



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

RELAZIONE PER L'ANNO 1998

ROMA, 31 MARZO 1999

COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Presidente
Luigi SPAVENTA

Componenti
Salvatore BRAGANTINI
Lamberto CARDIA
Renato RORDORF
Filippo CAVAZZUTI

Direttore Generale (facente funzioni)
Giovanna GIURGOLA TRAZZA

RELAZIONE PER L'ANNO 1998

PARTE PRIMA

<i>RELAZIONE AL MINISTRO DEL TESORO, DEL BILANCIO E DELLA PROGRAMMAZIONE ECONOMICA</i>	7
<i>DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO</i>	27

PARTE SECONDA

<i>DATI E ANALISI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E SULL'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO</i>	47
<i>L'ATTUAZIONE DEL TESTO UNICO DELLE DISPOSIZIONI IN MATERIA DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA</i>	49
<i>LA PROPRIETÀ DELLE SOCIETÀ QUOTATE</i>	62
<i>LA SOLLECITAZIONE ALL'INVESTIMENTO</i>	74
<i>L'INFORMAZIONE SUGLI EMITTENTI QUOTATI</i>	89
<i>LE SOCIETÀ DI REVISIONE</i>	101
<i>I MERCATI REGOLAMENTATI</i>	106
<i>L'ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE E L'AGGIOTAGGIO</i>	115
<i>GLI INTERMEDIARI MOBILIARI</i>	123
<i>IL CONTROLLO GIURISDIZIONALE</i>	139
<i>LE RELAZIONI INTERNAZIONALI</i>	147
<i>L'AMMINISTRAZIONE E IL BILANCIO DELLA CONSOB</i>	155
<i>APPENDICE</i>	161
<i>INDICE DEI RIQUADRI</i>	242
INDICE	243

PARTE PRIMA

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

La relazione che segue, riferita all'anno 1998, è stata predisposta dalla Commissione ai sensi dell'art. 1/1, comma 13, della legge 7 giugno 1974, n. 216, che prevede la trasmissione al Ministro del tesoro, entro il 31 marzo di ciascun anno, di una relazione sull'attività svolta dall'Istituto, sulle questioni in corso e sugli indirizzi e le linee programmatiche che intende seguire.

Una più ampia illustrazione dell'attività svolta nel 1998 è contenuta nella parte seconda del volume.

I. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E IL MERCATO

L'andamento dei settori di interesse dell'Istituto

Nel 1998 è continuata la crescita del mercato azionario, sia in termini di scambi che di capitalizzazione. Nonostante le crisi finanziarie internazionali che hanno interessato i mercati soprattutto nella fase centrale dell'anno, il controvalore degli scambi risulta raddoppiato rispetto al 1997 e l'indice di borsa ha fatto registrare un progresso di circa il 40 per cento. Alla crescita complessiva del mercato hanno contribuito le 25 nuove società quotate nel corso dell'anno; al 31 dicembre 1998 le società con titoli quotati erano 223 (contro le 213 del 1997).

È proseguita la tendenza alla semplificazione dei gruppi quotati e alla diffusione della proprietà azionaria. Delle 15 società cancellate dal listino ufficiale nel 1998, 7 sono state riassorbite nel gruppo quotato di appartenenza (tramite Opa residuali o incorporazioni). Il peso del flottante sulla capitalizzazione di borsa è salito a oltre il 56 per cento.

L'andamento positivo del comparto azionario è stato accompagnato da un notevole sviluppo delle negoziazioni del *future* sull'indice di borsa Mib30 e del contratto di opzione MibO30 che ha portato il Mercato per la negoziazione degli strumenti finanziari derivati - Idem - al livello dei principali concorrenti europei; positivo è risultato l'esordio del nuovo contratto *future* sull'indice delle piccole e medie imprese, Midex.

Sostenuta, anche se di minor rilievo, è altresì risultata la crescita degli scambi di titoli obbligazionari e di Stato trattati sul Mercato telematico delle obbligazione e dei titoli Stato - Mot. Più problematica, soprattutto nel contesto competitivo continentale, appare la situazione del mercato Mif; le iniziative di rilancio esperite non hanno sin qui fornito i risultati attesi.

L'andamento positivo dei mercati mobiliari, anche internazionali, e la riduzione dei tassi di interesse registratasi soprattutto a livello interno, hanno ulteriormente spinto i risparmiatori a ricorrere, per l'individuazione della migliore allocazione dei propri risparmi, a gestori professionali; non priva di effetti appare, sotto questo profilo, anche la riforma della tassazione dei redditi da attività finanziarie. La raccolta netta dei fondi comuni di investimento è risultata in crescita di oltre il 50 per cento e il patrimonio totale dei fondi ha raggiunto a fine anno 720 mila miliardi di lire, di cui 143 mila riconducibili a fondi azionari, pari a oltre 372 miliardi di Euro; il mercato italiano dei fondi comuni risulta ormai, per dimensioni, il terzo mercato europeo. Gli analoghi tassi di sviluppo registratisi per le gestioni di portafogli individuali hanno portato il patrimonio complessivamente gestito da Sim e banche a fine 1998 a oltre 470 mila miliardi. Tutti in crescita risultano, infine, gli andamenti degli altri servizi di investimento.

Il Testo unico e la regolamentazione secondaria

L'attuazione del Testo unico della finanza ha rappresentato, nell'ambito delle attività dell'Istituto, un impegno di assoluto rilievo.

Nel corso del 1998 la Commissione ha dato attuazione alle deleghe normative previste dal Testo unico, con la sola eccezione della disciplina relativa alla sollecitazione all'investimento, che peraltro verrà emanata nelle prossime settimane. Tale attività ha comportato la revisione di tutti i regolamenti previgenti e, in parte minore, l'emanazione di norme su materie che precedentemente non rientravano nell'area di intervento dell'Istituto; può conseguentemente affermarsi che si è trattato del compito che nel corso dell'anno ha maggiormente impegnato gli uffici e la Commissione.

È stata redatta una normativa che ha tendenzialmente evitato i precetti minuziosi e mantenuto una struttura non casuistica, in modo da non richiedere modifiche regolamentari in occasione di ogni innovazione degli strumenti o delle tecniche del mercato; la scelta compiuta lascia spazio all'autonomia privata e all'autoregolamentazione. Ai fini di semplificazione è stato condotto un esame critico di tutti gli adempimenti preliminari al compimento di atti o di operazioni e le regole su cui l'esperienza concreta aveva dato un giudizio di inutilità per la tutela degli investitori e la trasparenza del mercato non sono state confermate. Le disposizioni sono state unificate in tre regolamenti, corrispondenti alle relative parti del Testo unico: emittenti, intermediari, mercati.

Le norme, senza le quali non sarebbero state operative alcune delle novità più rilevanti realizzate con la nuova legge o si sarebbero determinati vuoti normativi, sono state adottate a decorrere dal 1° luglio 1998, data di entrata in vigore del Testo unico, senza attendere la scadenza del periodo di sei mesi indicato dalla legge.

Nei sei mesi successivi sono state esercitate le altre deleghe regolamentari in materia di partecipazioni rilevanti, trasparenza dei patti parasociali, gestione accentrata di strumenti finanziari e loro dematerializzazione, attuative anche del D.Lgs. 24 giugno 1998, n. 213, e promotori finanziari.

Nella redazione dei regolamenti, la Commissione ha rafforzato il metodo, coerente con la prassi dei mercati più evoluti, della trasparenza delle scelte e del coinvolgimento degli operatori sugli schemi regolamentari.

I contributi forniti hanno consentito alla Commissione di disporre del punto di vista di chi è chiamato a utilizzare le norme e, conseguentemente, di realizzare una più ampia condivisione degli obiettivi della regolamentazione fra l'Istituto, gli operatori professionali e gli investitori.

La delegificazione operata dal D.Lgs. 58/98 è basata sul principio che la regolamentazione secondaria costituisce uno strumento più agile per realizzare interventi di correzione della

normativa. I regolamenti sono da poco entrati in vigore e quindi una loro revisione appare prematura.

Allo scopo di approfondire gli effetti economici delle regole introdotte e le eventuali modifiche da apportare, la Commissione intende procedere alla predisposizione di appositi documenti di consultazione attraverso i quali dare continuità al rapporto dialettico tra Autorità e mercato, inaugurato in sede di stesura della normativa di attuazione del Testo unico.

Il controllo sull'informativa

Nel 1998 sono state effettuate e rese note al mercato 6.979 dichiarazioni di acquisizione o di variazioni di partecipazioni rilevanti, di cui 1.694 relative a partecipazioni in società quotate.

Gli annunci relativi a patti di sindacato riguardanti società quotate sono risultati 32 (rispetto ai 47 dello scorso anno); di questi 14 sono risultati riferiti alla costituzione di nuovi patti e 18 alla modifica di patti già esistenti.

Nel corso dell'anno sono state effettuate 14 operazioni di offerta pubblica di acquisto e/o scambio su titoli di società quotate (24 nel 1997). Nonostante la consistente riduzione del numero di offerte promosse, il controvalore complessivo è nettamente aumentato, passando da 1.996 a 3.883 miliardi di lire.

Nel complesso, sono stati depositati presso l'Archivio della Consob 306 prospetti informativi per l'effettuazione di operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio (260 nel 1997); tra queste, meritano richiamo le operazioni di collocamento delle azioni Bnl e della quarta *tranche* Eni. A partire dal mese di ottobre sono, inoltre, stati depositati i primi 18 prospetti relativi a fondi pensione aperti.

Nell'ambito dell'esame dei prospetti di ammissione a quotazione di obbligazioni strutturate, gli emittenti sono stati in più occasioni invitati a integrare le informazioni ivi contenute, allo scopo di fornire agli investitori un quadro più trasparente.

La Commissione è più volte intervenuta, tramite apposite comunicazioni, sulla materia dell'informazione contabile. Vanno, in particolare, segnalate le comunicazioni relative alla cosiddetta *segment information* e alle operazioni con parti correlate (entrambe basate su principi contenuti negli *International Accounting Standards*) e le comunicazioni di carattere generale relative all'informativa da rendere in bilancio in occasione dell'avvio della moneta unica e dei problemi connessi al passaggio all'anno 2000. Numerosi sono stati, inoltre, i pareri su questioni specifiche in materia contabile sollecitati dalle società quotate.

La vigilanza sulle società di gestione dei mercati e sugli operatori

Nel 1998 si è concluso, con il rilascio delle autorizzazioni e l'avvio dell'operatività della Borsa Italiana Spa, della Mts Spa e della Mif Spa, il processo di privatizzazione dei mercati previsto dal D.Lgs. 415/96.

Coerentemente con le previsioni del citato D.Lgs. 415/96, confermate anche dal Testo unico, la Commissione ha nel corso dell'anno abbandonato le attività di regolazione e amministrazione diretta dei mercati per assumere il ruolo, assegnatole dalla legge, di responsabile dell'alta vigilanza. Peraltro, in considerazione della circostanza che il 1998 è stato, sotto il profilo dei mercati, un anno di transizione, le attività dell'Istituto riferite alle società di gestione dei mercati sono risultate di tipo essenzialmente autorizzatorio (e, quindi, a carattere straordinario) e l'attività di vigilanza è stata assolta, per lo più, tramite la prestazione della propria assistenza e consulenza alle società mercato.

Nel 1999 gli obiettivi di trasparenza, ordinato svolgimento delle negoziazioni e tutela dei risparmiatori saranno perseguiti anche attraverso l'adozione di iniziative strutturali di vigilanza sulle società di gestione dei mercati, così come previsto dal Testo unico.

Nel corso del 1998 la Commissione ha proposto l'applicazione di 34 sanzioni pecuniarie relative a Sim, banche e agenti di cambio; in particolare, per le Sim e le banche le proposte hanno riguardato, rispettivamente, 65 e 84 esponenti aziendali. Rispetto allo scorso anno è diminuito (da 9 a 5) il numero dei provvedimenti di sospensione degli organi amministrativi, di amministrazione straordinaria e di liquidazione coatta amministrativa di Sim assunti dalla o su proposta della Consob. In numero ben superiore al 1997 sono invece risultati i provvedimenti adottati nei confronti di promotori finanziari. In particolare, la Commissione ha assunto 170 provvedimenti sanzionatori (di cui 11 richiami, 73 sospensioni e 86 radiazioni) e 76 provvedimenti di sospensione cautelare (contro, rispettivamente, i 52 e i 64 dello scorso anno).

La Commissione ha, in totale, deliberato l'esecuzione di 24 ispezioni nei confronti di intermediari mobiliari; gli accertamenti ispettivi iniziati nel corso dell'anno hanno riguardato 6 Sim, 9 banche e 3 agenti di cambio.

L'attività di vigilanza, oltre che delle segnalazioni periodiche provenienti dagli intermediari, ha tenuto conto anche degli esposti autonomamente indirizzati all'Istituto dagli investitori. Il numero degli esposti ricevuti è stato pari a 337 (contro i 181 dello scorso anno); di questi 230 hanno riguardato banche e i rimanenti 107 Sim e agenti di cambio.

Nell'ambito dei controlli sulle società di revisione sono state eseguite 5 ispezioni; sulla base del complesso degli accertamenti svolti sono stati assunti un provvedimento di intimazione a non avvalersi di un *partner* e un provvedimento di divieto di acquisire nuovi incarichi di revisione e sono state applicate due sanzioni amministrative pecuniarie.

Con riferimento alla vigilanza sulle società quotate, è stata deliberata l'esecuzione di 2 ispezioni. Il controllo del rispetto degli obblighi di informazione continua ha dato luogo all'individuazione di 4 casi di comportamento irregolare. In 11 casi l'Istituto ha richiesto a società quotate di diffondere dati e notizie integrativi, necessari per l'adeguata informazione del mercato su fatti societari rilevanti.

In materia di abuso di informazioni privilegiate e aggio l'Istituto ha concluso 36 istruttorie e inviato all'Autorità Giudiziaria 21 relazioni motivate (19 nel 1997). Nell'ambito degli accertamenti sono state indirizzate a vari soggetti 398 richieste di dati e notizie e sono state eseguite 8 verifiche ispettive e 7 audizioni; in 17 casi ci si è avvalsi della collaborazione di Autorità di vigilanza estere.

Le relazioni internazionali

Il 1998 ha visto una presenza attiva dell'Istituto in tutte le sedi internazionali in cui si affrontano i problemi connessi alla regolamentazione dei mercati finanziari e all'armonizzazione delle relative disposizioni. La rilevanza del ruolo svolto in queste sedi è stata confermata dalla rielezione del Presidente dell'Istituto in qualità di membro del Comitato esecutivo della *International Organization of Securities Commissions* (Iosco).

Nel corso dell'anno sono stati stipulati due accordi di cooperazione con la *Hungarian Banking and Capital Market Supervision* e la *Australian Securities and Investments Commission* che si aggiungono a quelli conclusi negli scorsi anni con numerose altre Autorità di controllo comunitarie ed extracomunitarie.

