320.908.000		34.320.908.000	85.802.265.000	Emissione di n. 17.160.453 di azioni privilegiate
WABCO WESTINGHOUSE (luglio)	4.100 (500 + 3.600)	2.500.000.000		2.500.000.000	20.500.000.000	Emissione di n. 5.000.000 di azioni ordinarie
TOTALE PRIVATO		1.375.832.186.000	32.834.882.000	1.408.667.067.000	3.297.951.840.000	
TOTALE GENERALE		1.947.882.186.000	115.834.882.000	2.063.817.067.000	4.370.751.840.000	

(1) Non son inclusi gli aumenti di capitale a fronte dell'emissione di obbligazioni convertibili neanche quelli da attuarsi mediante conferimento in natura ovvero in relazione ad operazioni di fusione

(2) Sono incluse le spese di emissione e gli eventuali accenti su dividendi

(3) Nei casi in cui l'assemblea ha deliberato un sovrapprezzo di emissione variabile tra un minimo ed un massimo e' stato utilizzato per il calcolo della richiesta complessiva di denaro l'importo massimo



## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

## Tavola a33

**OPERAZIONI SUL CAPITALE DELIBERATE NEL 1992**  
**SCHEMA RIASSUNTIVO**  
(dati in miliardi di lire)

	AUMENTI GRATUITI	% TOT	AUMENTI A PAGAMENTO	% TOT	SOVRAP- PREZZI	TOTALE
SETTORE PUBBLICO	83	71,5	572	29,3	500	655
SETTORE PRIVATO	33	28,5	1.376	70,7	1.923	1.409
TOTALE	116	100	1.948	100	2.423	2.064

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

## Tavola a34

## OPERAZIONI SUL CAPITALE DELIBERATE DAL 1986

(dati in miliardi di lire)

	ANNO	SETTORE PUBBLICO	SETTORE PRIVATO	TOTALE
1) Aumento di capitale a pagamento	1986	3.216	4.469	7.685
	1987	480	2.631	3.111
	1988	426	843	1.269
	1989	2.633	2.252	4.885
	1990	202	2.647	2.849
	1991	1.212	1.106	2.318
	1992	572	1.376	1.948
2) Aumenti di capitale gratuiti	1986	627	778	1.405
	1987	835	692	1.527
	1988	112	518	630
	1989	508	462	970
	1990	1.041	410	1.451
	1991	49	141	190
	1992	83	33	116
3) Totale (1 + 2)	1986	3.843	5.247	9.090
	1987	1.315	3.323	4.638
	1988	538	1.361	1.899
	1989	3.141	2.714	5.855
	1990	1.243	3.057	4.300
	1991	1.261	1.247	2.508
	1992	655	1.409	2.064
4) Sovrapprezzo	1986	735	6.489	7.224
	1987	221	1.390	1.611
	1988	193	1.283	1.476
	1989	1.700	4.786	6.486
	1990	195	4.548	4.743
	1991	572	2.471	3.043
	1992	500	1.923	2.423
5) Mezzi liquidi di cui è programmata la raccolta (1 + 4)	1986	3.951	10.958	14.909
	1987	701	4.021	4.722
	1988	619	2.126	2.745
	1989	4.333	7.038	11.371
	1990	397	7.195	7.592
	1991	1.784	3.577	5.361
	1992	1.072	3.298	4.370

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

## Tavola a35

## EMISSIONI DI AZIONI DI RISPARMIO DELIBERATE NEL 1992

SOCIETA'	CONVERSIONE	AUMENTO DEL CAPITALE SOCIALE (Lire)
Bonifiche Siele (marzo)		211.615.000 (1) 354.511.000 (1)
Italcable (maggio)		12.000.000.000
Italcementi (aprile)		51.972.094.000 (1)
Milano Assicurazioni (aprile)		15.241.882.000 (1)
RAS (giugno)		17.508.400.000 (1) 27.125.000.000 (1)
SAI (settembre)		15.600.000.000 (1) 3.900.000.000 (1)
Tripovich (giugno)		2.425.170.000
<b>TOTALE</b>		<b>146.338.672.000</b>

(1) E' stato previsto un sovrapprezzo di emissione

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

## Tabella a36

**EMISSIONI DI AZIONI DI RISPARMIO DELIBERATE DAL 1983**

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Numero società che hanno deliberato l'emissione di azioni di risparmio a fronte di aumenti di capitale	8	11	36	58	17	6	19	20	12	7
Numero società che hanno richiesto un sovrapprezzo di emissione	3	2	25	46	6	4	8	10	4	5
Ammontare del sovrapprezzo (a)	58,2	52,2	710,6	3.350,6	216,5	14,1	776,2	3.690	219,2	679
Aumento del capitale (b)	502,8	94,8	728,6	2.622,0	226,4	12,9	578	1.974	230,6	146
TOTALE (a + b)	561	147	1.439,2	5.972,6	442,9	27	1.354,2	5.664	449,7	825
Aumenti di capitale complessivi	3.724,9	5.524,3	5.988,8	14.908,6	4.722	2.744,7	11.371	7.592	5.361 (*)	4.371 (*)
% azioni di risparmio sul totale aumenti capitale	15,1	2,7	24,0	40,1	9,4	1,0	11,9	74,6	8,4	18,8

(\*) Dato comprensivo delle azioni di risparmio gratuite.

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

## Tavola a37

## EMISSIONI DI OBBLIGAZIONI DELIBERATE NEL 1992

SOCIETA'	CONVERTIBILI E CON WARRANT	ORDINARIE (Lire)
Autostrade (giugno)		500.000.000.000 (*) indicizzato 1992-1999
		150.000.000.000 indicizzato 1992-2007
Industrie Secco (ottobre)	30.197.200.000 tasso non definito 1993-1998	
Italcementi (aprile)	312.959.000.000 8% 1992-1998 cum warrant Italcementi rnc	
Montedison (maggio)		500.000.000.000 (1) indicizzato 8 anni
SIP (aprile)		1.000.000.000.000 indicizzato 1992-2010
<b>TOTALE</b>	<b>343.156.200.000</b>	<b>2.150.000.000.000</b>

(1) Operazione deliberata dal Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2420-ter c.c.

## XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a38

## OPERAZIONI DI FUSIONE DELIBERATE NEL 1992

SOCIETA' INCORPORANTE	SOCIETA' INCORPORATA (percentuale detenuta dalla incorporante)	RAPPORTO DI CAMBIO	SOCIETA' DI REVISIONE CHE HA ESPRESSO IL PARERE SULLA CONGRUITA' DEL RAPPORTO DI CAMBIO	NOTE
ACQUE POTABILI (maggio)	AURORA S.r.l. (100%)			Razionalizzazione della struttura societaria
ALLEANZA ASSICURAZIONI (giugno)	EDILTARO S.r.l. (100%)			Razionalizzazione societarie per sfruttare sinergie
ASSITALIA (giugno)	SOCIETA' IMMOBILIARE ASSITALIA p.A. (100%) IMMOBILIARE QUINZELLI S.p.A. (100%)			Riassetto del patrimonio immobiliare
ATTIVITA' IMMOBILIARI (maggio)	SVIPI S.p.A. (100%) IMMOBILIARE PARIOLI (96,51%)	n. 0,918 azioni di Attivita' Immobiliari per 1 azione immobiliare Parioli	Coopers & Lybrand	Riassetto delle strutture societarie. Riformulazione dell'oggetto sociale
BANCA COMMERCIALE ITALIANA (aprile)	SESTO 88 MN S.r.l. IMMOBILIARE VERDE 90 S.r.l.			Riassetto del patrimonio immobiliare
BANCA POPOLARE DI BERGAMO (aprile)	CREDITO VARESINO S.p.A. (72,4% az. ord.) (51,8% az. risp)	N. 3 azioni BPB per n. 10 azioni ordinarie Credito Varesino N. 7 azioni BPB per n. 40 azioni di risparmio Credito Varesino	Coopers & Lybrand S.a.s.	Sviluppo delle dimensioni aziendali
BANCO AMBROSIANO VENETO (aprile)	BANCO AMBROSIANO VENETO SUD S.p.A. (91,67%)	N. 13 azioni ordinarie Banco Ambrosiano Veneto per n. 10 azioni ordinarie Banco Ambrosiano Veneto Sud	Arthur Andersen & Co. S.a.s.	Sviluppo delle dimensioni aziendali
BANCO AMBROSIANO VENETO (aprile)	LA CENTRALE COMPAGNIA FINANZIARIA S.p.A. (100%)			Riassetto organizzativo societario
BANCO AMBROSIANO VENETO (aprile)	AMBROSIANO IMMOBILIARE S.r.l. (100%)			Razionalizzazione delle strutture societarie
BANCO DI SANTO SPIRITO (aprile)	BANCO DI ROMA S.p.A.	N. 1 azione ordinaria Banco di Santo Spirito per n. 1 azione ordinaria Banco di Roma	KPMG PEAT MARWICK (Banco di Santo Spirito) RECONTA ERNST & YOUNG (Banco di Roma)	Creazione di sinergie gestionali

## XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a38

## OPERAZIONI DI FUSIONE DELIBERATE NEL 1992

SOCIETA' INCORPORANTE	SOCIETA' INCORPORATA (percentuale detenuta dalla incorporante)	RAPPORTO DI CAMBIO	SOCIETA' DI REVISIONE CHE HA ESPRESSO IL PARERE SULLA CONGRUITA' DEL RAPPORTO DI CAMBIO	NOTE
BNL (aprile)	SEZIONE AUTONOMA DI CREDITO FONDARIO			Riassetto delle strutture societarie ai sensi della L. 218/90
BNL (aprile)	SEZIONE AUTONOMA PER IL FINANZIAMENTO DI OPERE PUBBLICHE E DI IMPIANTI DI PUBBLICA UTILITA' S.p.A. (87,24%)	N. 8 azioni BNL per n. 11 azioni dell'incorporata	DELOITTE & TOUCHE	Riassetto delle strutture societarie ai sensi della L. 218/90
CEMENTERIA DI BARLETTA (aprile)	CEMENTERIA DE GENNARO S.p.A. (100%)			Razionalizzazione dell'attivit� produttiva, commerciale e amministrativa
CIR (novembre)	ESCHER S.p.A. (100%)  CIRINT S.p.A. (100%)			Razionalizzazione della struttura societaria
COFIDE (novembre)	MOBILINVEST S.p.A. (100%)			Razionalizzazione della struttura societaria
CREDITO ITALIANO (dicembre)	BANCA MEDITERRANEA DI CREDITO S.p.A. (96,0483%)	N. 1 azione Banca Mediterranea di Credito per n. 1 azione Credito Italiano	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.n.c.	Riassetto Patrimonio Immobiliare
CREDITO LOMBARDO (aprile)	SAN PIETRO ALL'ORTO 87 ALL'ORTO 87 S.r.l. (100%)			Riassetto del Patrimonio Immobiliare
DALMINE (agosto)	SETA TUBI S.r.l. (100%)  TUBI ARCORE S.r.l. (100%)			Razionalizzazione dell'attivit� produttiva, e amministrativa
ELSAG BAILEY (maggio)	BAILEY ESACONTROL S.p.A. (100%)			Razionalizzazione organizzativa, sinergie tecnologiche e commerciali
FIDIS - FINANZIARIA DI SVILUPPO (giugno)	FIAT CREDIT INTERNATIONAL S.r.l. (100%)			Razionalizzazione della struttura del gruppo e ottimizzazione della gestione finanziaria
GARBOLI-REP (settembre)	IM.CO - Impresa Centrale di Costruzione S.p.A. (100%)  ITALEDIL - Italiana di edilizia industrializzata S.p.A. (100%)			Riassetto della struttura operativa e societaria

## XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a38

## OPERAZIONI DI FUSIONE DELIBERATE NEL 1992

SOCIETA' INCORPORANTE	SOCIETA' INCORPORATA (percentuale detenuta dalla incorporante)	RAPPORTO DI CAMBIO	SOCIETA' DI REVISIONE CHE HA ESPRESSO IL PARERE SULLA CONGRUITA' DEL RAPPORTO DI CAMBIO	NOTE
GOTTARDO RUFFONI (dicembre)	NOVATRANSPORT SPEDIZIONI INTERNAZIONALI S.r.l. (100%) GOTTARDO RUFFONI (Sulase) S.r.l. (100%)			Razionalizzazione dell'attività amministrativa e finanziaria
INDUSTRIE SECCO (dicembre)	PIACENZA S.r.l. (100%)			Riassetto della struttura dei gruppi e sinergie finanziarie
ISTITUTO PIEMONTESE IMMOBILIARE (giugno)	FVI - Fiat Iniziative di Valorizzazione Immobiliare S.p.A.	N. 3 azioni ordinarie IPI per n. 1 azione ordinaria FVI	DELOITTE & TOUCHE	Sinergie di tipo amministrativo e commerciale
L'ABELLE ASSICURAZIONI (giugno)	RISIM IMMOBILIARE S.r.l. (100%) IMMOBILIARE AREA S.r.l. (100%)			Copertura delle riserve tecniche
LA PREVIDENTE (ottobre)	AUSONIA ASSICURAZIONI S.p.A.	N. 1 azione ordinaria LA PREVIDENTE per n. 22 azioni ordinarie AUSONIA	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.a.s. (LA PREVIDENTE) COOPERS & LYBRAND S.a.s. (AUSONIA)	Sviluppo delle dimensioni aziendali
MERLONI ELETTRODOMESTICI (novembre)	ICE - Industria Componenti Elettromeccanici ed Elettromeccanici S.r.l. (100%)			Razionalizzazione dell'attività produttiva
PIRELLI S.p.A. (dicembre)	PROGETTO BICOCCA S.p.A. (100%) MIZAR S.p.A. (100%)			Razionalizzazione delle strutture societarie
RIVA FINANZIARIA S.p.A. (settembre)	FINANZIARIA RIVA CALZONI S.p.A. (100%)			Razionalizzazione delle strutture societarie
SIFA (luglio)	FINMECCANICA - SOCIETA' FINANZIARIA PER AZIONI	N. 4 azioni ordinarie SIFA S.p.A. per n. 9 azioni ordinarie Finmeccanica	Deloitte & Touche S.n.c. di Adolfo Mamoli & C.	Razionalizzazione della struttura di gruppo
STEFANEL (giugno)	AGORA' S.r.l. (100%)			Razionalizzazione delle strutture societarie
TORO ASSICURAZIONI (giugno)	IMMOBILIARE TOR S.p.A. (100%)			Copertura delle riserve tecniche
VETRELLERIE ITALIANE (maggio)	SOFVI S.r.l. (100%)			Razionalizzazione delle strutture societarie
VITTORIA ASSICURAZIONI (giugno)	IMMOBILIARE COMI S.r.l. (100%)			Riassetto del patrimonio immobiliare



## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

## Tavola a39

**MODIFICHE DELLA DENOMINAZIONE SOCIALE  
DELIBERATE NEL 1992**

<b>SOCIETA'</b>	<b>DATA ASSEMBLEA STRAORDINARIA</b>	<b>DENOMINAZIONE SOCIALE</b>
Banco di Santo Spirito	30.04.92	Banca di Roma
Banca Popolare di Bergamo	24.04.92	Banca Popolare di Bergamo - Credito Varesino
Credito Fondiario	20.02.92	Credito Fondiario e Industriale a Medio e Lungo Termine - FONSPA
Eridania Zuccherifici Nazionali	29.09.92	Finanziaria Agroindustriale
Società Immobiliare e Finanziaria per azioni - SIFA	21.07.92	Finmeccanica

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

## Tavola a40

**MODIFICHE DELL'OGGETTO SOCIALE  
DELIBERATE NEL 1992**

SOCIETA'	DATA ASSEMBLEA STRAORDINARIA
Acque Potabili	21.05.1992
Alcatel Cavi	31.07.1992
Alleanza Assicurazioni	23.06.1992
Banca Commerciale Italiana	29.04.1992
Credito Fondiario	20.02.1992
Dalmine	11.12.1992
Finanziaria Ernesto Breda	30.06.1992
Italgas	30.06.1992
Istituto Piemontese Immobiliare	15.06.1992
Latina Assicurazioni	26.06.1992
Partecipazioni	29.06.1992
Stefanel	30.06.1992

## XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a41

## OPERAZIONI SUL CAPITALE ESEGUITE NEL 1992

SOCIETA'	PREZZO DI EMISSIONE (Valore nominale + sovrapprezzo)	AUMENTO (lire) (1)			MEZZI LIQUIDI COMPLESSIVAMENTE RACCOLTI (Lire)	DATA DI STACCO DELLA CEDOLA
		A pagamento	Gratis	Totale		
<b>SETTORE PUBBLICO</b>						
BANCO DI NAPOLI (2)	4.000 (1.000 + 3.000)	53 250 000 000		53 250 000 000	213 000 000 000	
ITALCABLE	1.000		21 000 000 000 12 000 000 000	21 000 000 000 12 000 000 000	- -	18.05.1992
<b>TOTALE SETTORE PUBBLICO</b>		<b>53 250 000 000</b>	<b>33 000 000 000</b>	<b>86 250 000 000</b>	<b>213 000 000 000</b>	
<b>SETTORE PRIVATO</b>						
BONIRICHE SIELE	17.500 (500 + 17.000)	1 380 000 000		1 380 000 000	48 815 315 000	18.07.1992
	5.700 (500 + 5.200)	211 815 000		211 815 000	2 412 411 000	16.07.1992
	2.800 (500 + 2.300)	354 511 000		354 511 000	1 985 281 800	16.07.1992
CARTIERE SOTTRICI BINOIA	1.020 (1.000 + 20)	82 524 382 000		82 524 382 000	84 174 879 840	16.11.1992
FIMPAR	1.000	100 625 000 000		100 625 000 000	100 625 000 000	17.02.1992
FISIA	1.000		3 498 000 000	3 498 000 000	-	17.08.1992
GOTTARDO RUFFONI	1.000		10 800 000 000	10 800 000 000	-	14.06.1992
ITALCEMENTI	5.000 (2.000 + 3.000)	82 153 108 000		82 153 108 000	205 382 785 000	17.06.1992
	5.000 (2.000 + 3.000)	51 972 094 000		51 972 094 000	129 830 235 000	17.08.1992
L'ABELLE - COMPAGNIA ITALIANA ASSICURAZIONI (3)	8.000		9 704 378 000	9 704 378 000	-	15.10.1992
MILANO ASSICURAZIONI	13.500 (1.000 + 12.500)	22 222 530 000		22 222 530 000	300 004 155 000	17.08.1992
	7.500 (1.000 + 6.500)	15 241 882 000		15 241 882 000	114 314 115 000	17.06.1992
PIRELLI SPA	1.000	518 620 070 000		518 620 070 000	518 620 070 000	17.02.1992
PIRELLI & C.	4.000 (1.000 + 3.000)	24 383 298 000		24 383 298 000	97 573 182 000	18.01.1992
RAS	11.000 (1.000 + 10.000)	38 741 800 000		38 741 800 000	404 157 800 000	15.10.1992
	7.300 (1.000 + 6.300)	17 508 400 000		17 508 400 000	127 811 320 000	15.10.1992
SANTAVALERIA (4)	1.100 (1.000 + 100)	82 815 080 000		82 815 080 000	88 878 588 000	17.02.1992
SIMINT (5)	3.000 (500 + 2.500)	150 000 000		150 000 000	900 000 000	31.03.1992
SNIA BPD	1.000	191 988 950 000		191 988 950 000	191 988 950 000	17.08.1992
SORIN BIOMEDICA	3.000 (1.000 + 2.000)	72 800 000 000		72 800 000 000	218 400 000 000	18.05.1992
TRIPCOVICH & C. (6)	1.000		7 878 588 000	7 878 588 000	-	14.06.1992

## XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a41

## OPERAZIONI SUL CAPITALE ESEGUITE NEL 1992

SOCIETA'	PREZZO DI EMISSIONE (Valore nominale + sovrapprezzo)	AUMENTO (lire) (1)			MEZZI LIQUIDI COMPLESSIVAMENTE RACCOLTI (Lire)	DATA DI STACCO DELLA CEDOLA
		A pagamento	Gratuito	Totale		
UNIPOL ASSICURA- ZIONI	8.000 (2.000 + 6.000)	52 804 512 000		52 804 512 000	211 218 048 000	18.04.1992
	5.000 (2.000 + 3.000)	34 320 906 000		34 320 906 000	85 802 265 000	18.04.1992
WABCO WESTING- HOUSE	4.100 (500 + 3.600)	2 500 000 000		2 500 000 000	20 500 000 000	18.11.1992
<b>TOTALE SETTORE PRIVATO</b>		<b>1 371 136 955 000</b>	<b>31 878 966 000</b>	<b>1 403 015 921 000</b>	<b>2 833 292 170 440</b>	
<b>TOTALE</b>		<b>1 424 386 955 000</b>	<b>64 878 966 000</b>	<b>1 489 265 921 000</b>	<b>3 146 292 170 440</b>	

(1) Non sono inclusi gli aumenti di capitale attuati mediante conferimenti in natura ovvero in relazione ad operazioni di fusione o a fronte della conversione di obbligazioni. Sono incluse le spese di emissione e gli eventuali accenti di dividendo.

(2) L'emissione è stata effettuata a favore del Tesoro dello Stato a fronte del versamento già effettuato di 213 miliardi di lire, ai sensi del DL 20.11.90 n. 358.

(3) L'operazione è stata effettuata mediante l'aumento del valore nominale da 3000 a 8000 lire e la successiva emissione gratuita di 248.832 azioni.

(4) Oltre alle azioni di risparmio sono anche stati emessi 62.815.080 buoni da lire 300 (rimborstabili) che consentono la conversione in azioni ordinarie nel periodo tra il 1° gennaio 1993 e il 31 gennaio 1997.

(5) L'aumento di capitale è stato interamente destinato alla sottoscrizione da parte di dipendenti.

(6) L'aumento di capitale è stato realizzato con l'emissione gratuita di 5.453.416 azioni ordinarie e 2.425.170 azioni di risparmio.