L'anno trascorso ha visto, inoltre, il rilevante impegno delle Autorità aderenti al *Forum of European Securities Commissions* (Fesco) volto alla definizione di un "Memorandum multilaterale sullo scambio di informazioni e sulla vigilanza", formalmente siglato nel gennaio 1999. Con tale *Memorandum* tutte le Autorità partecipanti al Fesco di sono impegnate alla massima reciproca collaborazione e assistenza al fine di potenziare l'attività di vigilanza in materia, tra l'altro, di *insider trading* e aggio, prestazione dei servizi di investimento, mercati e informazione societaria.

La gestione e l'amministrazione dell'Istituto

Analogamente a quanto fatto nel 1997, la Commissione ha ritenuto di operare una programmazione delle principali attività da svolgere nel 1999. Nel piano delle attività programmate per il 1999 si individuano due grandi aree di intervento: quella dei progetti istituzionali finalizzati a migliorare l'efficacia dell'azione amministrativa (consolidamento della normativa secondaria e sub-secondaria, miglioramento dei sistemi di vigilanza attraverso la ricerca di strumenti di

valutazione e intervento uniformi) e quella dei progetti di funzionamento interno tesi a rendere più efficiente l'Istituto (razionalizzazione delle competenze decisionali e di firma, formalizzazione e standardizzazione delle procedure di lavoro, introduzione di un sistema di contabilità analitica, incremento dell'utilizzo delle dotazioni informatiche all'interno e nei rapporti con i soggetti vigilati).

Notevole impulso alle relazioni con l'esterno è venuto dalla realizzazione, a partire dal 1° luglio, del sito Internet dell'Istituto; su di esso sono disponibili numerose informazioni sugli operatori del mercato, sulle attività svolte dall'Istituto, oltre a tutto il materiale istituzionale prodotto (Relazione Annuale, Quaderni di Finanza, *Newsletter*, delibere, comunicazioni e regolamenti). È in corso di realizzazione l'inserimento nel sito di tutti i documenti e le informazioni, non coperti da vincoli di segreto, di cui l'Istituto dispone (prospetti informativi, assetti proprietari delle società quotate, etc.), in modo da rendere gli stessi immediatamente, gratuitamente e facilmente accessibili al pubblico.

Nei primi giorni del 1999 si è concluso, con il rilascio del visto di esecutività da parte del Presidente del Consiglio dei Ministri, l'*iter* relativo all'adozione dei provvedimenti disciplinanti il regime contributivo. Nella relativa definizione, la Commissione ha ritenuto opportuno attestarsi, per quanto possibile, sui provvedimenti valevoli per il 1998, apportando a questi le modifiche e le integrazioni indotte dal Testo unico, riconnesse all'abrogazione di disposizioni preesistenti e all'attribuzione alla Consob di nuove funzioni. L'eccezione principale è costituita dall'introduzione di un nuovo contributo sulle negoziazioni riferito allo svolgimento da parte dell'Istituto di compiti specifici di vigilanza sui mercati regolamentati.

Sempre in materia di finanziamento, si è realizzato un sostanziale equilibrio tra contribuzioni provenienti dal mercato e finanziamento dello Stato; tale equilibrio rappresenta un importante risultato che trova fondamento nella natura di bene pubblico di alcuni dei servizi prestati dalla Consob. Nel contempo, conformemente ai principi che avevano ispirato il legislatore del 1994, il finanziamento da parte degli operatori costituisce un importante stimolo ad adottare regole di vigilanza che tengano conto dei costi diretti oltretutto di quelli che gli intermediari devono sostenere per rispettarli.

Peraltro, l'attuale formulazione della legge impone alla Consob di applicare contribuzioni in capo ai beneficiari dei propri servizi (tramite un meccanismo che equipara le contribuzioni stesse al prezzo di una prestazione), determinando, in tal modo, un irrazionale frazionamento delle attività di vigilanza svolte dalla Commissione nelle specifiche fasi che la compongono (esami, iscrizione ad albi, estensione dell'autorizzazione, controlli) a fronte di ciascuna delle quali viene percepito un distinto contributo (per la partecipazione a esame, istruttorio, di vigilanza).

Ciò complica notevolmente sia la definizione, di anno in anno, del regime contributivo (ad esempio in relazione all'attribuzione alla Consob di nuove competenze vengono individuati nuovi servizi svolti, nuovi beneficiari e nuove contribuzioni), sia i meccanismi di pagamento e incasso,

rendendo il sistema, in sintesi, scarsamente efficiente: per la Consob, in relazione agli alti costi di gestione, per gli operatori, in relazione alla circostanza che questi, in numerosi casi, sono tenuti a effettuare un singolo pagamento per ciascuno dei servizi di cui usufruiscono.

In conclusione, appare auspicabile una riforma della disciplina del finanziamento della Consob (art. 40 della legge 724/94) che sostituisca il legame tra le contribuzioni e i singoli servizi resi dall'Istituto con il legame tra le contribuzioni e l'attività complessiva di vigilanza (da intendersi quindi in tutte le sue fasi) su ciascuna categoria di soggetti. Tali contribuzioni sarebbero comunque da parametrare ai costi sostenuti.

Qualora tale nuovo quadro normativo venisse adottato sarebbe possibile rafforzare il processo di consultazione con i soggetti percossi sulle disposizioni dell'Istituto che regolano le contribuzioni e introdurre forme di controllo da parte del mercato sulla rispondenza tra costi e contribuzioni.

Il 1998 ha rappresentato un anno di transizione in materia di gestione del personale. In attuazione delle disposizioni previste dall'art. 62 della legge 662/97 e del D.Lgs. 58/98 sono stati indetti e conclusi, nel gennaio di quest'anno, i concorsi interni riservati al personale a contratto.

Alla luce dell'attuale situazione del personale, come risulta dopo l'immissione in ruolo di sessanta dipendenti già contrattisti, la Consob sta valutando l'opportunità di riprendere l'esame della tematica attinente alla riforma delle carriere, anche con il rafforzamento dei criteri meritocratici.

La possibilità di introdurre nuovi sistemi di sviluppo professionale che tengano conto dell'alta qualificazione del personale, acquisita sia attraverso procedure di ingresso particolarmente selettive, sia attraverso una formazione specialistica maturata nell'esercizio dell'attività, è stata già valutata dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri in occasione dell'approvazione del vigente Regolamento del personale dell'Istituto.

L'obiettivo va perseguito nel rispetto del contratto collettivo di lavoro della Banca d'Italia, al quale va fatto riferimento ai sensi della legge 281/85, assegnando, tuttavia, il giusto rilievo alle specifiche esigenze funzionali e organizzative della Consob, caratterizzata da una struttura, da un'articolazione territoriale e da una composizione quali-quantitativa del personale diversa da quella dell'Istituto di emissione.

La Consob è a un tempo Autorità di garanzia di diritti costituzionali e Autorità di regolazione di uno specifico settore dell'economia. In questa prospettiva va riconsiderato l'istituto del visto di esecutività sui Regolamenti interni previsto dall'art. 1 della legge 216/74. A questo riguardo si deve osservare che sia l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, sia le autorità di regolazione dei servizi di pubblica utilità istituite con la legge 481 del 1995 hanno previsioni diverse, potendo deliberare le norme concernenti il trattamento giuridico ed economico del personale e l'ordinamento delle carriere, nonché la propria organizzazione, in modo del tutto autonomo.

Il perimetro delle attività finanziarie vigilate dalla Consob

Per individuare l'aggregato di attività finanziarie che dovrebbe teoricamente essere oggetto di controlli sotto il profilo della trasparenza informativa nelle operazioni di offerta al pubblico, si è partiti dalla definizione di attività finanziarie contenuta nella Relazione annuale della Banca d'Italia.

Tale definizione comprende le attività liquide (costituite da circolante, depositi, operazioni pronti contro termine e titoli a breve termine), i titoli a medio e a lungo termine, le azioni e partecipazioni, le quote di fondi comuni, le attività sull'estero, le riserve per premi assicurativi (ramo vita e ramo danni) e le altre attività finanziarie (che includono i fondi di quiescenza e altre partite minori).

Per giungere all'aggregato controllato da un *security regulator* sono stati esclusi, rispetto a tale definizione, le attività liquide e i titoli di Stato (infatti, tali prodotti non necessitano di controlli in materia di trasparenza informativa), le riserve assicurative relative al ramo danni e una parte di quelle relative al ramo vita, le attività sull'estero e le altre attività finanziarie.

Per quanto concerne i prodotti assicurativi, l'esclusione delle polizze danni e il parziale mantenimento delle polizze vita sono giustificati dal fatto che le prime non sono considerate strumenti finanziari in alcuno degli ordinamenti dei maggiori paesi industrializzati, mentre una parte consistente delle assicurazioni vita è caratterizzata da un elevato grado di omogeneità rispetto ad altre forme di investimento, quali ad esempio i fondi comuni. Omogeneità che si ritrova anche nelle operazioni di capitalizzazione in cui l'elemento demografico è completamente assente. Tali prodotti vengono esplicitamente considerati strumenti finanziari all'interno degli ordinamenti anglosassoni: nel Regno Unito, i contratti di assicurazione sulla vita sono inclusi nella nozione di *investments* prevista dal *Financial Services Act* del 1986; negli Stati Uniti, le rendite finanziarie e i contratti di assicurazione sulla vita il cui rendimento è collegato a una gestione separata (*variable annuities* e *variable life insurance*) ricadono nell'*Investment Company Act* del 1940 e le relative polizze sono considerate valori mobiliari ai sensi del *Securities Act* del 1933.

Sono state altresì escluse le attività sull'estero; esse infatti, benché comprendano anche le attività finanziarie che possono ricadere sotto il controllo di un *security regulator* (come ad esempio quote di fondi comuni di diritto estero non armonizzati), costituiscono un insieme completo all'interno del quale non è possibile operare distinzioni. Infine, i fondi di quiescenza (conteggiati dalla Banca d'Italia nelle "Altre attività finanziarie") sono stati esclusi tenuto conto della loro natura prevalentemente previdenziale e del fatto che, implicando la necessità di tenere vincolati i relativi fondi per un determinato periodo, non garantiscono quella libertà di investimento che caratterizza invece gli strumenti finanziari.

RIQUADRO 1

Sempre al fine di determinare l'aggregato di attività finanziarie di competenza di un'Autorità di vigilanza sul mercato mobiliare, sono state apportate alcune ulteriori correzioni: all'interno della voce azioni e partecipazioni sono state prese in considerazione le sole emissioni di azioni quotate (che comprendono anche le obbligazioni convertibili); sono state considerate, per i titoli obbligazionari, le emissioni lorde (da parte di banche e di altri soggetti), in luogo delle variazioni nel corso dell'anno; le polizze vita sono state stimate sulla base dei premi incassati e non della variazione delle riserve.

Per effetto di queste correzioni (soprattutto il passaggio alle emissioni lorde per le obbligazioni), l'aggregato totale delle attività finanziarie che dovrebbero rientrare nell'ambito delle competenze di un'Autorità di vigilanza sul mercato mobiliare risulta pari a 313.893 miliardi di lire; di questi, la Consob controlla effettivamente un ammontare di 166.659 miliardi, pari a circa il 53 per cento.

ATTIVITÀ FINANZIARIE E CONTROLLO CONSOB¹
DATI 1997

VOCI	DI COMPETENZA TEORICA DI UN'AUTORITÀ DI VIGILANZA SUL MERCATO MOBILIARE (A)	CONTROLLATE EFFETTIVAMENTE DALLA CONSOB (B)	(B)/(A)
OBBLIGAZIONI	154.126	13.028 ²	8,5 %
AZIONI E PARTECIPAZIONI	10.456	10.456	100,0 %
QUOTE DI FONDI COMUNI	143.175	143.175	100,0 %
ASSICURAZIONI VITA	6.136 ³	0	0,0 %
TOTALE ATTIVITÀ	313.893	166.659	53,1 %

Fonte: Relazioni annuali Banca d'Italia e Consob per l'anno 1997, statistiche trimestrali Isvap. Valori in miliardi di lire; si considerano: per le obbligazioni, le emissioni, nel corso dell'anno, da parte di banche e di altri soggetti; per le azioni e partecipazioni, le emissioni di azioni quotate nel corso dell'anno (il dato include anche le obbligazioni convertibili); per le quote di fondi comuni, la raccolta netta; per le assicurazioni vita, i premi incassati. ² Il dato comprende le emissioni obbligazionarie quotate al Mot e le altre emissioni obbligazionarie soggette alla disciplina della sollecitazione all'investimento. ³ Operazioni di capitalizzazione e polizze vita connesse a fondi di investimento.

Questa Commissione auspica quindi che il Governo voglia assumere iniziative finalizzate a una revisione della normativa, coerentemente con quanto previsto per analoghe Autorità di garanzia e/o di regolazione.

II. LINEE DI INDIRIZZO E QUESTIONI APERTE

La normativa sull'abuso di informazioni privilegiate e sull'agiotaggio

Il Testo unico della finanza ha innovato sensibilmente l'ordinamento giuridico degli intermediari mobiliari, delle società quotate, della sollecitazione del risparmio. Solo dalla sua applicazione per un periodo di tempo ragionevolmente lungo potranno emergere puntualmente gli aspetti che necessitano di una revisione normativa.

Peraltro, i limiti dell'impostazione con la quale sono stati rivisti alcuni istituti sono apparsi evidenti già da questi primi mesi di applicazione.

L'apparato repressivo dei reati di abuso di informazioni privilegiate e di agiotaggio su strumenti finanziari non configura un sistema nel quale la minaccia della sanzione riesce a scoraggiare i comportamenti fraudolenti. Già, per la natura dell'illecito, il reo gode di una probabilità relativamente bassa di essere individuato; a ciò si aggiunge che la massima pena detentiva prevista (due anni) consente, attraverso il patteggiamento, di monetizzare integralmente la responsabilità penale con costi non certo tali da disincentivare la perpetrazione del reato; le stesse pene accessorie - tra cui quella, particolarmente severa per un operatore economico, dell'interdizione temporanea dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese - pure previste dall'art. 182 del Testo unico, vengono a decadere con l'istituto del patteggiamento.

Inoltre, la scelta di attribuire la competenza per la cognizione dei delitti in esame al Pretore (e non più al Tribunale avente sede nel distretto di Corte d'Appello nel cui territorio è stato commesso il reato) non giova alla auspicabile formazione, considerato anche il tecnicismo della materia, di una "Magistratura specialistica".

Da ultimo, i ritardi della giustizia penale - connessi anche al carattere frequentemente multinazionale di questo genere di illeciti - allungano notevolmente i tempi del giudizio definitivo e quindi, in una qualche misura, ne attenuano la severità. Sotto quest'ultimo profilo è opportuno ricordare che delle 58 segnalazioni inviate all'Autorità Giudiziaria dal 1991 al 1998 (di cui 21 relative al 1998) 37 sono nella fase istruttoria.