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a42

**OPERAZIONI SUL CAPITALE ESEGUITE NEL 1992**  
**SCHEMA RIASSUNTIVO**  
(dati in miliardi di lire)

	AUMENTI GRATUITI	% TOT	AUMENTI A PAGAMENTO	% TOT	TOTALE AUMENTI DI CAPITALE	% TOT	SOVRAP- PREZZI	% TOT
SETTORE PUBBLICO	33,000	50,9%	53,250	3,7%	86,250	5,8%	159,750	9,3%
SETTORE PRIVATO	31,879	49,1%	1 371,137	96,3%	1 403,016	94,2%	1 562,155	90,7%
<b>TOTALE</b>	<b>64,879</b>	<b>100,0%</b>	<b>1 424,387</b>	<b>100,0%</b>	<b>1 489,266</b>	<b>100,0%</b>	<b>1 721,905</b>	<b>100,0%</b>

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

## Tavola a43

### OPERAZIONI SUL CAPITALE ESEGUITE DAL 1985

(Miliardi di lire)

	ANNO	SETTORE PUBBLICO	SETTORE PRIVATO	TOTALE
1) Aumento di capitale a pagamento	1985	2.166	1.203	3.369
	1986	2.979	4.333	7.311
	1987	846	2.369	3.215
	1988	424	1.173	1.597
	1989	983	2.298	3.281
	1990	1.525	2.505	4.030
	1991	1.024	896	1.920
	1992	53	1.371	1.424
2) aumenti di capitale gratuiti	1985	68	256	324
	1986	522	731	1.253
	1987	689	653	1.342
	1988	391	595	986
	1989	185	436	621
	1990	1.394	287	1.681
	1991	49	162	211
	1992	33	32	65
3) Totale (1 + 2)	1985	2.234	1.459	3.693
	1986	3.501	5.064	8.564
	1987	1.535	3.022	4.557
	1988	815	1.768	2.583
	1989	1.168	2.734	3.902
	1990	2.919	2.792	5.711
	1991	1.072	1.058	2.130
	1992	86	1.403	1.489
4) Sovrapprezzi	1985	184	1.325	1.509
	1986	1.085	5.663	6.748
	1987	989	1.665	2.654
	1988	289	1.442	1.731
	1989	397	3.897	4.294
	1990	734	4.200	4.934
	1991	472	2.477	2.949
	1992	160	1.562	1.722
5) Mezzi liquidi complessivamente raccolti (1 + 4)	1985	2.350	2.528	4.878
	1986	4.064	9.996	14.059
	1987	1.835	4.034	5.869
	1988	713	2.615	3.328
	1989	1.380	6.195	7.575
	1990	2.259	6.705	8.964
	1991	1.496	3.373	4.869
	1992	213	2.933	3.146

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

## Tavola a44

**ALBO SPECIALE DELLE SOCIETA' DI REVISIONE  
AL 31.12.1992**

N.	DELIBERA CONSOB (1)		RAGIONE, DENOMINAZIONE SOCIALE E SEDE
	NUMERO	DATA	
1	6582 (1423) (687)	3.11.92 (26.1.84) (26.4.80)	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s., con sede in Milano
2	2262	18.6.86	AUDIREVI s.a.s. di Mario Rendina e C. con sede in in Roma
3	5917	14.1.92	AXIS s.a.s. di Franco Marchini & C., con sede in Reggio Emilia
4	781	23.10.80	BOMPANI AUDIT di Bruno Dei & C. Società in C. Società in accomandita semplice, con sede in Firenze
5	1134 (689)	23.9.82 (26.4.80)	CONSULAUDIT s.a.s. di Dott. A. Arietti e C., con sede in Torino
6	1136 (694)	23.9.82 (26.4.80)	COOPERS & LYBRAND s.a.s. di Roberberto Robotti, Angelo Pighini, Michelangelo Rondelli & C., con sede in sede in Milano
7	6585 (1496) (883)	3.11.92 (21.6.84) (6.5.81)	CZ Revisione s.n.c. di Paolo Martinotti & C., con sede in Milano
8	6584 (3850) (1572) (1482) (690)	3.11.92 (10.1.89) (8.11.84) (23.5.84) (26.4.80)	DELOITTE & TOUCHE S.n.c. di Adolfo Mamoli & C., con sede in Milano
9	5152	22.1.91	EURO REVISIONE S.A.S. di Maurizio Sordini, Guido Zaffaroni & C., con sede in Milano
10	6358	22.7.92	GUERARD VIALA s.a.s. di Vincenzo Miceli & C., con sede in Milano
11	1534 (1135) (698))	11.9.84 (23.9.82) (26.4.80)	HODGSON LANDAU BRANDS s.a.s. di Dott. Rosario L. Calogero e C., con sede in Milano
12	696	26.4.80	HORWATH & HORWATH ITALIA di Massimo de Rosa & C. Società in Accomandita semplice, con sede in Roma

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

## Tavola a44

**ALBO SPECIALE DELLE SOCIETA' DI REVISIONE  
AL 31.12.1992**

N.	DELIBERA CONSOB (1)		RAGIONE, DENOMINAZIONE SOCIALE E SEDE
	NUMERO	DATA	
13	697	26.4.80	ITALAUDIT S.p.A. Società Italiana di Revisione e Certificazione, con sede in Milano
14	2379 (1116)	9.9.86 (7.7.82)	MOORE, STEPHENS & Co. REVISORI CONTABILI DI GIANCARLO ROSSI & C. s.a.s., con sede in Milano
15	4104 (3677) (699)	29.8.89 (27.9.88) (26.4.80)	KPMG Peat Marwick Fides s.n.c. di Giuseppe Angiolini e C., con sede in Milano
16	829	27.1.81	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Giuseppe De Carolis, Roberto Matteo, Dunatov, Andrea Gargiulo, Renzo Renzo Latini, Denis O'Kelly, Paul McMahon, Emilio Palma, Marko Rus, Tery Peter Ryan e Benito Soave in forma abbreviata: Price Waterhouse s.a.s. di Renzo Latini & Co., con sede in Milano
17	6583 (688)	3.11.92 26.4.80	RECONTA ERNST & YOUNG s.a.s. di Bruno Gimpel & C., con sede in Roma
18	6004 (5041)	25.2.92 11.12.90	RIA - MAZARS s.a.s. di G. Scala, A. Trevese & C., con sede in Milano
19	6115 (1317) (715)	22.4.92 25.5.83 7.5.80	Sala Scelsi Farina BDO - Società di Revisione di Paolo Scelsi, Giorgio Farina & C. S.a.s., con sede in Milano
20	824	22.1.81	S.E.R.C.A. Studio e Revisioni Contabili e Azienda - li s.n.c. di Brondi Dr. Carlo e dr. Giovanni, con sede in Brescia
21	1133 (703)	23.9.82 26.4.80	Società Generale di Revisione e Certificazione di Mario Augusto Barranco e C., con sede in Milano
22	782	23.10.80	SOFIRESA - Società di Revisione di Vittorio Salvi & C. s.a.s., con sede in Milano

(1) In parentesi sono indicati gli estremi delle delibere concernenti l'originaria iscrizione all'Albo Speciale con diversa ragione/denominazione sociale e/o sede nonché le successive variazioni.



RELAZIONE ANNUALE CONSOb 1992 - APPENDICE

Tavola a45

**INCARICHI RELATIVI A SOCIETA' CHE INTENDONO RICHIEDERE  
L'AMMISSIONE IN BORSA - 1992 (1)**

Società conferente l'incarico	Numero incarico (2)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
BANCA DEL MONTE DI PARMA -- MONTE DI CREDITO SU PEGNO MANTERO SETA SPA	1/1 1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94 31.08.92 - 31.08.93 - 31.08.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S. NPMAG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.

(1) Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti ai sensi del d.p.r. 31.3.1976 n. 136 ed approvati dalla consob dal 01.01.92 al 31.12.92. Cfr. Comunicazione Consob n. 91007685 del 27.12.1991, pubblicata in Consob - Bollettino n. 12/91.

(2) Numero triennio riferito alla società conferente/numero triennio riferito alla società di revisione

XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a46

INCARICHI RELATIVI A SOCIETA' ISCRITTE NELL'ALBO SIM - 1992 (1)

Società conferente l'incarico	Numero incarico (2)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
3 A INVESTIMENTI SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETA' IN ACCOMANDITA BEMPLICE
A. C. GIRARDI & C. SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RIA & MAZARS S.A.S. DI GIULIO SCALA, ANDREA TREVESE & C.
A.D.B. ANALISI DATI BORSA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
ABN AMRO SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIMPEL & C.
AKROS GESTIONI FIDUCIARIE SPA	2/2	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
AKROS SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
ALBERTINI & C. SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
ALETTI & C. SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
ALOSIS FOGLIA VENTURA & C. SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
ALTIMA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO FIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
AMBROITALIA SIM SPA	3/3	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO FIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
AMBROFID GESTIONI FIDUCIARIE SPA	3/3	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO FIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
AUGES SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	DELNITTE & TOLUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C.
BAI SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI & C.
BANCA NAZIONALE DELLE COMUNICAZIONI SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RIA & MAZARS S.A.S. DI GIULIO SCALA, ANDREA TREVESE & C.
BANCO DI NAPOLI - FUMAGALLI SOLDANI SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
BARSIM - BARCLAYS INTERMEDIAZIONI SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
BENASSI SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	CONSULAUDIT S.A.S. DI DOTT. A. ARIETTI & C.
BERTI SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	BOMPIANI AUDIT DI BRUNO DEI & C. - SOCIETA' IN ACCOMANDITA BEMPLICE
BORGARELLO SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI & C.
BORSACONSULT SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI & C.
C.B.J. CAPITAL MARKETS SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
C.I.MO. INTERMEDIAZIONI SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
CABOTO PARTNERS SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
CABOTO SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI & C.
CAMPESI & C. SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO FIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
CENTROSIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIMPEL & C.
CERESOLE & C. SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
CIBC SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI & C.
CO.MOJ. - COMPAGNIA MOBILIARE INVESTIMENTI SIM SPA	3/3	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO FIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
COEN CAMPOS VENUTI & C. SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO FIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
COFEP ITALIA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
COFEP ITALIA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	CONSULAUDIT S.A.S. DI DOTT. A. ARIETTI & C.
COFIB COMPAGNIA ITALIANA DI FINANZA E BORSA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
COFLP - SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	S.E.R.C.A. STUDIO E REVISIONI CONTABILI AZIENDALI S.N.C. DI BRONDI DR. CARLO DR. GIOVANNI
COFIN SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
COFIN SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	HODGSON LANDAU BRANDS S.A.S. DI DOTT. ROSARIO L. CALOGERO EC.
COGEMO SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	

XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola 246

INCARICHI RELATIVI A SOCIETA' ISCRITTE NELL'ALBO SIM - 1992 (1)

Società conferente l'incarico	Numero incarico (2)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
COGETI SIM SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
COLOMBA INVEST SIM SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	BOMPANI AUDIT DI BRUNO DEI & C. - SOCIETA' IN ACCOMANDITA SEMPLICE
COMEURO SIM SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO FIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
COMPAGE SPA - COMPAGNIA AMMINISTRAZIONI GESTIONI SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	RECONTA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIMPEL & C.
COMPAGNIA DI GESTIONI PATRIMONIALI SIM SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
CONSULT SIM SPA	2/2	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
CONSULTINVEST GESTIONI PATRIMONIALI SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSAS C. SOCIETA' IN ACCOMANDITA SEMPLICE
CONSULTINVEST INVESTIMENTI SIM SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSAS C. SOCIETA' IN ACCOMANDITA SEMPLICE
CREDIT SUISSE FIRST BOSTON ITALIA SIM SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
CRITERI SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO FIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
CS ELVISIM SIM SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
DAIWA EUROPE (ITALIA) SIM SPA	1/1	31.03.82 - 31.03.83 - 31.03.84	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
DB FIDUCIARIA SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
DELTA GESTIONI SIM SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
DELTA SIM SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO FIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
DIFFUSIONE FINANZIARIA SIM SPA	2/2	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	S.E.R.C.A. STUDIO E REVISIONI CONTABILI AZIENDALI S.N.C. DI BRONDI DR. CARLOE DR. GIOVANNI
ECU SIM SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
EMILIANO ROMAGNOLA SIM SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
EOSFID SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
EPTASIM SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	DELLOTTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C.
ERNESTO PREATON & ASSOCIATI SIM SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
ERRECI FINANZIARIA SIM SPA (3)	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
EURAMERICA SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
EUROROKERS SIM SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	RECONTA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIMPEL & C.
EUROFINES SIM SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	HODGSON LANDAU BRANDS S.A.S. DI DOTT. ROSSARIO L. CALOGERO EC.
EUROFINIMM SIM SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	RIA & MAZARS S.A.S. DI GIULIO SCALIA, ANDREA TREVEBE & C.
EUROFUTURA INTERMEDIAZIONI SIM SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSAS C. SOCIETA' IN ACCOMANDITA SEMPLICE
EUROINVEST FIDUCIARIA SPA	3/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	BOMPANI AUDIT DI BRUNO DEI & C. - SOCIETA' IN ACCOMANDITA SEMPLICE
EUROMOBILIARE SIM SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	RECONTA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIMPEL & C.
EUROITOLI DISTRIBUZIONE SIM SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	BOMPANI AUDIT DI BRUNO DEI & C. - SOCIETA' IN ACCOMANDITA SEMPLICE
F.LI ASTENGO SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE SPA	1/1	31.12.83 - 31.12.84 - 31.12.85	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
FEI - INVEST SIM SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSAS C. SOCIETA' IN ACCOMANDITA SEMPLICE
FEI SVILUPPO SIM SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSAS C. SOCIETA' IN ACCOMANDITA SEMPLICE
FEBORSA SIM SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
FIDA SERVIZI FINANZIARI SIM SPA	3/3	31.03.82 - 31.03.83 - 31.03.84	DELLOTTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C.
FIDEA SIM SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	S.E.R.C.A. STUDIO E REVISIONI CONTABILI AZIENDALI S.N.C. DI BRONDI DR. CARLOE DR. GIOVANNI
FIDERITALIA SPA	1/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	

XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a46

INCARICHI RELATIVI A SOCIETA' ISCRITTE NELL'ALBO SIM - 1992 (1)

Società conferente l'incarico	Numero incarico (2)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
FIDEURAM SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
FIDRAS DISTRIBUZIONE SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
FIDUCIARIA CENTRUM SPA	1/1	30.06.92 - 30.06.93 - 30.06.94	CONSILAUDIT S.A.S. DI DOTT. A. ANIETTI E C.
FIDUCIARIA INDUSUEZ SPA	3/2	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
FIDUCIARIA INVESTIMENTI FINANZIARI SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C.
FIDUCIARIA SELLA SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIAMPEL & C.
FIDUCIARIA VONWILLER SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
FIGEROMA FIDUCIARIA E DI GESTIONE ROMA SPA	3/3	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIAMPEL & C.
FIN. BROKERS SIM SPA (3)	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
FIN-ECO SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ITALAUDIT & P.A. SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE
FIN. MOBILIARI GESTIONI SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
FIN. MOBILIARI SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
FINANZA E COMUNICAZIONE SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C.
FINANZIARIA MILANESE SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.94 - 31.12.95	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
FINREME SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
FINSTUDIO SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA S. SOCIETA' IN ACCOMANDITA BEMFLUCE
FINTRADING SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
FORTUNE FIDUCIARIA SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
GALLA PLACIDIA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA S. SOCIETA' IN ACCOMANDITA BEMFLUCE
GAMBA AZZON & CO. SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
GEMINA FINANCIAL PRODUCTS SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.94 - 31.12.95	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
GESTIONI PATRIMONIALI SIM DI ERNESTO PREATON & C. SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIAMPEL & C.
GESTNORD RICERCA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
GFL - STUDI FINANZIARI SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
GIORGIO VINCENT SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
GIUBERGIA/WARBURG SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
GOLDMAN SACHS SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C.
I.B.F. INVESTMENT BROKER FINANZIARIA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.94 - 31.12.95	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
IFIS MERCHANT SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C.
INA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
INDOSUEZ MONEY MARKETS SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
INTERCASSA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
INTERFIN CAPITAL MARKETS SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
INTERMONEY FINANCIAL PRODUCTS SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	SALA SCELSIFARINA BDO - SOCIETA' DI REVISIONE DI PAOLO SCELSI, GIORGIO FARINA & C. S.A.S.
INTERSIM - SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
INVESTIMENTI EUROPEI SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
ITALFIDER SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
			PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.

XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a46

INCARICHI RELATIVI A SOCIETA' ISCRITTE NELL'ALBO SIM - 1992 (1)

Società conferente l'incarico	Numero incarico (2)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
ITALIANA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA S. C. SOCIETA' IN ACCOMANDITA SEMPLICE
ITALSIM - SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO FIGHINI MICHELANGELO RONDELLI & C.
J.P. MORGAN SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
L'ABILE DISTRIBUZIONE - SIM SPA	3/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
L.B.C. INVESTMENT SERVICES SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
L.B.C. SECURITIES SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
L.M. LAND & C. SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIMPEL & C.
LA COMPAGNA FINANZIARIA SIM SPA	1/1	30.06.92 - 30.06.93 - 30.06.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
LEHMAN BROTHERS SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIMPEL & C.
LIGURE PIEMONTESE SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
LIRANOVA SIM SPA	2/1	30.06.93 - 30.06.94 - 30.06.95	MOORE, STEPHENS & CO. REVISORI CONTABILI DI GIANCARLO ROSSIA C. - S.A.S.
LOMBARDO MOLVAN & C. SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIMPEL & C.
LOMBARDOVENETO DISTRIBUZIONE SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ITALAUDIT S.P.A. SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE
L.M.G.S. MERCER GROUP SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO FIGHINI MICHELANGELO RONDELLI & C.
MACROFIT SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
MARKET RISK MANAGEMENT SIM SPA	1/1	30.06.92 - 30.06.93 - 30.06.94	RECONTA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIMPEL & C.
MARTIN BERBAUM (ITALIA) SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO FIGHINI MICHELANGELO RONDELLI & C.
MEDA SIM BPEMME SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
MEDFIN SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	CONSULAUDIT S.A.S. DI DOTT. A. ARRETTI E C.
MEDIOGEST TORINO SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
MEDOLANUM BORSA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
MEDOLANUM CONSULENZA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
MERCATI FINANZIARI SIM SPA	1/1	30.06.92 - 30.06.93 - 30.06.94	KPMG PEAT MARWICK FIDIS S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
MERRILL LYNCH SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	DELDTTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C.
MILLA & CO. - SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
MONTE PASCHI FINANZA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIMPEL & C.
MURCHIO SIM & CO. SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIMPEL & C.
MONTE PASCHI MERCATO SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
MURCHIO SIM & CO. SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
MONTE PASCHI FINANZA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO FIGHINI MICHELANGELO RONDELLI & C.
MURCHIO SIM & CO. SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO FIGHINI MICHELANGELO RONDELLI & C.
MONTE PASCHI MERCATO SIM SPA	3/3	31.03.92 - 31.03.93 - 31.03.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO FIGHINI MICHELANGELO RONDELLI & C.
MONTE PASCHI FINANZA SIM SPA	1/1	31.03.92 - 31.03.93 - 31.03.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
MONTE PASCHI MERCATO SIM SPA	1/1	31.03.92 - 31.03.93 - 31.03.94	BOIMANI AUDIT DI BRONO DEI 6 C. - SOCIETA' IN ACCOMANDITA SEMPLICE
MONTE PASCHI FINANZA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
MONTE PASCHI MERCATO SIM SPA	1/1	30.04.93 - 30.04.94 - 30.04.95	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
MONTE PASCHI FINANZA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	DELDTTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C.
MONTE PASCHI MERCATO SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
MONTE PASCHI FINANZA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ITALAUDIT S.P.A. SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE

XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a46

INCARICHI RELATIVI A SOCIETA' ISCRITTE NELL'ALBO SIM - 1992 (1)

Società conferente l'incarico	Numero incarico (2)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
PHENXFUND SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE SPA	3/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
PRIME INVESTMENT MANAGEMENT SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
PROFESSIONE & FINANZA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
PROFILO SIM SPA	1/1	30.06.92 - 30.06.93 - 30.06.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
PROGEMIN PROGETTI FINANZIARI SIM SPA (3)	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
PROGRAMMA ITALIA INVESTIMENTI SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
PROMOS SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C.
RASFIN SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
RE - MAR SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ITALAUDIT & P.A. SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE
REAU & ASSOCIATI SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
REFCO ITALIA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
ROLOSIM - SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
ROLOSIM - SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE SPA	1/1	30.06.92 - 30.06.93 - 30.06.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
S.I.F.J. - SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	HOOSON LANDAU BRANDS S.A.S. DI DOTT. ROSARIO L. CALOGERO EC.
S.I.M. ATLAS SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIMPEL & C.
S.T.G. - ATESSINA FIDUCIARIA E DI REVISIONE SPA	3/3	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIMPEL & C.
SADE INTERMEDIAZIONE SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIMPEL & C.
SAIFOND SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
SALOMON BROTHERS SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
SAN GIORGIO DISTRIBUZIONE SIM SPA (3)	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RIA & MAZARS S.A.S. DI GIULIO BICALA, ANDREA TREVESE & C.
SAN GIOVANNI SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C.
SAVE - SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE SPA	3/3	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIMPEL & C.
SESAMO SERVIZI FIDUCIARI D'IMPRESA SPA	3/3	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
SESTERTIUS SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIMPEL & C.
SFERMI - SOCIETA' FIDUCIARIA E DI REVISIONE DI MILANO SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
SHEARSON LEHMAN BROTHERS SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIMPEL & C.
SIBA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C.
SIGE SIM SPA (3)	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
SIGE CAPITAL MARKETS SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
SIGE CONSULENZA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
SIGE FIDUCIARIA SPA	3/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
SIGECO SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
SIM COMIT SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIMPEL & C.
SIMGEST SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
SIRE SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
SO.GE.DI. - SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
SOCIETA' INVESTIMENTI FINANZIARI SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C.
SOFINUE - FINANZIARIA DELL'UNIONE EUROPEA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.

XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a46

INCARICHI RELATIVI A SOCIETA' ISCRITTE NELL'ALBO SIM - 1992 (1)

Società conferente l'incarico	Numero incarico (2)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
SOFIPA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
SOLOFIN SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
SOVARDINO INVESTIMENTI FINANZIARI SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONITA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIMPEL & C.
SPRIND GESTIONE SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
SQUADRILLI SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
STUDI E INVESTIMENTI MOBILIARI SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RIA & MAZARS S.A.S. DI GIULIO SCALA, ANDREA TREYBEE & C.
SVILUPPO INTERMEDIAZIONI SIM SPA	1/1	31.12.93 - 31.12.94 - 31.12.95	KPMG PEAT MARWCK FIDEB S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
TRADITION ITALIA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
UNNITESA SIM SPA	3/3	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
UNION CAPITAL SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
UNIONE GESTIONI SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
VONWILLER FINANZIARIA SOCIETA' DI INTERMED. MOBILIARE SPA	1/1	30.06.93 - 30.06.94 - 30.06.95	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
WESTLB EUROPA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
WORMS SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RIA & MAZARS S.A.S. DI GIULIO SCALA, ANDREA TREYBEE & C.
YAMAICHI ITALIA SIM SPA	1/1	31.03.92 - 31.03.93 - 31.03.94	KPMG PEAT MARWCK FIDEB S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
ZARATTINI SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONITA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIMPEL & C.
ZETAGEST SOCIETA' FIDUCIARIA E DI REVISIONE SPA	3/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	CZ REVISIONE S.N.C. DI PAOLO MARTINOTTI & C.
ZEUS SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	BOMPIANI AUDIT DI BRUNO DEI & C. - SOCIETA' IN ACCOMANDITA SEMPLICE

(1) Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti ai sensi del d.p.r. 31.3.1975, n. 136, in attuazione dell'art. 10 della legge 2.1.1991, n. 1 ed approvati dalla Consob del 01.01.92 al 31.12.92. Sono relativi a società iscritte nell'Albo SIM o nella sezione speciale dello stesso.

(2) Numero triennio riferito alla società conferente/numero triennio riferito alla società di revisione.

(3) Società cancellata dall'Albo della Società di Intermediazione Mobiliare.

XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

INCARICHI RELATIVI A SOCIETA' ISCRITTE NELL'ALBO SIM - 1992 (1)

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a46

Società conferente l'incarico	Numero incarico (€)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
FIDEURAM SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
FIDRAS DISTRIBUZIONE SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
FIDUCIARIA CENTRUM SPA	1/1	30.06.92 - 30.06.93 - 30.06.94	CONSALAUDIT S.A.S. DI DOTT. A. ARIETTI E C.
FIDUCIARIA INDOSUEZ SPA	3/2	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
FIDUCIARIA INVESTIMENTI FINANZIARI SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	DELOTTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C.
FIDUCIARIA SELLA SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIMPEL & C.
FIDUCIARIA VONWILLER SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO FIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
FIGEROMA FIDUCIARIA E DI GESTIONE ROMA SPA	3/3	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIMPEL & C.
FIN. BROKERS SIM SPA (3)	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
FIN-ECO SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ITALAUDIT & P.A. SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE
FIN. MOBILIARI GESTIONI SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
FIN. MOBILIARI SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
FINANZA E COMUNICAZIONE SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	DELOTTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C.
FINANZIARIA MILANESE SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
FINREME SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
FINSTUDIO SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSSA C. SOCIETA' IN ACCOMANDITA SEMPLICE
FINTRADING SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
FORTUNE FIDUCIARIA SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
GALLA PLACIDIA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSSA C. SOCIETA' IN ACCOMANDITA SEMPLICE
GAMBA AZZONI & CO. SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
GEMINA FINANCIAL PRODUCTS SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
GESTIONI PATRIMONIALI SIM DI ERNESTO PREATON & C. SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
GESTNORD RICERCA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIMPEL & C.
GFL - STUDI FINANZIARI SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
GIORGIO VINCENT SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
GIUBERGIAWARBURG SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO FIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
GOLDMAN SACHS SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	DELOTTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C.
I.B.F. INVESTMENT BROKER FINANZIARIA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	DELOTTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C.
IFIS MERCHANT SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
INA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
INDOSUEZ MONEY MARKETS SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
INTERCASSA SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
INTERFIN CAPITAL MARKETS SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	SALA SCIELSI FARINA BIDO - SOCIETA' DI REVISIONE DI PAOLO SCIELSI, GIORGIO FARINA & C. S.A.S.
INTERMONEY FINANCIAL PRODUCTS SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO FIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
INTERSIM - SOCIETA' DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
INVESTIMENTI EUROPEI SIM SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
ITALFIDER SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.



## XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a47

DESIGNAZIONI PER LA REDAZIONE DELLA RELAZIONE DI STIMA - 1992 (1)

n. Delibera Data	Soggetto	Operazione	Società di revisione incaricata	Data di riferimento
5919 14.01.92	DISTRIBUZIONE VALORI DIVAL SPA	Collocamento nel territorio dello Stato del fondo comune estero di investimento mobiliare RASFUND emesso da RASFUND MANAGEMENT S.A.	ARTHUR ANDERSEN & Co.	31.12.92 31.12.93 31.12.94
5918 14.01.92	DISTRIBUZIONE VALORI DIVAL SPA	Collocamento nel territorio dello Stato del fondo comune estero di investimento mobiliare FONDO TRE R emesso da Tre R Management S.A.	ARTHUR ANDERSEN & Co. s.a.s.	31.12.92 31.12.93 31.12.94
5990 18.02.92	ITALSWISS SPA Compagnia Finanziaria Italo Svizzera di Milano	Collocamento nel territorio dello Stato del comune di diritto lussemburghese di investimento mobiliare aperto "Mediolanum Selective Fund" emesso da Mediolanum Management Company S.A.	RECONTA ERNST & YOUNG s.a.s. di Bruno Gimpel & C.	31.12.91
5989 18.02.92	PROMEDIL SRL	Certificati emessi in relazione al contratto di associazione in partecipazione con la FINDAL-FINANZIARIA D'ALERAMO SRL che regola l'operazione denominata "Residence Horizzonti"	ITALAUDIT S.p.A. Società Italiana di Revisione e Certificazione	31.12.91
6544 20.03.92	GRUPPO FINANZIARIO	Emissione di titoli denominati "buoni di deposito" nominativi a rendimento fisso predeterminato	FIA - MAZARS s.a.s. di G. Scala, A. Trevese & C.	31.12.92
6600 11.11.92	BANCA FIDEURAM SPA	Collocamento nel territorio dello Stato del fondo comune di investimento estero mobiliare aperto "FONDITALIA" emesso da Fonditalia Management Company S.A.	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Laini & Co.	31.12.92
6601 11.11.92	BANCA FIDEURAM SPA	Collocamento nel territorio dello Stato delle azioni rappresentative del Fondo comune di diritto lussemburghese di investimento INTERNATIONAL SECURITIES FUND SOCIETA' ANONIMA	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Laini & Co.	31.12.92

## XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a47

## DESIGNAZIONI PER LA REDAZIONE DELLA RELAZIONE DI STIMA - 1992 (1)

Delibera n. Data	Soggetto	Operazione	Società di revisione incaricata	Data di rifilimento
6602 11.11.92	BANCA FIDEURAM SPA	Collocamento nel territorio dello Stato delle azioni rappresentative del Fondo comune di diritto lussemburghese di investimento INTERFUND SOCIETA' ANONIMA	PRICE WATERHOUSE s.a.s. di Renzo Lattini & Co.	31.12.92
6668 09.12.92	EUROPROGRAMME FIDUCIARIA SPA	Collocamento nel territorio dello Stato del fondo comune estero immobiliare aperto denominato EUROPROGRAMME INTERNATIONAL emesso da IFI-INTERFINVEST S.A.	KPMG Peat Marwick Fides s.n.c. di G. Angiolini & C.	31.12.92
6660 09.12.92	EUROPROGRAMME FIDUCIARIA SPA	Collocamento nel territorio dello Stato del fondo comune estero immobiliare aperto EUROPROGRAMME INTERNATIONAL Serie 1969 emesso da IFI-INTERFINVEST S.A.	KPMG Peat Marwick Fides s.n.c. di G. Angiolini & C.	31.12.92

(1) Designazioni società di revisione per la redazione della relazione di stima di cui all'art. 7 del d.l. 30.9.1983 n. 512, convertito con modificazioni nella legge 25.11.1983 n. 649, effettuate dalla Consob dal 01.01.92 al 31.12.92.

XI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a48

INCARICHI RELATIVI A SOCIETA' EDITORIALI - 1992 (1)

Società conferente l'incarico	Numero incarico (2)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
A.G.I. AGENZIA GIORNALISTICA ITALIA SPA	4/2	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	CONSULAUDIT S.A.S. DI DOTT. A. ARIETTI E C.
ADM KRONOS SPA	1/1	31.12.90 - 30.06.92 - 30.06.93	HOOGSON LANDAU BRANDS S.A.S. DI DOTT. ROSSARIO L. CALOGERO EC.
ASSOCIAZIONE "RADIO O.M.S.I."	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETA' IN ACCOMANDITA SEMPLICE
CASA EDITRICE UNIVERSO SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
CONQUISTE DEL LAVORO SRL	2/2	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	SOCIETA' GENERALE DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE S.A.S. DIMARIO AUGUBO BARRANCO E C.
CONTI EDITORE SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	CONSULAUDIT S.A.S. DI DOTT. A. ARIETTI E C.
CORRIERE DELLO SPORT SRL QUOTIDIANO DEL MATTINO	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECONTA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIMPEL & C.
DOMENICO SANFILIPPO EDITORE SPA EDITRICE QUOTIDIANO SICILIA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RECOMITA ERNST & YOUNG S.A.S. DI BRUNO GIMPEL & C.
EDSALENTO SRL	3/3	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
EDSUD SPA - LA GAZZETTA DEL MEZZOGIORNO	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
EDITORIALE '91	2/2	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	BOMPANI AUDIT DI BRUNO DEI & C. - SOCIETA' IN ACCOMANDITA SEMPLICE
EDITORIALE CIOCIARIA OGGI SRL	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
EDITORIALE ECO SOCIETA' COOPERATIVA EDITRICE	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	SOCIETA' GENERALE DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE S.A.S. DIMARIO AUGUBO BARRANCO E C.
EDITORIALE IL TIRRENO SRL	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
EDITORIALE I DIPENDENTE	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
EDITORIALE LA NUOVA SARDEGNA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
EDITORIALE LAUDENSE SRL	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
EDITORIALE LE GAZZETTE SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
EDITORIALE QUOTIDIANI VENETI SPA	2/2	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
EDITRICE COOPERATIVA "19 LUGLIO" SRL	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RIA & MAZARS S.A.S. DI GIULIO SCALA, ANDREA TREVESE & C.
ETAS SRL	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
GRUPPO S. ZENO EDITRICE IL NUOVO VERONESE SRL	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
INDUSTRIE GRAFICHE CINO DEL DUCA SPA	4/2	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	MOORE, STEPHENS & CO. REVISORI CONTABILI DI GIANCARLO ROSSIA C. - S.A.S.
L'UNITA' SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RIA & MAZARS S.A.S. DI GIULIO SCALA, ANDREA TREVESE & C.
L.I.E. LIBERA INFORMAZIONE EDITRICE SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	HOOGSON LANDAU BRANDS S.A.S. DI DOTT. ROSSARIO L. CALOGERO EC.
LETTERA FINANZIARIA SRL	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
M.R.C.	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	CONSULAUDIT S.A.S. DI DOTT. A. ARIETTI E C.
MONDADORI INFORMATICA SPA	2/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C.
NOVI MATAIUR SOC. COOP. A R.L.	1/1	31.12.91 - 31.12.92 - 31.12.93	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETA' IN ACCOMANDITA SEMPLICE
O.T.E. - ORGANIZZAZIONE TIPOGRAFICA EDITORIALE SPA	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.
P.R.A.E. PROMOZIONE ATTIVITA' EDITORIALE SPA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA & C. SOCIETA' IN ACCOMANDITA SEMPLICE
RCS RIZZOLI PERIODICI	3/3	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
RUSCONI EDITORE	4/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
S.E.C.I. - SOCIETA' EDITORIALE CENTRO ITALIA SPA	3/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
S.I.E. SRL - SOCIETA' INIZIATIVE EDITORIALI	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	PRICE WATERHOUSE S.A.S. DI RENZO LATINI & CO.
SECOLO D'ITALIA	3/2	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RIA & MAZARS S.A.S. DI GIULIO SCALA, ANDREA TREVESE & C.
SEGISA - SOCIETA' EDITRICE IL GIORNO SPA	4/2	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	CONSULAUDIT S.A.S. DI DOTT. A. ARIETTI E C.