Come più volte manifestato, lo sviluppo dei nostri mercati mobiliari dipende in primo luogo dalla capacità di attrarre gli investitori esteri e quindi anche dalla credibilità dell'apparato normativo

e regolamentare. Gli investitori esteri sono evidentemente svantaggiati se la percentuale di scambi guidata da informazioni privilegiate è elevata.

Intenzione di questa Commissione è delineare alcune ipotesi di riforma al fine di affiancare, secondo un appropriato coordinamento, le sanzioni amministrative a quelle penali, così come già realizzato nella legislazione francese e in modo da conferire una maggiore effettività all'azione repressiva.

La nozione di strumento finanziario contenuta nel Testo unico non è definita in via generale, come pure accade in altri ordinamenti, ma in base a un numero di strumenti singolarmente individuati. Solo il Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica può individuare, con apposito regolamento, nuove categorie di strumenti finanziari. Questi, a loro volta, concorrono a definire il più vasto insieme dei prodotti finanziari.

La lista degli strumenti finanziari esistenti al momento della elaborazione del Testo unico può divenire obsoleta per gli effetti della incessante innovazione finanziaria che caratterizza i mercati senza che ciò produca alcuna automatica integrazione di quella lista. Di ciò il Parlamento e il Governo hanno già avuto prova, allorquando nel disegno di legge in materia di *securitization* è stato necessario affermare esplicitamente, ai fini dell'applicazione delle disposizioni del Testo unico, l'equiparazione agli strumenti finanziari ivi contemplati dei titoli emessi a fronte delle operazioni di cartolarizzazione dei crediti.

Dal momento che gli ambiti applicativi delle norme del Testo unico sono delimitati anche dalla nozione di strumento finanziario si configura il rischio di una progressiva diminuzione del perimetro regolamentato. Nel Riquadro 1 si riporta una valutazione quantitativa del fenomeno ora accennato.

Internet

Nell'anno trascorso il fenomeno delle transazioni finanziarie via Internet, già noto nei paesi finanziariamente più evoluti del nostro, ha iniziato a diffondersi anche in Italia. Come più in dettaglio specificato nel Riquadro 2, l'esperienza internazionale mostra che le frodi a mezzo Internet sono per lo più perpetrate da soggetti che accedono alla rete con il preciso scopo di realizzarle. L'Autorità deve in questo quadro estendere i propri controlli dai soggetti abilitati a quelli che abusivamente utilizzano Internet.

In questo contesto la mancata attribuzione all'Istituto di poteri di intervento diretto nei confronti dei soggetti non ordinariamente vigilati rappresenta un punto di debolezza del sistema. Fa eccezione l'attività di sollecitazione all'investimento che, se abusivamente svolta, può essere vietata direttamente dalla Consob (pur dovendosi rilevare che la sanzione massima prevista, pari a lire 200 milioni, risulta troppo bassa).

L'intermediazione finanziaria attraverso Internet e la tutela dei risparmiatori

La prestazione dei servizi della *securities industry* attraverso Internet rappresenta una delle frontiere dell'intermediazione finanziaria ed è destinata ad alterare i rapporti di forza fra gli attori del mercato, a incidere sulla microstruttura dei mercati finanziari e a condizionare l'operato di coloro che sui mercati sono chiamati a vigilare.

Occorre tuttavia sottolineare come gli elementi che rappresentano i fattori di successo della finanza in rete sono anche quelli che la rendono un ambiente ideale per la nascita di frodi a danno dei risparmiatori; molte delle forme classiche di violazione delle norme in materia di intermediazione e sollecitazione possono essere più facilmente realizzate in forma elettronica. La facilità con cui è possibile accedere alla rete (anche creando un sito commerciale dal quale offrire strumenti finanziari o servizi di investimento) coniugata alla difficile perseguibilità degli illeciti costituiscono elementi in grado di spingere un numero maggiore di soggetti a intraprendere comportamenti fraudolenti.

L'esperienza internazionale mostra come le frodi perpetrate via Internet non sono di solito poste in essere da operatori sani ma da soggetti che accedono alla rete al solo scopo di realizzare una frode. Nel guardare al fenomeno della finanza *on line* ci si deve, pertanto, riferire non solo (e non tanto) a operazioni (al più scorrette) poste in essere dai soggetti tradizionali (intermediari o emittenti che siano) e ai peculiari aspetti di tutela degli investitori che esse sollevano in considerazione della natura del mezzo utilizzato ma, piuttosto, all'attività di operatori che, intenzionalmente e sin dall'inizio, si affacciano su Internet al preciso fine di realizzare uno schema ingannatorio.

Considerata la dimensione sovranazionale della rete Internet, una disciplina nazionale, per quanto avanzata, rischia, indipendentemente dall'efficienza con cui le competenti Autorità di controllo si adopereranno per il rispetto delle regole, di rimanere inefficace. L'*enforcement*, in mancanza di accordi internazionali di collaborazione fra paesi e *Authorities*, resterebbe, di fatto, privo di rilevanza pratica poiché potrebbe rivelarsi assai arduo far cessare l'azione illecita o comminare altre sanzioni al soggetto che avesse violato la regolamentazione operando secondo la modalità transfrontaliera, tipica della rete.

La Commissione intende affrontare il problema dei controlli su Internet anche attraverso l'istituzione di unità operative specificamente preposte al monitoraggio della rete, oltre che con il rafforzamento della cooperazione internazionale. In materia sembra comunque necessario un intervento legislativo, anche alla luce dell'esito della discussione in corso sulla proposta di direttiva comunitaria.

Le norme in materia di privatizzazioni

Nel corso di quest'anno la Consob è intervenuta più d'una volta nell'applicazione della normativa primaria e secondaria relativamente a società che sono state oggetto di privatizzazione e alle quali sono stati applicati gli istituti introdotti con la legge 474 del 1994.

RIQUADRO 2

Nel caso di Internet, la tradizionale questione dell'individuazione a livello comunitario delle Autorità responsabile della vigilanza (*home vs. host country control*) è resa ulteriormente complessa dalla attiva presenza sulla rete di operatori extracomunitari.

Nel concreto, in aggiunta alla cooperazione internazionale vera e propria che, con la definizione di accordi bi- e multi-laterali, mira a dare effettività all'apparato regolamentare di un paese anche nell'ipotesi di comportamenti posti in essere da un altro paese, sono possibili altre due vie attraverso le quali realizzare (con un grado di integrazione tra sistemi crescente) questo approccio internazionale: *i*) la definizione di regole comuni; *ii*) l'individuazione, in sede di organizzazioni internazionali, di criteri guida a cui le legislazioni nazionali si devono ispirare per assicurare un livello "minimo" alla normativa di settore. Alle delineate vie per un approccio internazionale sono riconducibili, rispettivamente, la recente proposta di direttiva dell'UE e il *Report* dell'*Internet Task Force* dell'*International Organization of Securities Commissions* (Iosco).

A livello comunitario, attualmente, non esiste una specifica regolamentazione delle offerte *on-line* di servizi finanziari, trovando, di conseguenza, specifica applicazione le normative dei singoli Stati aderenti all'UE. In questo quadro è da segnalare la proposta di direttiva, presentata il 14 ottobre 1998, finalizzata a regolamentare in modo specifico le modalità di conclusione a distanza dei contratti aventi ad oggetto servizi finanziari.

Le raccomandazioni della Iosco, emanate il 19 settembre 1998, si pongono l'intento di fornire delle indicazioni alle quali le Autorità di settore dei diversi paesi si dovranno attenere, disciplinando la materia per quanto di loro competenza; tale uniformità di indirizzi dovrebbe garantire un'armonizzazione delle disposizioni e, soprattutto, un approccio più univoco.

L'esperienza mostra che le norme introdotte nel 1994 hanno generato una qualche incertezza in capo agli investitori relativamente alla concreta applicazione di due istituti: i poteri speciali e i limiti ai possessi azionari; entrambi hanno generato un "rischio da regolamentazione degli assetti societari".

Per quanto riguarda il primo aspetto, i poteri speciali e, indipendentemente da ogni considerazione circa la loro compatibilità con il diritto comunitario, la mancata previsione, in pendenza di offerta pubblica, del momento nel quale possa essere eventualmente esercitato il diritto di gradimento in essi previsto, producono una notevole incertezza tra gli investitori, come anche mostrato recentemente dal caso Telecom.

Diverso è il rischio, sempre di natura regolamentare, generato dalla possibilità di introdurre dei limiti al possesso azionario negli statuti delle imprese privatizzate, prima che avvenga la

dismissione. Questi limiti, nella loro concreta esperienza applicativa, hanno assunto valori molto bassi e hanno richiesto un numero relativamente elevato di partecipanti al nucleo stabile al momento della dismissione; ciò può indebolire la capacità di indirizzo strategico della società privatizzata, il che genera incertezza tra gli investitori. In secondo luogo, essi costituiscono un meccanismo di difesa del gruppo che ha assunto il controllo della società privatizzata e, essendo il loro mantenimento affidato alla volontà assembleare, tendono a permanere oltre i limiti temporali previsti dalla norma.

Le privatizzazioni hanno dato in questi anni un contributo elevato allo sviluppo del nostro mercato finanziario. È auspicabile che le prossime operazioni possano essere realizzate con una nuova disciplina sulle privatizzazioni e che la revisione, attualmente all'esame del Parlamento, riduca i vincoli sui diritti di proprietà, rimuovendo, almeno in parte, gli ostacoli - e quindi i costi - che attualmente vengono frapposti a una riallocazione del controllo, successiva a quella realizzata al momento della dismissione.

La partecipazione ai lavori della Commissione di studio per la riforma del diritto societario

Il D.Lgs. 58/98 ha apportato numerosi e importanti cambiamenti al diritto societario, delineando un vero e proprio statuto delle società con titoli quotati; queste risultano oggi regolate, sotto numerosi e non marginali aspetti, da una normativa diversa da quella prevista dal codice civile per le società per azioni.

Tali differenze non sempre trovano adeguata giustificazione nel particolare *status* delle società quotate; alcune delle esigenze di tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza che ispirano le disposizioni del Testo unico sussistono, infatti, anche per le società che, pur non essendo quotate, ricercano presso un pubblico indistinto di finanziatori il capitale di rischio o di credito necessario al loro operare.

Anche per tali motivi, assai opportuna appare l'iniziativa assunta dal Governo di istituire una commissione di studio incaricata di predisporre una bozza di legge delega per la riforma del diritto delle società non quotate. Ai lavori di questa commissione, presieduta dal Professor Mirone, la Consob sta dando e continuerà a dare il proprio convinto contributo, al pari delle altre istituzioni e degli eminenti studiosi che vi partecipano.

L'obiettivo che con l'istituzione della commissione il Governo intende perseguire è sicuramente ambizioso. Si tratta di costruire una normativa che sia flessibile e adatta alle esigenze di crescita in autonomia delle imprese italiane, così da favorirne lo sviluppo e migliorarne la competitività in campo internazionale, anche attraverso misure che incoraggino l'afflusso verso le stesse di una più consistente quota di risparmio. A tal fine è necessario che la disciplina sia in grado di garantire adeguatamente gli interessi di chi, pur non partecipando alle scelte imprenditoriali,

investe i propri risparmi in tali società e, più in generale, di tutti coloro che con esse entrano in contatto.

Alcune modifiche al codice civile in tema di finanziamento di impresa, la cui introduzione è ritenuta auspicabile da questo Istituto, sono riportate nel Riquadro 3.

La competitività dei mercati regolamentati e l'organizzazione della vigilanza

L'organizzazione dei mercati non ha ancora trovato un proprio assetto definitivo; sono tuttora allo studio ipotesi di integrazione tra i mercati e le relative strutture, sia a livello nazionale che internazionale.

L'Istituto guarda con estrema attenzione alle iniziative in corso, anche se non spetta alla Consob esprimere una preferenza per l'uno o l'altro assetto. Quest'ultimo, tuttavia, dovrebbe essere coerente con la privatizzazione dei mercati e con il principio dell'indipendenza delle società di gestione da singoli azionisti. Si osserva che i riassetti in corso nel settore bancario non sembrano pienamente garantire il rispetto della condizione dell'indipendenza. Una integrazione proprietaria tra le società mercato, Borsa Spa e Mts Spa, che hanno ciascuna una missione, un gruppo di prodotti e un segmento di mercato ben distinti e definiti, non appare strettamente necessaria. È però auspicabile che anche le società di supporto siano uniche per ciascuna tipologia di servizio offerto (compensazione e garanzia, custodia e regolamento, servizi tecnologici), per motivi di economie di scopo e di scala e per meglio consentire i collegamenti con le piazze finanziarie estere.

Nel corso del 1998 si sono svolti i lavori del Comitato Piazza Finanziaria, istituito sulla base di una direttiva del Presidente del Consiglio dei Ministri. Il Comitato ha rappresentato una sede istituzionale d'incontro sulle tematiche connesse allo sviluppo dei mercati finanziari italiani. In questo anno ha condotto una ricognizione sulle cause che concorrono a determinare il successo di una piazza finanziaria, individuato alcune problematiche e formulato delle proposte.

La competitività del sistema è influenzata anche dagli assetti istituzionali dei controlli. In diversi paesi, la vigilanza sul mercato finanziario sta formando oggetto di un ripensamento, anche radicale, da parte del legislatore e dell'esecutivo, nel convincimento che, in presenza di libertà di movimento di capitali e di libera prestazione di servizi, le capacità di attrarre risparmio e operatori sono determinate anche dal grado di complessità delle regole, dal numero delle autorizzazioni necessarie per operare, dal livello di intrusione nelle scelte degli operatori, dal livello dei costi delle Autorità che devono essere finanziati. Non emergono tendenze univoche ma la ricerca di un assetto maggiormente funzionale è comune a tutti i paesi.

In Italia, la delega concessa dal Parlamento al governo nel febbraio del 1996 per la redazione di un Testo unico della finanza non ha consentito di intervenire sulla struttura istituzionale dei controlli, se non marginalmente.

RIQUADRO 3

Le modalità di raccolta di capitale di rischio e di debito

Due specifici interventi normativi sembrano auspicabili. Essi riguardano le modalità di raccolta di capitale di rischio e di debito da parte delle società che fanno appello al pubblico risparmio (e in particolare quotate). Entrambi gli interventi non porrebbero sostanziali problemi di compatibilità con le direttive europee.

Il primo intervento riguarda la modifica della disciplina del diritto d'opzione in caso di aumenti di capitale a pagamento effettuati da società con titoli diffusi ed eventualmente quotate. Il metodo dei diritti rappresenta, sulla base della vigente norma codicistica, il metodo della raccolta di capitale di rischio, dovendo la rinuncia a quel metodo rispondere a un particolare requisito (dimostrare che "l'interesse della società lo esige") e a particolari onerose procedure (relazione degli amministratori contenente i criteri adottati per la determinazione del prezzo, parere del collegio sindacale sul prezzo).

Nel sistema attuale è prassi che le società quotate pongano in essere operazioni di aumento di capitale in opzione agli azionisti a un prezzo di collocamento notevolmente inferiore al prezzo di mercato. Ciò è fatto al fine di indurre una massiccia, e spesso forzata, adesione all'aumento di capitale. Da un lato, infatti, se gli azionisti di minoranza non aderiscono all'aumento di capitale si espongono a una perdita in conto capitale per effetto della diluizione del valore delle loro azioni derivante dal fatto che la società sta emettendo nuove azioni a un prezzo inferiore, mentre, dall'altro lato, spesso non possono negoziare il diritto d'opzione al suo valore effettivo.

Sarebbe opportuno pertanto procedere a una sostanziale equiparazione, compatibile con il disposto delle normative comunitarie, per le società che fanno appello al pubblico risparmio fra l'offerta in opzione e quella con esclusione del diritto d'opzione.

Il secondo intervento riguarda la disciplina dell'emissione di obbligazioni ordinarie o non convertibili da parte di società aperte. La scarsa diffusione delle emissioni di obbligazioni ordinarie (e non) da parte di imprese non-finanziarie (anche quotate) è una delle peculiarità che contraddistinguono il mercato finanziario italiano. È possibile incentivare lo sviluppo del mercato dei titoli obbligazionari non-bancari, e più in generale di imprese non-finanziarie, rimuovendo alcuni vincoli che allo stato attuale gravano sull'emissione di obbligazioni.

Il primo vincolo è rappresentato dal limite quantitativo fissato dal primo comma dell'art. 2410 del c.c., che impedisce alle Spa di emettere obbligazioni per un importo superiore al capitale versato. Questo limite potrebbe essere innalzato fino ad arrivare almeno alla somma del capitale versato più le riserve distribuibili, come attualmente previsto per le sole società quotate.

Il secondo vincolo all'emissione di obbligazioni ordinarie deriva dal fatto che la decisione è rimessa all'assemblea straordinaria, con possibilità di delega agli amministratori (artt. 2365 e 2420 c.c.). La decisione può essere delegata agli amministratori solo se espressamente previsto nell'atto costitutivo o in successive modifiche (art. 2420-ter). Tuttavia, se si assimila la decisione di emettere obbligazioni ordinarie a un atto di ordinaria amministrazione, così come accade per l'accensione di un prestito bancario, si potrebbe pensare di delegare per intero questa materia alla discrezionalità degli amministratori, salvo previsioni diverse rimesse all'autonomia statutaria.

La vigilanza per finalità - secondo la quale, in presenza di una sostanziale omogeneità nei servizi finanziari, gli obiettivi di stabilità e trasparenza sono più facilmente raggiungibili quando le diverse Autorità sono responsabili di uno soltanto di essi e indipendentemente dalla natura dell'intermediario - è stata ribadita ma non è ancora principio informatore dei controlli su tutto il mercato finanziario. La sua effettiva e definitiva adozione richiede un ripensamento generale, così come avvenuto in altri paesi europei, su compiti e ruoli delle diverse istituzioni di controllo.

L'auspicio è che, con l'indirizzo del Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica, questa riflessione prenda avvio.

*DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA
CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO*

La relazione che segue è stata presentata in data 12 aprile 1999, a Milano, dal Presidente della Consob.

Signor Ministro, Signor Sindaco, Autorità, Signore e Signori,

mi è grato confermare la scelta compiuta lo scorso anno dal mio predecessore Tommaso Padoa-Schioppa di presentare a Milano una relazione annuale al mercato. Fu una scelta saggia, da me pienamente condivisa. Nel 1998 l'inizio della tradizione milanese avvenne nella sede illustre di Palazzo Marino. Quest'anno, in Assolombarda, la Commissione vuole segnalare la sua attenzione verso il mondo dell'impresa: non solo quello dell'impresa quotata, ma anche, e di più, quello delle tante piccole e medie imprese che, auspicabilmente, si rivolgeranno al capitale di rischio attraverso la quotazione e che, quando ciò decideranno di fare, troveranno nella Consob piena disponibilità di collaborazione.

La Commissione intende potenziare la sua sede di Milano. Il concorso già bandito per ventitré posti riservati a quella sede è solo un primo passo. Il Sindaco e il Comune di Milano hanno offerto concreto sostegno con la concessione alla Consob del prestigioso immobile di via Broletto. Al Sindaco e al Comune desidero esprimere, a nome della Commissione, un vivo ringraziamento e, con esso, l'impegno a favorire un maggiore inserimento della Consob nella città di Milano e a rendere sempre più stretta la collaborazione con le istituzioni della città e anche con le sue università.

Rivolgo un saluto caloroso al mio predecessore, Tommaso Padoa-Schioppa. Il contributo che la sua presidenza ha arrecato alla Commissione è stato breve nella durata, ma forte e intenso nei risultati. Chi ha avuto il privilegio di succedergli si sorprende per la mole del lavoro svolto: soprattutto, per il contributo di idee alla legislazione e per il puntuale adempimento dei gravosi compiti regolamentari affidati alla Consob dal Testo unico della finanza. A quest'opera ha offerto un contributo prezioso il professor Marco Onado, che è stato commissario sino all'ottobre scorso e che merita la gratitudine della Commissione. Porgo il benvenuto al professor Cavazzuti, che lo ha sostituito. Colgo questa occasione per esprimere, a nome mio e della Commissione un convinto e vivissimo ringraziamento ai dirigenti e al personale tutto della Consob: ai compiti ordinari di vigilanza e di collaborazione con il mercato, che si fanno ogni giorno più pesanti, si è aggiunto l'impegno gravoso di predisposizione dei regolamenti e, oggi, il contributo ai lavori della Commissione di studio per la riforma del diritto societario. Ringrazio l'ingegner Marco Martini per l'opera svolta quando era direttore generale.

Il compito del regolatore in un mercato globale

1. Dalla crisi finanziaria, che nel 1998 ha investito prima l'intera area del Sud-Est asiatico, poi la Russia e che ha provocato effetti di contagio nell'America Latina, si traggono alcune importanti lezioni. Un mercato libero, per offrire i suoi benefici, non può essere privo di regole. La liberalizzazione improvvisa di mercati prima repressi provoca gravi rischi qualora sia assente o

debole l'assetto istituzionale che dovrebbe garantire la stabilità, la trasparenza e la tutela degli investitori: un sano sviluppo finanziario richiede che alla crescita dei mercati si accompagni uno sviluppo delle istituzioni preposte a stabilire le regole necessarie e a farle rispettare. Infine, i problemi riguardano non solo i mercati emergenti, destinatari di ingenti flussi di capitale a breve termine, ma anche i paesi industrializzati, da cui quei flussi originano: se ai primi si può imputare insufficienza di regole prudenziali e mancanza di informazioni e di trasparenza, gli investitori, a caccia di ingenti e facili guadagni, poco si sono preoccupati di valutare i rischi dei loro impieghi.

La comunità internazionale si è accorta, sia pure tardivamente, dei pericoli insiti in un processo di globalizzazione che, per la velocità e l'intensità con cui si manifesta, rende obsoleta un'architettura istituzionale frammentata secondo i confini degli stati-nazione. Nell'ottobre 1998 i Ministri delle Finanze e i Governatori delle banche centrali del G-7 diedero mandato al presidente della Bundesbank di proporre nuove forme di monitoraggio e di vigilanza su scala internazionale. In seguito al rapporto Tietmeyer, il G-7 ha deciso di istituire un *Financial Stability Forum*, presieduto dal Direttore Generale della Bri, a cui parteciperanno anche i rappresentanti delle Autorità di vigilanza.

2. Nel 1998 la Consob ha partecipato attivamente al dibattito internazionale in materia di vigilanza sui mercati mobiliari.

L'internazionalizzazione dei mercati rende ormai praticamente impossibile considerare la regolamentazione e la vigilanza solo in un'ottica nazionale. Il mutuo riconoscimento delle regole è condizione necessaria per consentire agli operatori di essere attivi su scala globale.

Nel 1998 sono stati adottati gli *Iosco Principles*: vi vengono enunciati i criteri a cui deve ispirarsi l'opera di regolazione e di controllo, al fine di consentire una più efficace cooperazione internazionale nell'attività di vigilanza e di sanzione. Il Testo unico del 1998 rappresenta un passo avanti importante nell'adeguamento dell'ordinamento italiano agli standard internazionali, ma non ancora sufficiente per il completo rispetto dei Principi: almeno in alcuni casi, i poteri attribuiti alla Consob non consentono di offrire una efficace cooperazione con le altre Autorità nella repressione dei reati finanziari.

3. Di recente la Commissione Europea ha presentato un documento in cui si propone un quadro di azione per compiere passi ulteriori verso un mercato unico dei servizi finanziari.

Il meccanismo del passaporto europeo, basato sul sistema del riconoscimento reciproco dell'autorizzazione e della vigilanza prudenziale (armonizzate a livello europeo), non basta di per sé a raggiungere l'obiettivo della creazione di un mercato interno completamente integrato. Occorrerebbe infatti una maggiore uniformità, non solo nella regolamentazione, ma anche nell'applicazione delle norme e nelle possibilità di sanzione.

La moneta unica accelererà l'integrazione dei mercati finanziari europei. Non solo aumenteranno le transazioni interfrontaliere; diverrà più difficile individuare la giurisdizione competente per operazioni e soggetti che hanno perso una specifica caratterizzazione nazionale. L'esempio estremo, anche se non di prossima realizzazione, è quello di piattaforme uniche per la negoziazione di titoli emessi in diversi paesi. Questioni simili, si può osservare, si pongono per la vigilanza bancaria. Nel caso delle banche, tuttavia, il Trattato e lo Statuto del Sistema europeo delle banche centrali e della Banca centrale europea offrono la possibilità di progressi futuri nel coordinamento delle funzioni di vigilanza; nell'ambito dell'Eurosistema è già operante un comitato di coordinamento per la vigilanza bancaria. Nel caso del mercato unico dei servizi finanziari, mancano invece sia le istituzioni sia le norme. Le direttive europee, il Fesco, i memorandum di intesa potranno rivelarsi mezzi insufficienti per affrontare i problemi posti dall'integrazione dei mercati finanziari.

Il documento della Commissione Europea considera questo problema, e pone (sia pure incidentalmente) la questione della creazione di un regolatore europeo capace di adottare e di far rispettare regole applicabili uniformemente su tutto il territorio dell'Unione. È questo un suggerimento che va perseguito, per lo meno con riferimento ad alcune categorie di operazioni e di soggetti.

Il Testo unico e i regolamenti della Consob: risultati e prospettive

4. Il decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998, entrato in vigore il successivo 1° luglio, affidava alla Consob l'emanazione di un complesso *corpus* di regolamenti. Contemporaneamente alla data di entrata in vigore del Testo unico, la Consob ha adottato i regolamenti sugli emittenti, sugli intermediari e sui mercati. Con regolamenti successivi e con quello sulla sollecitazione, approvato nei giorni scorsi, si sono completati gli adempimenti assegnati alla Consob.

Nella definizione dei regolamenti, la Commissione ha perseguito obiettivi di flessibilità e di semplificazione. Si è cercato di evitare una precettistica minuziosa, riferita a casi specifici, affidandosi, quando era possibile, all'autonomia degli operatori e all'autoregolamentazione. Rispetto al precedente regime, sono stati eliminati tutti gli obblighi non essenziali per tutelare gli investitori.

La previsione di un nuovo istituto, il cosiddetto documento informativo sull'emittente, che raccoglie tutte le informazioni sugli emittenti sino ad ora contenute negli schemi tipo di prospetto, riduce i controlli preventivi. La sua pubblicazione consente alle società quotate o con titoli diffusi di effettuare, nei dodici mesi successivi, sollecitazioni all'investimento mediante la pubblicazione di una semplice nota integrativa. Per incentivare la pubblicazione del documento informativo, al momento ancora facoltativo, è stata prevista la possibilità di immediato avvio delle campagne pubblicitarie e la riduzione dei termini di inizio dell'offerta.

5. Confidiamo che l'edificio legislativo e regolamentare costruito per il governo della finanza e dei mercati sia solido e che la sua manutenzione possa essere assicurata dall'interpretazione e dalla giurisprudenza che si formerà sulla base delle norme esistenti. Il vero collaudo può solo essere compiuto, giorno dopo giorno, dalla realtà della finanza e dei mercati, in continua evoluzione. Questo collaudo è già in corso: eventi recenti sottopongono le norme a prove di resistenza di portata forse imprevedibile.

Il sentiero che deve percorrere chi è chiamato a definire la normativa regolamentare in materia di economia e di finanza è assai stretto. Una normativa a maglie larghe, per principi, se meglio consente di recepire fattispecie nuove prodotte dall'innovazione finanziaria, rischia di lasciare margini troppo ampi di incertezza interpretativa, e pertanto di discrezionalità al regolatore. D'altro canto, una normativa a maglie strette, con una previsione minuziosa di casi, se offre maggiore certezza, con un incasellamento più agevole delle diverse fattispecie, è soggetta a un più rapido tasso di obsolescenza ed è costretta a inseguire le novelle della finanza per tipizzarle con novelle normative.

Dopo un'adeguata sperimentazione, si potrà manifestare l'opportunità di integrazioni e adattamenti, resi più agevoli quando sia consentito lo strumento regolamentare. Anche in questo caso la Consob intende avvalersi della collaborazione dei soggetti interessati, consultandoli sull'esperienza compiuta con il nuovo corpo normativo.

La riforma del diritto societario

6. Il Testo unico ha portato cambiamenti di grande importanza nel diritto societario italiano: ha in larga misura colmato il divario prima esistente tra diritto dei mercati finanziari e diritto societario; ha disegnato uno statuto assai più preciso e definito per le società con titoli quotati che, pur continuando ad essere regolate, in linea generale, dalle norme che il codice civile detta per le società per azioni, si distinguono da queste per diversi e non marginali aspetti.

Il quadro d'insieme del diritto societario, tuttavia, non è ancora ben equilibrato: moderno e nitido in alcune parti, vecchio e superato in altre, che non sono necessariamente le meno importanti. Alcune delle esigenze di tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza a cui le norme del Testo unico si ispirano sussistono anche per società che, pur non ricorrendo alla quotazione, ricercano capitale di rischio o di credito presso un pubblico indistinto di finanziatori. D'altronde, per le stesse società quotate i limiti della delega legislativa non hanno consentito di dettare tutte le disposizioni che un completo adeguamento agli standard internazionali avrebbe richiesto: basti dire che né la struttura, né il funzionamento, né le competenze dell'organo amministrativo sono stati toccati dalla nuova normativa.

Deriva da ciò la necessità di completare il restauro, per adeguare ai tempi un ordinamento societario rimasto fermo, in alcuni settori, da oltre cinquanta anni e per evitare che ingiustificate

disparità normative ingenerino distorsioni nei comportamenti economici degli operatori e nuocciano alla funzionalità del mercato.