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a48

INCARICHI RELATIVI A SOCIETA' EDITORIALI - 1992 (1)

Società conferente l'incarico	Numero incarico (2)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
SOC. EDIZIONI E PUBBLICAZIONI - S.E.P. SPA IL SECOLO XIX	4/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
SOCIETA' ATHESIS SPA	4/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
SOCIETA' EDITRICE SICILIANA SPA	4/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
SOCIETA' EUROPEA DI EDIZIONI SPA EDITRICE IL GIORNALE	4/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	DELOITTE & TOUCHE S.N.C. DI ADOLFO MAMOLI & C.
SOCIETA' FINANZIARIA ED EDITORIALE SAN MARCO SPA	4/1	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
SOCIETA' SAN PAOLO GRUPPO PERIODICI SRL	4/2	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	COOPERS & LYBRAND S.A.S. DI ROBERTO ROBOTTI, ANGELO PIGHINI, MICHELANGELO RONDELLI & C.
SOCIETA' VENETA EDITRICE SPA MESSAGGERO VENETO	4/2	31.12.82 - 31.12.83 - 31.12.84	HORWATH & HORWATH ITALIA DI MASSIMO DE ROSA, C. SOCIETA' IN ACCOMANDITA SEMPLICE

(1) Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti ai sensi del d.p.r. 31.3.1975, n. 136 in attuazione della L. 5.8.81 n. 416 e successive modificazioni ed integrazioni ed approvati dalla Consob dal 01.1.82 al 31.12.82.

(2) Numero triennio riferito alla società conferente/numero triennio riferito alla società di revisione.

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a49

**INCARICHI RELATIVI A SOCIETA' CHE INTENDONO RICHIEDERE  
L'AMMISSIONE IN BORSA - 1992 (1)**

Società conferente l'incarico	Numero incarico (2)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
BANCA D.L. MONTE DI PARMA - MONTE DI CREDITO SU PEGNO MANTERO SETA SPA	1/1 1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94 31.08.92 - 31.08.93 - 31.08.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S. KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.

(1) Incarichi di revisione e certificazione del bilancio conferiti ai sensi del d.p.r. 31.3.1976 n. 136 ed approvati dalla consob dal 01.01.92 al 31.12.92. Cfr. Comunicazione Consob n. 91007685 del 27.12.1991, pubblicata in Consob - Bollettino n. 12/91.

(2) Numero triennio riferito alla società conferente/numero triennio riferito alla società di revisione

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

Tavola a50

**ALTRI INCARICHI - 1992**

Società conferente l'incarico	Numero incarico (1)	Esercizi cui è riferita la durata dell'incarico	Società di revisione cui è stato conferito l'incarico
<b>SOCIETA' CHE SOLLECITANO IL PUBBLICO RISPARMIO (2)</b> FIDEURAM FIDUCIARIA SPA	2/2	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	ARTHUR ANDERSEN & CO. S.A.S.
<b>SOCIETA' RICHIEDENTI LA ISCRIZIONE NELL'ALBO DELLE SIM (3)</b> MI.TO.FIN. SPA COMMISSIONARIA DI BORSA	1/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	RIA & MAZARS S.A.S. DI GIULIO SCALA, ANDREA TREVESSE & C.
<b>SOCIETA' MONTE TITOLI (4)</b> MONTE TITOLI SPA	3/1	31.12.92 - 31.12.93 - 31.12.94	KPMG PEAT MARWICK FIDES S.N.C. DI GIUSEPPE ANGIOLINI E C.

(1) Numero triennio riferito alla società conferente /numero triennio riferito alla società di revisione

(2) Incarichi di revisione e certificazione del bilancio al sensi del d.p.r. 31.3.1975, n. 136 in applicazione dell'art. 1/18 quater L. 216/74 ed approvati dalla Consob dal 01.01.92 al 31.12.92.

(3) Incarichi di revisione e certificazione conferiti al sensi del d.p.r. 31.3.1975, n. 136 in attuazione dell'art. 10 della L. 2.1.1991, n. 1 ed approvati dalla Consob dal 01.01.1992 al 31.12.1992. Cfr. Comunicazione Consob n. 91007685 del 27.12.1991, pubblicata in Consob. Bollettino n. 12/91.

(4) Incarico di revisione e certificazione del bilancio conferito al sensi del d.p.r. 31.3.1975, n. 136 in attuazione della legge n. 298 del 19.6.1986 ed approvato dalla Consob dal 01.01.92 al 31.12.92

**RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE****STANDARD DI REDAZIONE DELLE TAVOLE**

Nelle tavole delle Sezioni A, B e C e nell'Appendice sono utilizzati alcuni segni convenzionali. Una linea (-) indica che il fenomeno non esiste oppure non si è verificato; due puntini (..) indicano che i dati rilevati non raggiungono la dimensione minima considerata; quattro puntini (....) indicano che il fenomeno esiste ma che i dati non sono disponibili al momento della redazione della tavola.

La somma dei dati parziali può differire lievemente dai totali riportati a causa dell'arrotondamento.

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

NOTE METODOLOGICHE**Tavola B.1.1**

- Elaborazioni Consob su dati BI-UIC. Fino al 1991 dati ufficiali, nel 1992 parità indicative segnalate dalla Banca d'Italia.

**Grafico B.1.1**

- Elaborazioni Consob BI-UIC. Fino al 17 settembre 1992 dati ufficiali, dal 18 settembre 1992 in avanti parità indicative segnalate dalla Banca d'Italia.

**Grafico B.1.2**

- Elaborazioni Consob su dati Banca d'Italia e OCSE. I tassi utilizzati sono al lordo delle eventuali imposizioni fiscali.
- Tassi ufficiali di riferimento: tasso di sconto (USA, Giappone, Germania, Italia), base rate (Regno Unito), tasso di intervento (Francia).
- Tassi del mercato monetario: tasso sui Buoni del Tesoro a 3 mesi (USA), tasso sui titoli privati a 2 mesi (Giappone), tasso interbancario a 3 mesi (Regno Unito, Germania, Francia, Italia).
- Tassi del mercato obbligazionario (mercato secondario): tasso dei titoli del Tesoro a 10 anni (USA, Giappone), tasso delle obbligazioni dello Stato a 20 anni (Regno Unito), obbligazioni dello Stato a 10 anni (Germania), obbligazioni dello Stato a lungo termine (Francia), tasso sui BTP con vita residua superiore a 12 mesi (Italia).

**Grafico B.1.3**

- Elaborazioni Consob su dati OCSE, Banca d'Italia e singole borse internazionali.
- Per i tassi utilizzati, si vedano le note al grafico 1.
- Tra gli indici di borsa disponibili per i periodi in esame sono stati scelti quelli calcolati con riferimento al maggior numero di titoli azionari quotati sul mercato principale: Standard & Poor's 500 (USA-New York Stock Exchange), Topix (Giappone-Borsa di Tokio), Financial Times All (Regno Unito-London Stock Exchange), DAX (periodo 1980-85) e FAZ (periodo 1985-92) (Germania-Borsa di Francoforte), Cac Général (Francia-Borsa di Parigi), MIB (Italia-Borsa Valori di Milano).

**Grafico B.1.4**

- Elaborazioni Consob su dati OCSE, Banca d'Italia e singole borse internazionali.
- Per i tassi e gli indici di borsa utilizzati, si vedano le note ai grafici B.1.2 e B.1.3 .



## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

**Tavola B.1.2**

- Elaborazioni Consob su dati OCSE, Banca d'Italia e singole borse internazionali.
- Per i tassi e gli indici di borsa utilizzati, si vedano le note ai grafici B.1.2 e B.1.3 .

**Grafico B.1.5**

- Elaborazioni Consob su dati Banca d'Italia e ISTAT.
- Tasso sui depositi: tasso medio per le operazioni con la clientela.
- Tasso sui BOT: media dei tassi delle aste mensili ponderati con le quantità assegnate per le diverse scadenze.
- Tasso sui BTP, CCT e Obbligazioni: rendimento attesi netti calcolati dalla Banca d'Italia con riferimento ai titoli quotati presso la Borsa valori di Milano.
- Tasso di inflazione: variazione su base annua (tendenziale) dell'indice dei prezzi al consumo per famiglie di operai ed impiegati.

**Grafico B.1.6**

- Elaborazioni Consob su dati Banca d'Italia.
- La voce "depositi bancari" comprende anche i depositi postali e i certificati di deposito.
- La voce "BOT" comprende anche le accettazioni bancarie e i CTE.
- La voce "titoli di stato" comprende BTP, CCT, CTE, CTS, CTO e altri Titoli di Stato.
- La voce "obbligazioni" comprende i titoli a medio e lungo termine emessi da aziende pubbliche, private e ICS.

**Grafico B.1.7**

- Elaborazioni Consob su dati Banca d'Italia e Consiglio di Borsa.
- Sono riportati i valori mensili dei rendimenti calcolati come variazione percentuale su base annua dei rispettivi indici. BTP e CCT: indici di capitalizzazione Banca d'Italia calcolati con riferimento ai titoli quotati presso la Borsa Valori di Milano. Azioni: indice MIB Storico. Fondi comuni di investimento di diritto italiano: indici di capitalizzazione Banca d'Italia.

**Tavola B.2.1**

- Elaborazioni Consob su dati BI-UIC e singole borse internazionali.
- Sono riportate le variazioni percentuali calcolate con riferimento all'ultimo giorno degli anni solari.
- Per il calcolo dei rendimenti espressi in lire si è tenuto conto dei tassi di cambio ufficiali o segnalati dalla Banca d'Italia (per il 1992) dell'ultimo giorno degli anni solari.

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

**Grafico B.2.1**

- Elaborazioni Consob su dati delle singole borse valori.
- Per la scelta degli indici, si veda la nota al grafico B.1.3.
- Sono riportate le variazioni percentuali calcolate con riferimento all'ultimo giorno degli anni solari.

**Grafico B.2.2**

- Elaborazioni Consob su dati delle singole borse valori.
- Per la scelta degli indici si veda la nota al grafico B.1.3.

**Grafico B.2.3**

- Elaborazioni Consob su dati delle singole borse valori.

**Grafico B.2.4**

- Elaborazioni Consob su dati delle singole borse valori.
- Il rendimento mensile è calcolato come variazione percentuale degli indici di borsa dell'ultimo giorno di ogni mese.
- La volatilità mensile è calcolata come deviazione standard delle variazioni percentuale giornaliera degli indici di borsa, calcolata su base mensile.
- Per la scelta degli indici, si veda la nota al grafico B.1.3.