È stata perciò molto opportuna l'istituzione, per iniziativa congiunta dei Ministri del tesoro e di grazia e giustizia, di una commissione di studio incaricata di predisporre una bozza di legge delega per la riforma del diritto delle società non quotate. Ai lavori di questa commissione la Consob dà il proprio convinto contributo.

7. Il compito non è facile. Si tratta di costruire una normativa che sia flessibile ed adatta alle esigenze di crescita e di autonomia delle imprese, e al tempo stesso sufficientemente certa e rigorosa nel garantire gli interessi di chi in quelle imprese investe senza partecipare in prima persona alle scelte imprenditoriali e nel tutelare i creditori, i dipendenti e, più in generale, tutti i terzi che con la società entrano in contatto. L'impianto della vigente legislazione societaria dovrà, quindi, essere rivisto: per eliminare adempimenti inutili o eccessivamente onerosi; per consentire (ad esempio, nella struttura dell'organo amministrativo e nella ripartizione di competenze tra questo e l'assemblea) scelte compatibili con i modelli di altri paesi europei; per ampliare il più possibile l'area dell'autonomia statutaria delle imprese, affinché ognuna possa confezionarsi il vestito giuridico che meglio le si attaglia.

L'area dell'autonomia potrà essere maggiore per le società a ristretta base proprietaria, in cui meno marcato è il distacco tra proprietà e gestione e in cui pertanto i soli interessi che limitano l'autonomia organizzativa dell'imprenditore sono quelli dei terzi, da tutelare con un residuo nucleo di norme inderogabili. Laddove, invece, vi è un più marcato distacco tra un'ampia platea di soci titolari del capitale ed i gestori dell'impresa, il corredo delle norme deve essere più ricco: le esigenze di tutela delle minoranze e del risparmio, non sono infatti circoscritte alle sole imprese operanti sui mercati regolamentati, ma si ritrovano, variamente calibrate, in tutte le società comunque finanziate da capitali raccolti tra un pubblico indistinto di risparmiatori.

In conseguenza, l'accesso al mercato finanziario con sollecitazione del pubblico risparmio dovrebbe essere consentito a chi rispetti regole più stringenti che garantiscano trasparenza e correttezza dei comportamenti a tutela degli investitori; non a chi, per sua scelta, preferisca operare attraverso strutture societarie forse più duttili, ma anche più opache ed a carattere più intimo, quali già sono nell'originaria ispirazione del codice le società a responsabilità limitata.

Norme imperative ed autonomia statutaria non sono espressione di due mondi incompatibili, ma costituiscono ingredienti essenziali di qualsiasi moderna regolazione del fenomeno societario. Le due condizioni indispensabili per realizzare un sistema normativo equilibrato sono la condivisione dei principi essenziali e l'effettività delle regole. Occorre incoraggiare processi di autoregolamentazione già molto avanzati altrove e che da noi solo oggi si avviano, anche grazie a un'iniziativa recentemente assunta dalla Borsa Italiana. Occorre ripensare i modi della giurisdizione commerciale, che risente della generale crisi della giustizia civile italiana e che dovrebbe invece

assicurare maggiore certezza negli esiti e maggiore prevedibilità nei tempi di risoluzione delle vertenze.

I mercati e le imprese

8. Con l'approvazione del Testo unico si è chiusa una stagione del diritto dei mercati mobiliari, avviata all'inizio degli anni novanta con le leggi sulle Sim, sull'*insider trading* e sulle Opa.

Il nesso causale tra sviluppo dei mercati ed evoluzione del quadro normativo non è univoco. Un legislatore lungimirante può disegnare assetti normativi che anticipano l'evoluzione dei mercati. Il mercato può sollecitare l'adozione di regole che riducano i costi delle transazioni.

In Italia, le ricordate modifiche legislative, pur se hanno favorito lo sviluppo della borsa, hanno ridotto solo in parte il divario con le altre principali piazze europee. Alla fine dello scorso decennio la capitalizzazione della borsa di Milano era pari al 20 per cento di quella di Londra e al 60 per cento di quella di Francoforte. Oggi la distanza dalla prima si è ridotta, ma quella dalla seconda è aumentata: alla fine dello scorso anno Milano capitalizzava il 25 per cento di Londra e il 50 per cento di Francoforte. In termini di rapporto fra capitalizzazione e prodotto interno lordo e soprattutto di controvalori scambiati la crescita è stata tuttavia di assoluto rilievo, allineando ormai la borsa di Milano alle altre principali borse europee. Pur nella difficoltà di costruire graduatorie attendibili, Milano appare uno dei principali mercati azionari in Europa per volumi scambiati e il secondo considerando gli scambi su derivati azionari. Tali progressi sono stati conseguiti anche grazie ai continui miglioramenti apportati alla microstruttura del mercato, che risulta attualmente fra i più liquidi, con bassi costi di transazione.

9. Il principale punto di debolezza della nostra borsa rimane il non elevato numero di società quotate, nonostante qualche progresso negli ultimi anni. Una bassa propensione alla quotazione può influenzare negativamente l'innovazione tecnologica e per tale via la crescita dell'economia. Gli investimenti in settori innovativi sono di solito caratterizzati da una combinazione di alto rischio e alti rendimenti: difficilmente, pertanto, trovano finanziamento adeguato attraverso l'indebitamento bancario. Sul mercato dei capitali, per contro, può meglio esprimersi una offerta di capitali per investimenti con quelle caratteristiche. È un fatto che molte imprese appartenenti a settori innovativi si sono sviluppate in Gran Bretagna e negli Stati Uniti, dove i mercati finanziari hanno da sempre svolto un ruolo di maggior rilievo. In Italia il tasso di innovazione tecnologica è basso e continua a prevalere una specializzazione nei settori tradizionali. Le 37 società che si sono quotate tramite offerta pubblica nell'ultimo triennio appartengono per lo più a quei settori; solo cinque di queste possono essere classificate come ad alta tecnologia.

10. Per andare sul mercato, sia nella raccolta di capitale di rischio, sia nell'emissione di debito sotto forma cartolare, le imprese devono aprire i loro libri: essere più trasparenti, offrire informazioni periodiche sulla loro situazione finanziaria e sulle prospettive di crescita. In Italia sia l'ambiente esterno, di cui sono componenti importanti la struttura della fiscalità e le regole dei rapporti di lavoro, sia la cultura delle imprese inducono a considerare con diffidenza quelle esigenze di trasparenza e di informazione. Ne è prova la singolare polarizzazione per dimensioni del sistema delle imprese italiane: un numero assai elevato di imprese piccole, che tali tendono a rimanere; un nucleo solido e abbastanza stabile di grandi imprese; una sparsa popolazione nel mezzo.

La moneta unica europea, con l'eliminazione del rischio di cambio, aumenterà la disponibilità e ridurrà il costo del capitale per chi voglia rivolgersi al mercato; ma non basterà di per sé a rimuovere rapidamente gli ostacoli ambientali e culturali alla transizione verso modelli propri di economie finanziariamente più sviluppate.

L'ambiente può essere migliorato con opportune iniziative. Si è già detto della riforma del diritto societario. Altri suggerimenti si traggono dal rapporto del Comitato per la piazza finanziaria istituito la scorsa estate. Alcune di queste iniziative sono affidate alla volontà del legislatore tributario.

Si pone comunque l'esigenza di migliorare la struttura del mercato, per renderlo più attraente.

11. La capacità del mercato azionario di attrarre quotazioni di imprese medio-piccole si manifesta anche nella possibilità che gli scambi sul mercato avvengano a prezzi che segnalino in maniera accurata il costo del capitale per tali imprese. È noto, tuttavia, che proprio i titoli delle imprese di dimensioni minori sono i meno liquidi e i più volatili: in questo caso, i prezzi forniscono informazioni distorte sul valore effettivo delle società.

Gli interventi sulla struttura del mercato volti a migliorare la liquidità dei titoli sottili sono quindi essenziali per incentivare l'arricchimento del listino. Da questo punto di vista l'introduzione della figura dell'operatore specialista consente un rafforzamento dell'assetto organizzativo degli scambi.

Gli operatori specialisti hanno contribuito a migliorare significativamente la liquidità e i costi di transazione dei titoli sui quali operano: il differenziale denaro-lettera si è ridotto di circa un terzo e la frequenza degli scambi è aumentata di circa il 15 per cento. Tuttavia, il numero di titoli assistiti da specialista è ancora troppo esiguo. Inoltre, gli obblighi operativi dello specialista non sempre riflettono le diverse caratteristiche di dimensione e liquidità dei titoli interessati e a volte gli *spreads* massimi applicabili e gli obblighi minimi di presenza sul mercato sembrano non adeguati a garantire sufficiente liquidità: in troppi casi gli scambi effettuati dagli specialisti rappresentano una quota modesta degli scambi complessivi sui titoli ad essi assegnati.

12. I nostri mercati mobiliari hanno, per retaggio storico, una struttura frammentata di luoghi di contrattazione e di organismi di servizio. Questa frammentazione si contrappone alla forte integrazione che si osserva in altri mercati e può essere causa di debolezza. Per porvi rimedio, si propongono progetti alternativi, di cui si possono comprendere gli intenti, ma di cui ancora non si conoscono i lineamenti di organizzazione e, soprattutto, di struttura proprietaria. In questa incertezza, il Comitato per la piazza finanziaria, che pure era nato con l'obiettivo di assicurare "l'indirizzo strategico, l'impulso e il coordinamento" degli operatori privati, non sempre aveva offerto precise risposte.

Eppure la questione dell'architettura finanziaria dei nostri mercati dovrebbe essere affrontata con urgenza, con una soluzione coerente con il principio dell'indipendenza delle società mercato da singoli azionisti e non subordinata al desiderio che prevalga l'uno o l'altro assetto di controllo. Sarà altrimenti difficile per le nostre società mercato perseguire una pur indispensabile politica di alleanze europee in condizioni di parità.

Gli ulteriori lavori del Comitato per la piazza finanziaria, a conclusione del suo primo anno di vita, dovrebbero fare maggiore affidamento sulla iniziativa dei privati, per renderlo una sede istituzionale d'incontro tra le associazioni di categoria degli intermediari e le società mercato e di dialogo con le Autorità di governo e di vigilanza.

L'evoluzione del controllo delle società quotate

13. Fra il 1996 e il 1998 la diffusione della proprietà azionaria delle imprese quotate è aumentata in misura significativa: il peso del flottante sulla capitalizzazione di borsa è passato dal 39 al 56 per cento. Tale dinamica è da attribuire soprattutto al processo di privatizzazione di grandi società. Poco è invece mutato nella struttura azionaria delle società medio-piccole, che resta molto concentrata e poco contendibile: quasi i tre quarti delle società quotate, pari a circa metà della capitalizzazione di borsa, sono controllate di diritto o di fatto da un singolo azionista. Inoltre, permane elevata la separazione fra diritti di controllo e diritti patrimoniali, realizzata attraverso il mantenimento di strutture piramidali di gruppo. L'attuale assetto regolamentare impedisce la quotazione di holding finanziarie le cui principali attività siano costituite da partecipazioni in società già quotate. La norma regolamentare della Borsa Italiana può tuttavia essere elusa quando le holding nascono per effetto di operazioni di scorporo o scissione, volte a rendere ancora più articolata la struttura societaria dei gruppi quotati.

Nel 1998, grazie ad alcune significative operazioni di semplificazione di assetti societari, il peso sulla capitalizzazione di borsa dei primi cinque gruppi quotati è sceso dal 57 al 53 per cento e il numero di società quotate che ne fanno parte da 28 a 15. Il peso delle operazioni infragruppo sui risultati economici e finanziari delle società quotate rimane tuttavia significativo.

La elevata concentrazione degli assetti di controllo delle società private e di quelle a partecipazione statale spiega la virtuale assenza di offerte ostili nella nostra borsa sino al 1998: fra il 1992 e il 1998 i casi di acquisizioni non concordate sono stati solo tre. Sono stati più frequenti i passaggi fuori mercato di blocchi di controllo, che hanno interessato nei sei anni un numero di società corrispondenti a circa il 14 per cento della capitalizzazione di borsa.

Questo scenario pacifico, di assenza di contese per mancanza di contendibilità, è all'improvviso mutato. È stato, questo, un effetto forse non previsto, certo non secondario del processo di privatizzazione.

Le società privatizzate contribuiscono oggi per quasi la metà alla capitalizzazione del Mib30, e quindi per circa il 35 per cento a quella del listino. Pur se il disegno degli assetti di controllo si è espresso in forme variegata e non sempre coerenti, ne è risultato un grado di concentrazione proprietaria particolarmente basso: nelle imprese privatizzate i principali tre azionisti detengono una quota del capitale sociale mediamente pari a circa il 26 per cento a fronte di quasi il 57 per cento per l'insieme delle società quotate. Tutte le società coinvolte in queste settimane da progetti di acquisizione erano sei anni fa sotto il controllo diretto o indiretto dello Stato. I bassi tassi d'interesse e la crescente possibilità di approvvigionamento sul mercato internazionale dei capitali favoriscono quei progetti.

14. Le norme legislative e regolamentari che regolano le offerte pubbliche sono state immediatamente sottoposte ad una prova di carico di imprevedibile pesantezza, che non era stata prevista neppure dagli esperti consultati nella fase di redazione dei regolamenti.

Questo è un caso in cui ci si trova a misurare i vantaggi e gli svantaggi di una normazione a maglie larghe, come è tendenzialmente quella in vigore, che preferisce stabilire principi piuttosto che dettagliati precetti. L'applicazione della legge e del regolamento ha posto in effetti problemi interpretativi non facili.

In via generale, il regolatore deve cercare di contemperare due interessi, entrambi meritevoli di tutela: quello dell'offerente e quello della società oggetto dell'offerta ostile. Da un lato, una moderna legislazione deve consentire la contendibilità degli assetti proprietari, senza frapporti ostacoli, poiché il trasferimento del controllo è espressione dinamica di concorrenza e pertanto condizione per la produzione di valore per gli azionisti. L'unico intervento pubblico richiesto consiste nel vigilare sulla trasparenza dell'operazione e sulla correttezza dei comportamenti. D'altra parte, si deve tutelare l'interesse della società obiettivo della scalata a non essere costretta entro i confini della regola di passività per un periodo troppo lungo, o addirittura indefinito, mentre la società offerente ha piena libertà di azione.

In concreto, ci si è chiesto se l'applicazione alla società oggetto dell'offerta della regola che prescrive maggioranze qualificate per le operazioni sul capitale debba decorrere dal momento in

cui colui che intende promuovere l'offerta pubblica abbia comunicato gli elementi essenziali e le finalità dell'operazione o piuttosto dalla data di presentazione del documento di offerta. Vi è un argomento di sostanza a favore della prima soluzione. A norma di regolamento, l'intenzione di offerta deve essere comunicata "senza indugio". Tuttavia, prima che tale progetto si inveri nel documento di offerta approvato dalla Consob, devono essere ottenute le prescritte autorizzazioni e, nel caso di offerte di scambio, devono essere deliberati dalle assemblee societarie gli aumenti di capitale a servizio dell'offerta. Ove la comunicazione non segnasse l'inizio della regola di passività, la società che è obiettivo di un'offerta non concordata avrebbe ampia libertà di apprestare le proprie difese. L'esigenza di contendibilità ne risulterebbe fortemente indebolita. D'altra parte, se si accoglie questo argomento, i legittimi interessi della società che si difende devono essere tutelati con l'indicazione di un limite temporale, abbastanza ristretto, entro il quale alla comunicazione deve seguire la presentazione del documento di offerta corredato dalla prescritta documentazione. Nel silenzio delle norme, in via interpretativa tale indicazione può essere ricompresa entro gli elementi essenziali dell'offerta che la prima comunicazione deve contenere, affidando all'organo di controllo una valutazione della congruità del termine per la presentazione del prospetto. In alternativa - e potrà essere motivo di riflessione - si può introdurre una esplicita previsione regolamentare, come in altri ordinamenti europei.

Le acquisizioni con offerta pubblica costituiscono frequentemente occasione di abuso di informazioni privilegiate. In questo contesto, l'immediata divulgazione al pubblico dell'esistenza di un progetto di acquisizione riduce i rischi di abuso; d'altro canto, non può trascurarsi che l'esito di un progetto può essere pregiudicato se di esso si dà notizia prima che ne sia stata pienamente accertata la praticabilità. L'esigenza di riservatezza è riconosciuta anche in altre legislazioni, ma a condizione che gli esponenti aziendali si astengano dall'acquistare o vendere il titolo. Tale soluzione troverebbe certo più attenta considerazione, se si potesse essere convinti che il rispetto del mercato e delle sue regole rappresenta un'esigenza diffusamente condivisa, prima ancora che imposta dalla norma.

La vigilanza e i poteri della Consob

15. Molto si chiede al regolatore. Ma non sempre il regolatore può dare quello che gli viene richiesto, o perché non è suo compito, o perché non gli è consentito dalla legislazione.

Sovente il risparmiatore pretende che le regole siano tali da garantire ai suoi investimenti rendimenti alti e certi. Non è possibile soddisfare questa pretesa. Non vi è regola formale che possa modificare la relazione che associa di norma a un rendimento più alto un rischio più elevato; né vi è regola formale che possa garantire al risparmiatore oculatezza nella scelta del gestore del suo patrimonio. Il compito del regolatore consiste nel proteggere il risparmiatore dalle false promesse, da comportamenti scorretti o addirittura fraudolenti di chi sollecita l'investimento e dal mancato rispetto delle regole da parte degli intermediari.

I controlli nei confronti dei soggetti autorizzati sempre più sono rivolti all'accertamento del grado di affidabilità e di efficacia del loro assetto organizzativo e procedurale, al fine di individuare le cause che favoriscono i comportamenti irregolari. Come mettono in evidenza le verifiche compiute, il ricorso crescente a strumenti finanziari derivati pone problemi sia di adeguatezza degli assetti organizzativi e dei sistemi di controllo interno sia di correttezza e trasparenza dei rapporti con la clientela. Tali problemi sono emersi in tutti i casi in cui la Consob è intervenuta per prevenire o gestire crisi di Società di intermediazione mobiliare.

Il settore dei promotori impegna fortemente l'Istituto non solo sotto il profilo sanzionatorio, ma anche sotto quello degli adempimenti amministrativi connessi alla tenuta dell'albo. Essendo ormai pienamente definita la normativa regolamentare di riferimento, si auspica che l'organismo rappresentativo degli operatori previsto dal Testo unico sia rapidamente costituito, cominci a collaborare con la Consob e possa assumere in futuro un vero e proprio ruolo di autoregolamentazione.

16. Una parte rilevante dell'attività dell'Istituto è rivolta all'esame dei quesiti che pervengono numerosi dagli operatori. Quando si tratti di materie di sua competenza istituzionale, la Consob risponde: quelle risposte, anche se non possono produrre effetti vincolanti per le parti interessate, servono a fornire indirizzi interpretativi e applicativi di norme e contribuiscono a rendere omogenei i comportamenti degli operatori. Non può tuttavia la Consob esercitare questa attività nel caso di norme la cui applicazione è sottratta alle sue competenze e alle sue valutazioni o la cui interpretazione possa dar luogo a controversie che sono di competenza esclusiva del giudice ordinario.

Il nostro Paese non è ancora abituato ai contrasti di interesse che si manifestano nelle grandi contese finanziarie. In un mercato maturo non si richiedono al regolatore quotidiane indicazioni di comportamento.

17. In numerosi casi l'efficacia dell'intervento della Consob in materie che sono, o dovrebbero essere, di sua competenza trova limiti nella legislazione vigente.

In via di principio, le competenze di vigilanza sono distinte per finalità e non per soggetti: il Testo unico affida alla Consob la vigilanza su "la trasparenza e la correttezza dei comportamenti". Nella realtà, lo stesso Testo unico restringe notevolmente il perimetro entro cui si esercitano i controlli di trasparenza. Considerando i flussi di attività finanziarie delle famiglie nel 1997, quei controlli avrebbero dovuto esercitarsi su oltre 310 mila miliardi di emissioni lorde: di fatto, quando si sottraggano le obbligazioni bancarie non quotate e tutti i prodotti assicurativi di natura prevalentemente finanziaria, essi hanno riguardato poco più della metà di quel flusso.

Merita particolare menzione il caso delle obbligazioni strutturate, che configurano, in via generale, un “pacchetto” di strumenti finanziari, molti dei quali derivati, con un profilo rischio-rendimento difficilmente valutabile da un investitore privo della necessaria esperienza tecnica. Per tale motivo, la Consob in sede di controllo del prospetto di quotazione ha iniziato a richiedere agli emittenti una più puntuale rappresentazione dei profili di rischio. Nel 1997 e nel 1998 sono state quotate obbligazioni strutturate per 19 mila miliardi, pari al 28 per cento del totale delle obbligazioni quotate nel periodo; esse sono state collocate il più delle volte attraverso gli sportelli delle banche e, ove non ne sia stata contestualmente richiesta l'ammissione a quotazione, in assenza di ogni controllo sulla sollecitazione. Un calcolo del prezzo corretto di tali obbligazioni implica una valutazione del prezzo teorico dello strumento derivato incorporato; analisi compiute dalla Consob hanno rilevato casi frequenti di disallineamento fra i valori teorici, che tengono conto dei rischi impliciti nello strumento, e i valori di mercato.

Spesso le banche fissano i prezzi di acquisto e vendita delle obbligazioni di propria emissione sulla base di procedure amministrative poco reattive ai principali parametri di mercato che influenzano il valore dei titoli e ai flussi di domanda e offerta che provengono dalla clientela attraverso la rete degli sportelli.

La comunicazione Consob sugli scambi organizzati imporrà alle banche un più elevato grado di trasparenza nelle negoziazioni con la clientela che avvengono allo sportello. Resta ancora un problema di efficienza nel meccanismo di formazione dei prezzi, a motivo della segmentazione del mercato, del potere di monopolio di ogni banca nella negoziazione dei titoli di propria emissione e della rigidità dei sistemi di fissazione dei prezzi in acquisto e vendita. Questo problema può essere risolto in maniera efficace solo richiedendo la quotazione delle obbligazioni bancarie sul mercato ufficiale di borsa, al momento del loro collocamento.

18. I poteri sanzionatori e inibitori della Consob sono sovente modesti.

Nei casi di *insider trading*, di aggio su strumenti finanziari, di esercizio abusivo di servizi di investimento, la Consob invia le risultanze delle sue indagini alla Magistratura per l'esercizio dell'azione penale. Dal 1991 ad oggi la Consob ha trasmesso all'Autorità Giudiziaria 58 relazioni motivate (di cui 21 nel 1998) per abuso di informazione privilegiata e per manipolazione: ad oggi, di queste, 37 sono nella fase istruttoria, 11 sono state archiviate (alcune per decorrenza del termine di prescrizione), 2 hanno dato luogo a sentenze di condanna e 2 a sentenze di patteggiamento, con sanzioni pecuniarie affatto modeste. È difficile intravedere, in questo bilancio, un'efficacia dissuasiva della norma. Il legislatore, inoltre, non ha dotato la Consob di strumenti previsti in altri ordinamenti.

I reati di abuso di informazione privilegiata e di aggio si riferiscono ad atti già avvenuti e a fatti già compiuti. Nel caso di esercizio abusivo, in pendenza della segnalazione all'Autorità Giudiziaria e dell'inizio degli accertamenti da parte di quest'ultima, il reato può continuare, con

perdurante pregiudizio per i risparmiatori. Per impedire che ciò avvenga, la Consob si affida ad una collaborazione attiva con le procure. Il problema acquisterà rilevanza crescente con l'aumento del numero di siti Internet da cui si rivolgono offerte di gestione del risparmio. Si pongono in materia questioni complesse di giurisdizione, quando i siti si trovino al di fuori del territorio nazionale; ma si manifesta anche l'esigenza di adeguare la legislazione e le istituzioni, che non hanno tenuto il passo con l'innovazione tecnologica e finanziaria.

Sarebbe opportuno affiancare sanzioni amministrative immediate alle sanzioni penali, come avviene in altri ordinamenti. A tal fine, occorrono modifiche della legislazione.

Le sanzioni amministrative previste per comportamenti scorretti degli intermediari e degli emittenti sono proposte dalla Consob al Ministero del tesoro.

Quando la Consob propone sanzioni, senza poterle direttamente disporre, non è possibile dare pubblica notizia della proposta, con menzione della fattispecie e del soggetto sanzionabile. Questo rappresenta un notevole limite. Mentre la Consob trasmette la sua proposta al Ministero del tesoro, quei comportamenti, non interrotti né immediatamente censurati, avranno prodotto i loro effetti. L'efficacia della sanzione dovrebbe piuttosto rinvenirsi nella sua tempestiva pubblicità, che infligge un costo di reputazione assai superiore a quello dei modesti importi pecuniari (da 1 a 200 milioni) previsti dalla legge. La Commissione chiederà al Ministero del tesoro di concordare una procedura più rapida di irrogazione e di pubblicità della sanzione, come avviene in altri ordinamenti.

La Consob Autorità indipendente

19. Nel settore finanziario, tradizionalmente sottoposto ad una pervasiva attività di regolamentazione e di vigilanza, gli interventi legislativi hanno prodotto una struttura istituzionale non omogenea, a volte costosa, non sempre efficace. In molti paesi la vigilanza sul settore finanziario è soggetta ad un ripensamento, anche radicale, da parte del legislatore e dell'esecutivo, nel convincimento che, in presenza di libertà di movimento dei capitali e di libera prestazione dei servizi, le capacità competitive di un sistema dipendono anche dal grado di complessità delle regole e dal numero delle autorizzazioni che gli operatori devono ottenere. Pur se non emergono tendenze univoche, la ricerca di un assetto maggiormente funzionale e meno pervasivo è comune a tutti i paesi.

In Italia, la delega concessa dal Parlamento al governo nel febbraio del 1996 per la redazione di un Testo unico della finanza ha consentito di intervenire sulla struttura istituzionale dei controlli solo marginalmente. La vigilanza per finalità, che attribuisce responsabilità distinte per gli obiettivi di stabilità e trasparenza ad Autorità diverse, indipendentemente dalla natura dell'intermediario, pur se ribadita, non trova ancora completa e coerente applicazione. A tal fine si richiederebbe un ripensamento su compiti e ruoli delle diverse istituzioni di controllo e, forse, un parziale accorpamento delle Autorità esistenti e una redistribuzione dei loro compiti.

20. Si è recentemente aperto un dibattito sul ruolo delle Autorità indipendenti. Il Parlamento, attraverso l'indagine conoscitiva avviata dalla Commissione Affari Costituzionali della Camera dei Deputati, intende opportunamente valutare la coerenza di norme succedutesi nel tempo, anche ad intervalli considerevoli, al di fuori di un disegno unitario sui compiti e le responsabilità degli organi di vigilanza e regolazione. In questo riesame converrà operare una distinzione fra la posizione di Autorità più propriamente amministrative, a cui sono demandati compiti che prima erano di competenza dell'esecutivo, e quella delle Autorità di vigilanza e di garanzia.

Nel dibattito che si è aperto sulle Autorità indipendenti si è posta come questione centrale, non solo in Italia, ma anche in altri paesi e in Europa in occasione dell'unificazione monetaria, la possibilità di coniugare indipendenza e responsabilità, intesa come necessità di rendere conto del proprio operato. La Consob ha un rapporto istituzionale con il Ministro del tesoro e, attraverso il Ministro, con il Parlamento; è continuamente sottoposta, e si sottopone, al vaglio del mercato; i suoi provvedimenti sono impugnabili davanti alla Magistratura.

L'ordinamento attribuisce alla Consob "piena autonomia nei limiti stabiliti dalla legge". Questa autonomia è necessaria, come disse lo scorso anno il presidente Padoa-Schioppa, "affinché l'interesse pubblico sia perseguito senza interferenze di interessi particolari, siano essi politici o economici": la Commissione ha sempre curato di farne buon uso. All'indipendenza garantita nel processo di decisione non corrisponde tuttavia, per la Consob, diversamente da quanto è stato successivamente deciso per altre Autorità, un pari grado di autonomia nella definizione della propria organizzazione interna, anche per quanto riguarda gli accessi e l'ordinamento delle carriere, essendo fra l'altro i suoi regolamenti sottoposti al visto di esecutività della Presidenza del Consiglio. È, questo, un ostacolo non piccolo all'efficienza e all'agilità di un organismo che deve confrontarsi continuamente con il mercato e le cui incombenze aumentano quotidianamente.

* * *

Signor Ministro, Signore, Signori,

la ricerca teorica ed empirica ha mostrato che esiste una stretta relazione fra sviluppo economico e sviluppo finanziario di un paese. L'impresa deve competere, deve crescere, deve innovare. L'impresa è profitto, ma è anche rischio: nel mercato globale le rendite di posizione sono di breve durata. Per competere, per crescere, per innovare, l'impresa deve poter trovare agevolmente investitori che, direttamente o indirettamente, ne condividano il rischio e il profitto. In un sistema finanziario sviluppato, un mercato liquido e profondo seleziona le combinazioni efficienti fra rischio e rendimento; un insieme articolato di intermediari offre servizi specializzati e produce strumenti di copertura che consentono la trasformazione dei rischi; le istituzioni di

regolazione e di vigilanza garantiscono il risparmiatore dall'opacità, dall'abuso, dal raggio. Quel sistema riduce il costo del capitale e consente una buona allocazione del risparmio: per questa ragione favorisce la crescita dell'economia reale.