**Tavola B.2.2**

- Elaborazioni Consob su dati delle singole borse valori.
- Per la scelta degli indici, si veda la nota al grafico B.1.3.
- I coefficienti riportati sono calcolati con riferimento alle variazioni percentuali giornaliera (diagonale superiore) e mensili (diagonale inferiore) all'interno dei periodi indicati.

**Grafico B.2.5**

- Elaborazioni Consob su dati delle singole borse valori.
- La volatilità mensile è calcolata come deviazione standard *rolling* delle variazioni percentuali mensili degli indici di borsa, calcolata sul periodo di dodici mesi. Per finalità di *smoothing* il dato calcolato è stato sottoposto ad una media mobile centrata di ampiezza cinque mesi.
- Per il calcolo dell'indicatore di interdipendenza si è proceduto in primo luogo a calcolare i coefficienti di correlazione *rolling* (periodo 12 mesi) tra le singole borse. Per ogni borsa, considerate le piazze in grado di esercitare una influenza, è stato quindi calcolato un coefficiente di interdipendenza dato dalla media aritmetica semplice dei coefficienti di correlazione descritti, sottoposto, per finalità di *smoothing* ad una media mobile centrata di ampiezza 5 mesi.
- I dati relativi al quadro generale sono calcolati come media aritmetica semplice degli indicatori relativi alle singole piazze.

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

**Grafico B.2.6**

- Elaborazioni Consob su dati delle singole borse valori.
- La volatilità giornaliera è calcolata come deviazione standard rolling delle variazioni percentuali giornaliere degli indici di borsa, calcolata sul periodo di trenta giorni. Per finalità di smoothing il dato calcolato è stato sottoposto ad una media mobile centrata di pari ampiezza.
- Per il calcolo dell'indicatore di interdipendenza si è proceduto in primo luogo a calcolare i coefficienti di correlazione rolling (periodo 30 giorni) tra le singole borse, tenendo conto degli effetti di fuso orario (per il quale le borse europee e asiatiche sono influenzate dai risultati americani del giorno precedente, mentre esercitano una influenza sull'andamento del stesso giorno delle borse americane). Per ogni borsa, considerate le piazze in grado di esercitare una influenza, è stato quindi calcolato un coefficiente di interdipendenza dato dalla media aritmetica semplice dei coefficienti di correlazione descritti, sottoposto, per finalità di smoothing ad una media mobile centrata di ampiezza 30 giorni.
- I dati relativi al quadro generale sono calcolati come media aritmetica semplice degli indicatori relativi alle singole piazze.

**Grafico B.3.1**

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa.
- La determinazione di un indicatore del volume scambiato non può essere effettuata con il semplice riferimento alle quantità di azioni, il cui livello è influenzato in misura rilevante da variazioni del valore nominale o dall'effettuazione di aumenti di capitale. L'andamento del controvalore degli scambi (somma dei prodotti tra prezzo e quantità relativi ad ogni scambio) tende d'altra ad avere un andamento ciclico con quello dei corsi azionari, espresso dall'indice di borsa. In questo modo un basso volume di scambi in un periodo di corsi elevati risulta uguale ad un elevato volume di scambi in una fase di prezzi bassi. Per tali ragioni si è preferito calcolare un indicatore del volume trattato deflazionando il dato del controvalore con l'indice di borsa. Il valore ottenuto è un indice adimensionale (posto nel grafico con la media annua uguale a 100), in grado di descrivere fedelmente l'andamento del volume degli scambi nel corso del tempo, con l'unica distorsione corrispondente alla misura in cui la composizione dei titoli azionari per controvalore scambiato differisce dalla struttura di ponderazione dell'indice MIB, riferita alla capitalizzazione relativa a inizio anno.

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

**Grafico B.3.2**

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa.
- La capitalizzazione a fine anno (calendario civile) è calcolata escludendo le azioni sospese dalle contrattazioni.
- Il rapporto do turnover è calcolato come rapporto tra il controvalore degli scambi e la capitalizzazione media (semisomma delle capitalizzazioni a fine anno).

**Grafico B.3.3**

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa.
- L'indicatore del volume scambiato è stato calcolato con la procedura descritta nella nota relativa al grafico B.3.1, ponendo il dato di gennaio 1980 uguale a 100.

**Grafico B.3.4**

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa.
- Il rendimento è dato dalla variazione percentuale dell'indice MIB Storico riferito all'ultimo giorno di borsa aperta dei mesi della calendario civile.
- La volatilità è calcolata come deviazione standard delle variazioni percentuali giornaliere comprese in ogni mese.

**Tavola B.3.1**

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano, effettuate con riferimento agli anni del calendario civile.

**Grafico B.3.5**

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano, Consiglio di Borsa e Istat.
- Il rendimento è dato dalla variazione percentuale dell'indice MIB storico (deflazionato con l'indice Istat dei prezzi al consumo per famiglie di operai ed impiegati) riferito all'ultimo giorno di borsa aperta degli anni del calendario civile.
- La volatilità è calcolata come deviazione standard delle variazioni percentuali giornaliere comprese in ogni anno.

**Tavole B.3.2, B.3.3, B.3.4 e B.3.5**

- Elaborazioni Consob su dati Consob e CED Borsa Milano.

**Tavola B.3.6**

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano.
- Mesi del calendario civile.

**Tavola B.3.7**

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa.

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

**Grafici B.3.6, B.3.7 e B.3.8**

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa.

**Grafico B.3.9**

- Elaborazioni Consob su dati Consiglio di Borsa.

**Grafico B.6.1**

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano, Consiglio di Borsa e bilanci delle società quotate.
- I dati sono relativi ai dividendi distribuiti nel corso del 1992, riferiti pertanto all'ultimo esercizio precedente. La capitalizzazione è calcolata con riferimento al 31 dicembre 1992.

**Grafici B.6.2 e B.6.3**

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa.
- Il dato della raccolta di denaro fresco è relativo agli aumenti di capitale a pagamento, alla parte a pagamento degli aumenti di capitale misti e ai fondi raccolti con l'emissione di obbligazioni convertibili da parte di società quotate sul Listino Ufficiale della Borsa Valori di Milano. Può quindi differire dai dati riportati nelle tavole a32 e seguenti dell'Appendice, relativi alle sole operazioni di aumento di capitale da parte delle società quotate anche presso altre borse italiane.

**Grafico B.6.4**

- Elaborazioni Consob su dati delle singole borse valori europee.

**Grafico B.6.5**

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa.
- I dividendi sono considerati nell'anno del calendario civile in cui è avvenuta la loro distribuzione, indipendentemente dall'esercizio per il quale sono stati corrisposti.

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

**Tavola a1**

- Elaborazioni Consob su dati delle singole borse valori.
- Gli indici di borsa riportati sono quelli che rappresentano il l'intero mercato o il numero di titoli più largo possibile. Con l'eccezione di Belgio e Lussemburgo si tratta di indici di prezzo, che non tengono cioè conto dei dividendi distribuiti.
- I dati riportati sono calcolati come variazione percentuale dei dati relativi all'ultimo giorno di borsa aperta di ogni anno del calendario civile.
- Per agevolare i confronti riportati nelle tavole successive, si è scelto di riportare solamente il mercato più importante di ogni singolo paese.
- Gli indicatori di *dividend yield* e *price/earning* sono elaborati da Morgan Stanley Capital International Perspective, e sono riferiti, per ogni paese, ad un campione rappresentativo di titoli quotati. Il dato relativo all'Europa è calcolato con riferimento ad un campione diverso da quello utilizzato per il calcolo degli indici Eurotrack.

**Tavola a2**

- Elaborazioni Consob su dati delle singole borse valori, OCSE, ECU Newsletter, FMI e Morgan Stanley Capital International Perspective.
- La capitalizzazione è calcolata con riferimento alle sole azioni nazionali valutate al prezzo dell'ultimo giorno dell'anno del calendario civile.
- Il dato del PIL 1992 è stato ricavato dalle stime OCSE e FMI.
- Dove possibile il rapporto capitalizzazione/PIL è stato effettuato con dati espressi in valuta nazionale; altrimenti si è fatto riferimento ai dati espressi in dollari USA, applicando i tassi di cambio medi annuali per il PIL e di fine anno per le capitalizzazioni.

**Tavola a3**

- Elaborazioni Consob su dati delle singole borse valori.
- Per le borse valori caratterizzate da una struttura di *market makers*, ogni scambio viene conteggiato tanto dall'acquirente quanto dal venditore (in casi di scambi *infra-dealer* un singolo trasferimento di titoli tra due investitori viene conteggiato anche più di due volte). Per ovviare a questa difformità, i volumi scambiati in tali mercati sono stati divisi per due.
- I dati della borsa di Londra considerano come nazionali anche le azioni emesse da società irlandesi. I dati relativi agli scambi di azioni estere presso la borsa di Londra comprendono solo quelli dei titoli ufficialmente ammessi a quotazione, e non anche quelli dei titoli negoziati sul *Seag International*.
- Dove possibile il rapporto di turnover (controvalore degli scambi diviso media delle capitalizzazioni a fine anno) è stato effettuato con riferito a dati espressi in valuta

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

nazionale; altrimenti si è fatto riferimento ai dati espressi in dollari USA, applicando i tassi di cambio medi annuali per il controvalore e di fine anno per le capitalizzazioni.

- Il dato degli scambi nel 1993 presso la borsa di Francoforte è relativo agli scambi su tutte le borse tedesche.

**Tavola a4**

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa.
- I dati di stock (società, azioni e capitalizzazione) sono relativi all'ultimo giorno dell'anno solare. I dati di flusso sono relativi all'anno solare.
- Il numero di società quotate comprende anche quelle sospese dalle contrattazioni, pari a 2 nel 1975, 4 nel 1976, 10 nel 1977, 8 nel 1978, 6 nel 1979, 9 nel 1980, 9 nel 1981, 10 nel 1982, 10 nel 1983, 12 nel 1984, 16 nel 1985, 18 nel 1986, 20 nel 1987, 13 nel 1988, 15 nel 1989, 6 nel 1990, 4 nel 1991, 5 nel 1992.
- Il numero di azioni quotate comprende anche quelle sospese dalle contrattazioni, pari a 2 nel 1975, 4 nel 1976, 10 nel 1977, 9 nel 1978, 7 nel 1979, 11 nel 1980, 9 nel 1981, 12 nel 1982, 10 nel 1983, 14 nel 1984, 21 nel 1985, 20 nel 1986, 23 nel 1987, 22 nel 1988, 22 nel 1989, 11 nel 1990, 6 nel 1991, 10 nel 1992.
- Il numero di azioni quotate non comprende le linee di quotazione di azioni a godimento differito, istituite su richiesta delle società quotate in occasione di aumenti di capitale, conversione di obbligazioni o mancata corresponsione di dividendi ad azioni di risparmio. Le azioni a godimento differito presenti sul Listino Ufficiale sono state 1 nel 1975, 1 nel 1976, 2 nel 1977, 0 nel 1978, 0 nel 1979, 4 nel 1980, 3 nel 1981, 0 nel 1982, 5 nel 1983, 4 nel 1984, 8 nel 1985, 5 nel 1986, 3 nel 1987, 1 nel 1988, 2 nel 1989, 5 nel 1990, 6 nel 1991, 2 (sospese) nel 1992.
- La capitalizzazione di borsa è calcolata con riferimento alla situazione di fine anno solare delle azioni ammesse alle contrattazioni.
- Il controvalore degli scambi degli anni 1975, 1976 e 1977 è calcolato moltiplicando per ogni mese le quantità per i prezzi di compenso. Dal 1978 in poi il dato è calcolato con riferimento ai prezzi effettivi di ciascuno scambio effettuato nel corso dell'anno solare.
- Il dato degli aumenti di capitale è relativo al denaro fresco effettivamente affluito alle società per mezzo degli aumenti di capitale a pagamento e dell'emissione di obbligazioni convertibili.