L'Italia ebbe in passato una fase di forte crescita dell'economia reale, non accompagnata tuttavia da un pari sviluppo del settore finanziario e dei mercati finanziari. Quella fase è finita. Il modello, molto casalingo, che la ispirava ha dato sì molto, ma difficilmente può dare di più. In un mondo che è tanto cambiato, e così rapidamente, il ritardo nell'adeguamento della nostra infrastruttura finanziaria non è forse estraneo al rallentamento della nostra crescita reale, anche relativamente agli altri paesi industrializzati, che constatiamo dall'inizio del decennio. Si sono fatti notevoli progressi negli ultimi anni, ma vi è ancora molta strada da compiere perché il sistema finanziario italiano sia in grado di offrire, a chi domanda e a chi offre capitali, la stessa quantità e qualità di servizi che sistemi più evoluti sono in grado di provvedere: se la quantità e la qualità sono inferiori, chi offre capitali si rivolgerà altrove e chi li domanda dovrà sopportare costi più alti.

I vincoli che costrinsero in passato il nostro sistema finanziario entro limiti angusti e ne impedirono lo sviluppo sono venuti meno: la lira non deve più essere difesa; non vi è più l'ansia di finanziare disavanzi pubblici fuori misura e di scongiurare immanenti crisi del debito. Nel mercato unico europeo soffia un salutare vento di concorrenza che rende obsoleti antichi espedienti di protezione. L'ammodernamento del sistema è ora responsabilità solo nostra, senza che circostanze esterne possano più offrire pretesti per ulteriori ritardi.

Decideranno gli intermediari quali mosse essi devono intraprendere per mettersi al passo nel rispetto delle regole di stabilità. Toccherà al Governo e al Parlamento individuare e rimuovere i residui ostacoli legislativi e amministrativi. Per parte sua, il regolatore, la Consob, deve comprendere il mercato e assecondarne l'evoluzione, adeguando con flessibilità gli istituti. Ma deve anche essere rigoroso quando si tratti di garantire la protezione del risparmiatore e quindi di assicurare completa trasparenza e piena parità di trattamento nell'informazione. Tanto più queste due esigenze possono armonicamente conciliarsi, quanto più venga da tutti condivisa una cultura in cui il mercato è concepito come bene pubblico, che ha la funzione di trasmettere segnali significativi all'economia, e non come arena ove si possono compiere oscure scorriere. Affinché il regolatore possa, come deve, essere amico del mercato, occorre che il mercato, attraverso chi vi partecipa, sia amico di se stesso.

PARTE SECONDA

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

Questa parte del volume raccoglie dati e analisi sull'attività svolta dall'Istituto e sull'evoluzione del quadro di riferimento. Tale sezione costituisce il supporto alla relazione presentata al Ministro del tesoro, ai sensi di quanto disposto dall'art. 1/1, comma 13, della legge 7 giugno 1974, n. 216, e al discorso del Presidente dell'Istituto nell'incontro con il mercato tenutosi il 12 aprile 1999.

I. L'ATTUAZIONE DEL TESTO UNICO DELLE DISPOSIZIONI IN MATERIA DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA

Gli obiettivi dell'attività regolamentare

Nel corso del 1998 la Commissione ha dato attuazione alle deleghe normative previste dal Testo unico, con la sola eccezione della disciplina relativa alla sollecitazione all'investimento. Tale attività ha comportato la revisione di tutti i regolamenti previgenti e, in parte minore, l'emanazione di norme su materie che precedentemente non rientravano nell'area di intervento dell'Istituto; può conseguentemente affermarsi che si è trattato del compito che nel corso dell'anno ha maggiormente impegnato gli uffici e la Commissione.

Nella redazione dei regolamenti, l'Istituto si è ispirato a criteri guida analoghi a quelli seguiti dal legislatore del Testo unico: flessibilità della normativa, sua leggibilità, nei limiti consentiti dal grado di tecnicismo delle materie, semplificazione degli adempimenti.

Il primo obiettivo ha condotto a redigere una normativa che ha tendenzialmente evitato i precetti minuziosi e mantenuto una struttura non casuistica, in modo da non richiedere modifiche regolamentari in occasione di ogni innovazione degli strumenti o delle tecniche del mercato finanziario. La scelta compiuta lascia spazio sia all'autonomia privata sia a ipotesi di autoregolamentazione. La leggibilità è stata perseguita anche tramite l'unificazione (già realizzata o in fase di completamento) delle norme in tre regolamenti, corrispondenti alle relative parti del Testo unico: emittenti, intermediari, mercati. L'obiettivo della semplificazione ha condotto a un esame critico di tutti gli adempimenti preliminari al compimento di atti o di operazioni e alla non riconferma di regole su cui l'esperienza concreta aveva dato un giudizio di inutilità per la tutela degli investitori e la trasparenza del mercato.

Con riferimento ai tempi di emanazione dei regolamenti, la Commissione ha ritenuto di non attendere la scadenza del periodo di sei mesi indicato dalla legge e di adottare a decorrere dal 1° luglio 1998, data di entrata in vigore del Testo unico, le norme senza le quali non sarebbero state operative alcune delle novità più rilevanti realizzate con la nuova legge o si sarebbero determinati vuoti normativi.

Per tali ragioni, in accordo con la Banca d'Italia, sono state da subito emanate le norme sugli intermediari, che hanno reso operativa la ripartizione di competenze in materia di gestione collettiva del risparmio, e quelle sulla liquidazione delle insolvenze di mercato, sulle offerte pubbliche di acquisto e scambio, sulle deleghe di voto e sull'informazione societaria.

Nei sei mesi successivi sono state esercitate le altre deleghe regolamentari in materia di partecipazioni rilevanti, trasparenza dei patti parasociali, gestione accentrata di strumenti finanziari e loro dematerializzazione, attuative anche del D.Lgs. 24 giugno 1998, n. 213, e promotori

finanziari. Sarà infine a breve emanata la nuova disciplina della sollecitazione all'investimento e il nuovo testo integrato del regolamento emittenti.

Nella redazione dei regolamenti, la Commissione ha seguito un metodo innovativo, coerente con la prassi dei mercati più evoluti, fondato sulla trasparenza delle scelte e il coinvolgimento degli operatori sugli schemi regolamentari. Si è svolta, infatti, un'ampia discussione che ha coinvolto le associazioni di categoria e un campione di operatori, scelto di volta in volta secondo criteri di rappresentanza di situazioni e interessi diversi, i quali hanno formulato osservazioni per iscritto e partecipato a incontri con gli uffici.

I contributi forniti hanno consentito alla Commissione di disporre del punto di vista di chi è chiamato a utilizzare le norme e, conseguentemente, di realizzare una più ampia condivisione degli obiettivi della regolamentazione fra l'Istituto, gli operatori professionali e gli investitori.

La disciplina degli emittenti

La disciplina degli emittenti è contenuta nel regolamento, adottato con delibera 11520 del 1° luglio 1998, riguardante le offerte pubbliche di acquisto e scambio, l'informazione societaria, l'esclusione su richiesta dalle negoziazioni, le deleghe di voto e il voto per corrispondenza, e nel regolamento sulle partecipazioni rilevanti e i patti parasociali, adottato con delibera 11715 del 24 novembre 1998.

Nell'elaborazione della normativa sugli emittenti l'Istituto si è ispirato ad alcuni principi. Il primo principio è stato quello di una maggiore responsabilizzazione degli operatori con riguardo al corretto svolgimento delle operazioni e all'informazione da fornire al mercato. Ciò ha condotto, tra l'altro, a non riconfermare le minuziose regole esistenti nelle previgenti normative sulle procedure di offerta pubblica di acquisto, scambio, vendita o sottoscrizione, lasciando maggiore spazio alla continua evoluzione delle tecniche di mercato.

Il secondo principio è stato l'alleggerimento degli oneri regolamentari gravanti sugli operatori; non è più richiesta, tra l'altro, agli emittenti quotati la trasmissione del progetto di bilancio prima della sua disponibilità per il pubblico; sono stati contenuti i tempi di invio preventivo della documentazione concernente operazioni straordinarie; è stato inoltre evitato, in materia di partecipazioni rilevanti e patti parasociali, per i quali il livello di trasparenza richiesto è uno dei più alti d'Europa, l'aggravio in sede regolamentare di normative già particolarmente onerose in base alla legge.

Il terzo principio è stato quello di consentire agli operatori la libertà di scelta dei mezzi di comunicazione da usare per adempiere agli obblighi di trasparenza: tra l'altro, è stato sempre previsto, salvi i vincoli imposti dalla legge, che gli avvisi stampa siano sostituibili da modalità diverse, ugualmente idonee ad assicurare la conoscibilità delle informazioni. Per favorire la

circolazione delle informazioni sul mercato è stato inoltre attribuito un apposito ruolo ai depositari degli strumenti finanziari dematerializzati, come nel caso di offerte pubbliche o deleghe di voto.

Relativamente alla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio, è previsto che la comunicazione dell'intenzione di procedervi, contenente gli elementi essenziali dell'operazione, sia data senza indugio al mercato, all'emittente e alla Consob. Inoltre il regolamento che stabilisce il termine entro il quale la Consob può formulare richieste di integrazione al documento d'offerta decorre soltanto dalla consegna della bozza di tale documento, della scheda di adesione e della documentazione concernente la garanzia e l'avvenuto rilascio delle necessarie autorizzazioni. Le regole di trasparenza e correttezza a cui i soggetti interessati devono adeguarsi impongono, fra l'altro, che le dichiarazioni inerenti all'offerta e all'emittente vengano effettuate solo tramite comunicati, siano ispirate ai principi di chiarezza e completezza e diffuse in modo da garantirne la conoscibilità da parte di tutti i destinatari. Scopo di tale prescrizione è quello di mettere in grado il mercato di avere certezze sulla fonte e sul contenuto di ogni dichiarazione riportata dai mezzi di informazione.

In materia di Opa obbligatoria, la delegificazione operata con il Testo unico è stata minore rispetto ad altri istituti, in ragione della rilevante incidenza sull'autonomia privata degli obblighi previsti. La disciplina regolamentare adottata dalla Consob ha riguardato principalmente l'individuazione dei casi in cui ricorre la fattispecie dell'Opa a cascata e in cui l'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto consegue a incrementi delle partecipazioni detenute, delle esenzioni, nonché dei criteri per la fissazione del prezzo in caso di Opa residuale.

Una delle aree della disciplina delle Opa è rappresentata dalla definizione degli strumenti di difesa a disposizione del *management* della società oggetto di scalata; da un confronto internazionale, limitato a Francia e Regno Unito, si evince che le scelte operate dal legislatore italiano non configurano margini di discrezionalità in capo all'organo di controllo superiori a quelli previsti negli ordinamenti di quei due paesi (Riquadro 1).

Quanto agli obblighi di informazione continua, il regolamento ha individuato i principi che le società quotate e gli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico devono seguire nell'informare il mercato sugli eventi idonei a influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari: tempestività, completezza, correttezza, ampia e omogenea diffusione delle informazioni.

Con riguardo all'informazione periodica, oltre ai bilanci d'esercizio, ai bilanci consolidati e alle relazioni semestrali che l'emittente è già tenuto a fornire, le disposizioni Consob hanno introdotto, a partire dall'anno 2000 e per le sole società con azioni quotate in borsa, un obbligo di rendicontazione trimestrale. L'esigenza di disporre di dati contabili con frequenza maggiore di quella stabilita dalle attuali norme di legge è strettamente connessa a quella di rendere disponibili tali dati in tempi ristretti, così da integrare l'attuale flusso di informazione continua, predisposta dagli emittenti in ottemperanza alle disposizioni del Testo unico volte a prevenire fenomeni di abuso di informazioni privilegiate.

**Strumenti di difesa nelle acquisizioni e discrezionalità degli organi di controllo:
il caso della Francia e del Regno Unito**

La Tavola illustra gli elementi principali della regolamentazione in materia di strumenti di difesa (*passivity rule*) nei paesi esaminati. La disciplina è sostanzialmente analoga nei suoi elementi fondamentali. La differenza principale fra l'Italia, da un lato, e la Francia e il Regno Unito, dall'altro, risiede nei maggiori poteri discrezionali assegnati alla Cob e al *Takeover Panel* nel decidere caso per caso sull'ammissibilità di singole misure difensive assunte senza il consenso dall'assemblea, negando o concedendo specifiche autorizzazioni.

DISCIPLINA DELLA PASSIVITY RULE IN ALCUNI PAESI

	ITALIA	FRANCIA	REGNO UNITO
AZIONI DI DIFESA ESPLICITAMENTE PROIBITE	TUTTE	AUMENTI DI CAPITALE ALTRE SOGGETTE ALLO SCRUTINIO COB	TUTTE
CASI DI DEROGA	APPROVAZIONE ASSEMBLEARE	APPROVAZIONE ASSEMBLEARE PER GLI AUMENTI DI CAPITALE APPROVAZIONE COB PER ALTRE OPERAZIONI	APPROVAZIONE ASSEMBLEARE APPROVAZIONE DEL <i>PANEL</i> PER CASI PARTICOLARI O DUBBI
DATA PER L'APPLICAZIONE DELLA <i>PASSIVITY RULE</i>	DATA DELLA PRIMA COMUNICAZIONE AL MERCATO	DATA DI DEPOSITO DEL <i>PROJET</i> <i>D'OFFRE</i>	DATA DI COMUNICAZIONE DELLA " <i>FIRM INTENTION</i> " O EVENTUALE DATA ANTERIORE IN CUI LA SOCIETÀ BERSAGLIO RITIENE CHE UN'OFFERTA SIA IMMINENTE

Nel caso della Francia, gli elementi principali della *passivity rule* sono contenuti nelle disposizioni generali del diritto societario e fanno riferimento al caso esclusivo degli aumenti di capitale da parte della società oggetto di Opa. In particolare, l'art. 14 della legge 89-531 stabilisce che la delega ad aumentare il capitale sociale da parte dell'assemblea agli amministratori è sospesa nel periodo di offerta pubblica di acquisto o scambio sui titoli della società. La delega è esercitabile solo nel caso in cui l'assemblea abbia esplicitamente autorizzato l'aumento di capitale anche in corso di offerta, e a condizione che essa sia stata conferita prima dell'offerta medesima e abbia durata non superiore a un anno.

Ulteriori elementi relativi alla *passivity rule* si ritrovano nella regolamentazione secondaria della Cob relativa alla trasparenza e all'informativa al pubblico in caso di Opa.