**Tavola a5**

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e delle borse valori di Bologna, Napoli, Palermo, Trieste e Venezia.
- Dati riferiti all'anno del calendario di borsa.

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

**Tavola a6**

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano.
- Gli scambi azionari sono riferiti ai mesi del calendario civile.

**Tavola a7**

- Elaborazioni Consob su dati Consiglio di Borsa, Banca Commerciale Italiana, Mediobanca, Banca Nazionale del Lavoro e Studio Aletti.
- Variazioni percentuali dei livelli degli indici dell'ultimo giorno degli anni del calendario civile. Tutti gli indici sono calcolati con riferimento ai prezzi ufficiali, e non tengono pertanto conto dei dividendi distribuiti.
- L'indice MIB Storico (base 2.01.1975=1000) e l'indice COMIT (base 1972=100) sono calcolati con riferimento ai prezzi ufficiali di tutti i titoli azionari quotati sul Listino Ufficiale, le cui variazioni di prezzo sono ponderate secondo la capitalizzazione relativa. I due indici differiscono solo per la diversa modalità di rilevazione delle variazioni del numero dei titoli quotati, delle cancellazioni e delle nuove ammissioni.
- Gli indici Mediobanca (base 2.01.1961 = 100) e Sole-24 Ore (base 1938=1) sono invece calcolati con riferimento ai prezzi ufficiali di un campione chiuso di titoli; di conseguenza con il passare degli anni ed il mutare della composizione del Listino Ufficiale il loro grado di accuratezza nella descrizione dell'andamento dell'intero mercato si è ridotto.
- L'indice BNL (base 1953=100) è calcolato con riferimento ai prezzi valutati al corso secco (cioè depurati della quota imputabile alla maturazione del dividendo) di un campione chiuso di titoli. Anche in questo caso vale l'avvertenza ricordata poco prima, che spiega la ragione del differente andamento dei diversi indici nel corso del tempo.
- L'indice Aletti 25 (4.01.1988 = 10.000) è calcolato con riferimento ad un campione di 25 titoli scelti in base al volume scambiato, al settore e al gruppo di appartenenza, ponderati in base alla capitalizzazione relativa a inizio anno.

**Tavola a8**

- Elaborazioni Consob su dati Consiglio di Borsa.
- Livelli degli indici e variazioni percentuali riferite all'ultimo giorno degli anni del calendario civile.
- La ripartizione per settore delle azioni quotate è quella riportata sul Listino Ufficiale della Borsa Valori di Milano.



## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

**Tavola a9**

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa.
- I titoli azionari sono classificati secondo la sede principale di contrattazione. Tutti i titoli negoziati sul Sistema Telematico Nazionale sono attribuiti alla borsa di Milano.
- Le denominazioni dei titoli azionari sono state riclassificate in modo standard, al fine di consentire una rappresentazione omogenea, e possono non coincidere con quelle utilizzate dal CED Borsa Milano e con quelle riportate sul Listino Ufficiale.
- Ogni azione è identificata dal nome della società emittente privo dell'indicazione SpA (con due eccezioni in cui la presenza di società dal nome simile potrebbe indurre in errore). Le azioni di risparmio sono indicate dal suffisso RISP e, nel caso in cui siano convertibili in azioni ordinarie, da quello RCV. I titoli azionari che hanno modificato la denominazione nel corso dell'anno sono indicati con quella in atto al 31 dicembre.
- Il dato relativo al numero di titoli esistenti al 31 dicembre per ogni azione non include la quota eventualmente non ammessa a quotazione.
- Il rapporto di turnover per ogni azione è calcolato rapportando la quantità scambiata nel corso del 1992 (anno solare) al valore medio di azioni esistenti (semisomma dei valori al 31 dicembre 1991 e 1992).
- La performance è stata calcolata confrontando i prezzi ufficiali del 31 dicembre 1991 e 1992, opportunamente modificati con i coefficienti di rettifica AIAF elaborati per tener conto delle eventuali variazioni di capitale intercorse nel 1992.
- Il dividend yield è stato calcolato rapportando, ove esistente, il valore del dividendo distribuito nel corso dell'anno al prezzo ufficiale del giorno di stacco. Quando il prezzo del giorno di data stacco era nominale (senza scambio effettivo), il rapporto è stato calcolato con riferimento al primo prezzo effettivo successivo allo stacco.

**Tavola a10**

- I titoli azionari sono classificati secondo la sede principale di contrattazione. Tutti i titoli negoziati sul Sistema Telematico Nazionale sono attribuiti alla borsa di Milano. I dati del mercato ufficiale sono relativi alla sola sede principale.

**Tavola a11**

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa.

## RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

**Tavola a12**

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano.

**Tavola a13**

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano

**Tavole a14, a15, a16, a17, a18 e a19**

- Elaborazioni Consob su dati Consob, CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa.

**Tavole a20 e a21**

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa.
- Dati riferiti al calendario civile.

**Tavola a22**

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa.
- Dati riferiti al calendario civile.
- I titoli sono classificati secondo la sede principale di contrattazione.
- Le denominazioni dei titoli sono state riclassificate in modo standard, al fine di consentire una rappresentazione omogenea, e possono non coincidere con quelle utilizzate dal CED Borsa Milano e con quelle riportate sul Listino Ufficiale.
- Ogni azione è identificata dal nome della società emittente privo dell'indicazione SpA. I titoli che hanno modificato la denominazione nel corso dell'anno sono indicati con quella in atto al 31 dicembre.
- Il dato relativo al numero di titoli esistenti al 31 dicembre per ogni azione non include la quota eventualmente non ammessa a quotazione.
- Il rapporto di turnover è calcolato per ogni titolo rapportando la quantità scambiata nel corso del 1992 (anno solare) al valore medio di titoli esistenti (semisomma dei valori al 31 dicembre 1991 e 1992).
- La performance è stata calcolata confrontando i prezzi ufficiali del 31 dicembre 1991 e 1992, opportunamente modificati con i coefficienti di rettifica AIAF elaborati per tener conto delle eventuali variazioni di capitale intercorse nel 1992.
- Il dividend yield è stato calcolato rapportando, ove esistente, il valore del dividendo distribuito nel corso dell'anno al prezzo ufficiale del giorno di stacco. Quando il prezzo del giorno di data stacco era nominale (senza scambio effettivo), il rapporto è stato calcolato con riferimento al primo prezzo effettivo successivo allo stacco. Quando però il periodo di tempo senza scambi effettivi era eccessivamente lungo, si è fatto riferimento al prezzo nominale.

RELAZIONE ANNUALE CONSOB 1992 - APPENDICE

**Tavole a23, a 24 e a25**

- Elaborazioni Consob su dati CED Borsa Milano e Consiglio di Borsa.
- Dati riferiti al calendario civile.

**Tavola a26**

- Situazione al 31 dicembre 1992.

**Tavola a27**

- Fonte: Banca Fideuram.

**Tavola a28**

- Fonte: Assogestioni.

**Tavola a29**

- Fonte: Banca Fideuram.

**Tavole a30 e a31**

- Elaborazioni Consob su dati Banca d'Italia, Consob e Banca Fideuram.
- I dati 1992 relativi a gestioni ed assicurazioni sono stime.
- Data la particolare struttura di bilancio, i dati del patrimonio netto delle assicurazioni (ramo vita) sono relativi al totale delle attività finanziarie: liquidità, titoli e mutui netti.

**APPENDICE**Le borse internazionali

- a1 Andamento delle borse internazionali
- a2 Capitalizzazione delle borse internazionali
- a3 Attività delle borse internazionali

Il mercato azionario italiano

- a4 Borsa valori di Milano: principali indicatori
- a5 Scambi azionari complessivi presso le borse valori italiane
- a6 Borsa valori di Milano: scambi azionari mensili
- a7 Borsa valori di Milano: indici azionari
- a8 Borsa valori di Milano: indici MIB settoriali
- a9 Titoli azionari quotati sul listino ufficiale
- a10 Scambi di titoli azionari quotati
- a11 Scambi di warrant (Milano-Listino Ufficiale)
- a12 Scambi di diritti (Milano-Listino Ufficiale)
- a13 Andamento delle azioni di risparmio
- a14 Borsa valori di Milano: frequenza di contrattazione delle azioni
- a15 Borsa valori di Milano: composizione dei volumi scambiati
- a16 Borsa valori di Milano: contratti a premio
- a17 Borsa valori di Milano: riporti su titoli azionari quotati
- a18 Borsa valori di Milano: titoli azionari quotati costituiti in garanzia
- a19 Borsa valori di Milano: dettaglio mensile dei riporti nel 1992

Il mercato ristretto

- a20 Mercato ristretto di Milano: principali indicatori
- a21 Mercato ristretto di Milano: scambi azionari (dettaglio mensile)
- a22 Mercati ristretti: scambi di titoli
- a23 Mercati ristretti: titoli negoziati per piazza
- a24 Titoli negoziati nei mercati ristretti: dati complessivi 1992
- a25 Titoli negoziati nei mercati ristretti: scambi, quadro riassuntivo

Gli intermediari mobiliari

- a26 Albo delle Società di Intermediazione Mobiliare

Gli investitori istituzionali

- a27 Fondi comuni di investimento italiani: numero e patrimonio
- a28 Fondi comuni di investimento italiani: andamento delle sottoscrizioni
- a29 Fondi comuni di investimento italiani: operatività sul mercato mobiliare
- a30 Investitori istituzionali: portafoglio titoli
- a31 investitori istituzionali: portafoglio azioni italiane

Le società con azioni quotate in borsa

- a32 Operazioni sul capitale deliberate nel 1992
- a33 Operazioni sul capitale deliberate nel 1992: quadro riassuntivo
- a34 Operazioni sul capitale deliberate dal 1986
- a35 Emissione di azioni di risparmio deliberate nel 1992
- a36 Emissione di azioni di risparmio deliberate dal 1983
- a37 Emissioni di obbligazioni deliberate nel 1992
- a38 Operazioni di fusione deliberate nel 1992
- a39 Modifiche della denominazione sociale deliberate nel 1992
- a40 Modifiche dell'oggetto sociale deliberate nel 1992
- a41 Operazioni sul capitale eseguite nel 1992
- a42 Operazioni sul capitale eseguite nel 1992: quadro riassuntivo
- a43 Operazioni sul capitale eseguite dal 1985

L'attività di revisione e certificazione

- a44 Albo speciale delle società di revisione al 31.12.1992
- a45 Incarichi relativi a società quotate - 1992
- a46 Incarichi relativi a società che intendono richiedere l'ammissione a quotazione - 1992
- a47 Incarichi relativi a società iscritte nell'albo SIM - 1992
- a48 Designazioni per la redazione della relazione di stima - 1992
- a49 Incarichi relativi a società editoriali - 1992
- a50 Altri incarichi - 1992