RIQUADRO I

Il secondo comma dell'art. 3 del regolamento Cob sull'Opa (*règlement* n. 89-03) stabilisce che, se durante il periodo d'offerta gli amministratori delle società coinvolte nell'operazione decidono di porre in essere atti diversi dall'ordinaria amministrazione (fatto salvo il citato divieto di cui all'art. 14 della legge 89-531), essi devono darne preventiva comunicazione alla Cob, affinché questa possa valutare la necessità di diffondere tale informazione al pubblico e, eventualmente, esprimere la propria valutazione sull'operazione. La Cob si riserva quindi ampi poteri discrezionali nel valutare caso per caso le singole operazioni di finanza straordinaria che le società pongono in essere in corso d'Opa. Ancorché non vi sia un esplicito divieto di porre in essere tali operazioni, il terzo comma dell'art. 3 del regolamento 89-03 stabilisce il principio generale che la competizione che nasce dal lancio di un'Opa deve basarsi sulla libertà di effettuare offerte concorrenti e rilanci. Sulla base di questo principio, la dottrina ha desunto uno scarso favore da parte della Cob nei confronti di azioni di difesa diverse da contro-offerte.

Il progetto d'offerta rappresenta il primo comunicato che viene diffuso al mercato, e, quindi, contiene gli elementi essenziali dell'offerta. Esso è poi sottoposto al vaglio del Cmf (Conseil des Marchés Financiers) che esprime un parere (entro cinque giorni di borsa aperta dalla data di pubblicazione dell'avviso di deposito) sulla sua "accogliabilità". In questo caso il potere discrezionale del Cmf nel giudicare un progetto d'offerta "accoglibile" è molto ampio. L'art. 5-1-9 del regolamento generale del Cmf stabilisce che esso può entrare nel merito dell'operazione, valutando gli obiettivi e le intenzioni della società offerente, il prezzo proposto in funzione del valore della società *target* misurato sulla base di criteri comunemente utilizzati nella prassi finanziaria, le caratteristiche dei titoli proposti nelle offerte di scambio, la soglia di adesioni alla quale l'offerente condiziona la validità dell'offerta.

Anche nel Regno Unito la disciplina della *passivity rule* rimanda agli ampi poteri discrezionali del *Takeover Panel*, l'organo di autoregolamentazione a cui è demandata l'applicazione del *City Code on Takeovers and Mergers*. Nei principi generali viene esplicitamente previsto che il consiglio di amministrazione della società bersaglio deve astenersi dal compiere atti che possano contrastare con il perseguimento degli obiettivi dell'offerta, salvo autorizzazione da parte dell'assemblea degli azionisti, dal momento in cui l'intenzione di procedere all'offerta viene comunicata alla società da parte della società offerente, o dal momento anteriore in cui il consiglio ha ragione di credere che l'offerta sia imminente. Il *Takeover Code* prevede, infatti, che la società offerente debba immediatamente comunicare alla società oggetto di scalata la sua ferma intenzione di procedere a un'Opa.

La *rule 21* del *Takeover Code* elenca più dettagliatamente le azioni che possono contrastare con il perseguimento degli obiettivi dell'offerta, rimettendo comunque alla discrezionalità del *Panel* la facoltà di decidere caso per caso se una specifica operazione costituisca o meno una tattica difensiva.

In Italia si trovano elementi di discrezionalità nel regime sanzionatorio previsto dall'art. 192, comma 3, del Testo unico per le violazioni dell'art. 104, comma 1, relativo appunto alla *passivity rule* che richiede che la Consob valuti se un'operazione posta in essere dalla società "bersaglio" contrasti con gli obiettivi dell'offerta. La Consob deve, infatti, proporre al Ministero del tesoro le sanzioni nei confronti degli amministratori di società quotate che pongono in essere misure giudicate come difensive senza la preventiva autorizzazione dell'assemblea.

Ulteriore novità è rappresentata dall'obbligo di indicare nella nota integrativa al bilancio i compensi riconosciuti agli amministratori, ai sindaci e ai direttori generali, a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma, e dall'obbligo di indicare nella relazione sulla gestione le partecipazioni detenute da tali soggetti nella società emittente e nelle società da essa controllate. La scelta di dare pubblicità ai compensi e alle partecipazioni suddette consente di elevare il grado di trasparenza su elementi di rilievo nella gestione societaria.

Per ciò che riguarda le operazioni di finanza straordinaria sottoposte all'approvazione assembleare, sono stati previsti schemi per l'informativa che gli amministratori devono rendere agli azionisti in occasione delle relative assemblee straordinarie. Inoltre, per le operazioni di particolare rilievo, e su specifica richiesta della Consob, è prevista la redazione di un documento informativo. In via generale, la documentazione trasmessa alla Consob deve essere contemporaneamente diffusa al mercato e agli azionisti. Tale disciplina si applica anche alle operazioni di finanza straordinaria non sottoposte all'approvazione assembleare, come quelle di acquisizione/cessione di dimensione significativa.

Il Testo unico ha introdotto una specifica disciplina in materia di sollecitazione e raccolta di deleghe di voto e di voto per corrispondenza. Quanto al primo istituto, le disposizioni regolamentari emanate sono focalizzate sulla conoscibilità per il pubblico dell'iniziativa e delle sue ragioni, oltre che sulla necessità di evidenziare la presenza di eventuali conflitti di interessi. Per ciò che attiene alla disciplina del voto per corrispondenza, sono stati disciplinati gli adempimenti necessari (contenuto della scheda di voto, sua trasmissione alla società, etc.) per consentire la regolare convocazione dell'assemblea e il suo svolgimento.

Tenuto conto che il Testo unico non prevede l'approvazione da parte della Consob del conferimento e della revoca dell'incarico di revisione contabile, richiedendo, invece, il parere preventivo del collegio sindacale, è stato disciplinato in sede regolamentare il contenuto di tale parere, stabilendo che da esso risulti l'avvenuta verifica dei presupposti per l'acquisizione e il mantenimento dell'incarico da parte della società di revisione. È così stata riconosciuta al collegio sindacale una posizione di centralità nella fase di conferimento e revoca dell'incarico, coerente con le scelte di fondo operate nel Testo unico sul ruolo dei sindaci.

Le disposizioni regolamentari in materia di partecipazioni rilevanti hanno operato una netta distinzione tra partecipazioni in società quotate e partecipazioni di società quotate in non quotate. Tale separazione è da ricondurre alle diverse finalità delle due discipline. Nel primo caso sono rese pubbliche informazioni dettagliate sulla struttura proprietaria delle società quotate, anche al fine di rendere immediatamente note al mercato eventuali operazioni di acquisizione; nel secondo caso l'obiettivo è quello di dare pubblicità, seppure con minore grado di analiticità, ai possessi delle società quotate in società non quotate, e quindi alla struttura dei gruppi.

Più limitato è stato invece il compito della Consob nella regolamentazione della pubblicità dei patti parasociali, per la quale la delegificazione è stata meno ampia. La novità più importante

introdotta dal regolamento rispetto alla precedente disciplina è rappresentata dagli obblighi di pubblicazione delle variazioni del patto.

Particolarmente innovative appaiono le emanande disposizioni in tema di sollecitazione (Riquadro 2).

RIQUADRO 2

La disciplina delle sollecitazioni all'investimento

Il regolamento lascia largo spazio agli operatori nella definizione delle tecniche operative di offerta e riparto, semplifica le modalità di deposito del prospetto e, in linea con la normativa comunitaria, prevede che lo stesso sia consegnato esclusivamente a coloro che lo richiedono. Fanno eccezione le sole offerte aventi ad oggetto quote o azioni di organismi collettivi d'investimento per le quali continua a sussistere l'obbligo di consegna del prospetto e della scheda di adesione a tutti i sottoscrittori.

Al fine di ridurre ulteriormente i controlli preventivi è stato introdotto un nuovo istituto, il documento informativo sull'emittente; questo, una volta pubblicato, consentirà agli emittenti quotati di predisporre, in occasione di operazioni di sollecitazione effettuate in un arco temporale di dodici mesi, una semplice nota integrativa in luogo dell'intero prospetto. La redazione del documento informativo, che raccoglie le informazioni previste dagli schemi tipo di prospetto relativamente al soggetto emittente, è facoltativa, ma gli emittenti che si siano avvalsi di tale facoltà devono procedere al suo aggiornamento annuale, così da renderlo periodicamente e sistematicamente aggiornato.

La scissione del prospetto tra documento informativo sull'emittente e nota integrativa, oltre alla riduzione dei tempi necessari per avviare una raccolta di capitali sul mercato, presenta ulteriori vantaggi procedurali relativi all'avvio della campagna pubblicitaria e alla riduzione dei tempi tra pubblicazione del prospetto e inizio dell'offerta.

Sono stati infine stabiliti i casi di inapplicabilità totale o parziale della disciplina, a integrazione di quelli previsti direttamente dall'art. 100 del Testo unico. In particolare si è poi precisato che non sono rilevanti le sollecitazioni rivolte a meno di 200 soggetti, di importo totale non superiore a 250.000 Euro o in cui è richiesto un investimento unitario minimo non inferiore a 250.000 Euro, nonché le offerte finalizzate al reperimento di mezzi per lo svolgimento di attività non lucrative o quelle rivolte ai dirigenti dell'emittente o del gruppo di appartenenza o in opzione ai soci di una società con titoli non quotati o diffusi.

Con riferimento alla particolare area delle sollecitazioni aventi ad oggetto quote di Oicr l'innovazione più rilevante riguarda la materia dell'informazione resa al pubblico dagli organismi di investimento collettivo di tipo aperto (fondi comuni e Sicav). Il relativo prospetto è stato infatti trasformato da mero documento ricognitivo delle norme contrattuali e descrittivo della struttura della società di gestione in documento che, oltre a una sintetica descrizione delle caratteristiche principali del prodotto, esprime la storia dell'Oicr, fornendo informazioni, da aggiornare periodicamente, sulla *performance* del fondo e il rischio correlato.

La disciplina degli intermediari

Con riferimento alla prestazione dei servizi d'investimento, il Testo unico ha riproposto il quadro normativo già delineato dal decreto Eurosim, con cui era stata data attuazione alla direttiva 93/22/CEE. In tema di intermediari, il Testo unico ha inoltre ridisciplinato il servizio di gestione collettiva del risparmio e i soggetti (Sgr e Sicav) abilitati alla sua prestazione prevedendo, tra l'altro, l'applicazione dei poteri regolamentari e di vigilanza della Consob in materia di correttezza e trasparenza.

Nell'elaborazione della nuova normativa secondaria, contenuta nel regolamento adottato con delibera 11522 del 1° luglio 1998, ci si è limitati ai seguenti interventi: riformulazione delle norme riguardanti l'autorizzazione delle Sim e l'ingresso in Italia di imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie; revisione delle disposizioni di attuazione del decreto Eurosim in materia di prestazione del servizio di gestione individuale di portafogli; predisposizione della nuova disciplina del servizio di gestione collettiva del risparmio; regolamentazione della promozione e collocamento a distanza di strumenti finanziari e servizi di investimento; revisione delle norme concernenti i promotori finanziari.

In materia di autorizzazione delle Sim e ingresso in Italia delle imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie, il nuovo regolamento ha introdotto alcune novità con riferimento alle modalità di accertamento dei requisiti di professionalità e onorabilità degli esponenti aziendali e per ciò che attiene alle modalità di accertamento dei requisiti di onorabilità dei partecipanti al capitale della società istante.

Le norme sulla prestazione dei servizi d'investimento, già contenute nel regolamento 10943/97, hanno formato oggetto di revisione, soprattutto in materia di gestione individuale di portafogli. In particolare, sono state apportate modifiche volte a consentire ai gestori di delegare la gestione dell'intero patrimonio di un investitore a un altro soggetto autorizzato; è comunque richiesto che il delegante vigili sul rispetto del contratto in essere con il proprio cliente ed eserciti un controllo sull'attività svolta dal soggetto delegato. Tale intervento, oltre ad allineare sotto il profilo formale la disposizione regolamentare alla nuova formulazione dell'art. 24, comma 1, del Testo unico, è volto a consentire un maggior grado di libertà nelle scelte organizzative degli intermediari. Ulteriori modifiche sono state apportate alla possibilità di investire il patrimonio dei singoli clienti gestiti in strumenti finanziari non quotati; è ora previsto che questi possano rappresentare anche il 100 per cento del patrimonio gestito.

Tra i principi introdotti nella disciplina del servizio di gestione collettiva del risparmio, va menzionato l'obbligo per le Sgr e le Sicav di indicare nel prospetto informativo gli obiettivi di investimento di ogni singolo Oicr gestito. Gli obiettivi di investimento devono essere espressi in relazione alle categorie di strumenti finanziari in cui può essere tipicamente investito il patrimonio del fondo, alle tipologie di operazioni effettuabili, alle caratteristiche in termini di

rischio/rendimento cui è improntata la gestione. È stato inoltre richiesto di indicare, sempre nel prospetto informativo, un *benchmark* di riferimento.

Un altro aspetto di novità riguarda l'introduzione di regole generali di comportamento in capo ai gestori collettivi; per esse si sono considerate le analoghe disposizioni previste per la prestazione dei servizi di investimento. In proposito, si segnala l'obbligo imposto alle Sgr e alle Sicav di operare in modo indipendente e coerente con i principi e le regole generali del Testo unico e di astenersi da comportamenti che possano avvantaggiare un fondo o un comparto a danno di un altro.

Ulteriori disposizioni hanno riguardato, tra l'altro, il rispetto di particolari regole operative; è stato infatti introdotto l'obbligo del gestore di imputare gli ordini separatamente a ciascun fondo o comparto prima della loro trasmissione; è stato prescritto alle Sgr e alle Sicav di ottenere condizioni di *best execution* dagli intermediari negozianti; si è ribadito il divieto di eseguire operazioni con frequenza non necessaria in relazione agli obiettivi dei fondi gestiti, anche al fine di realizzare un rafforzamento della disciplina volta a prevenire conflitti di interessi derivanti da rapporti di gruppo e da rapporti d'affari, situazioni tipiche in cui le Sgr e le Sicav possono essere indotte a effettuare operazioni con frequenza non necessaria. In materia di delega della gestione è stato stabilito che il gestore del fondo possa affidare specifiche scelte di investimento a intermediari abilitati a prestare servizi di gestione di patrimoni.

Per ciò che attiene ai conflitti di interessi da rapporti di gruppo, è stato previsto l'obbligo di astenersi dall'effettuare operazioni in conflitto a meno che non sia comunque assicurato un equo trattamento degli Oicr gestiti, avuto anche riguardo agli oneri connessi alle operazioni da eseguire. Con riguardo ai conflitti di interessi derivanti dall'utilizzo di servizi (ad esempio: accordi con gli intermediari negozianti di gruppo, accordi con intermediari negozianti per la fornitura di servizi accessori a quello di esecuzione degli ordini, accordi aventi ad oggetto la retrocessione di commissioni da parte degli intermediari negozianti), non si sono introdotti divieti generali, anche in considerazione dell'esistenza degli obblighi di *best execution* e del divieto di *churning*, il cui rispetto attenua fortemente i rischi di esecuzione di operazioni non in linea con gli interessi del fondo.

Al fine di ottenere una maggiore trasparenza nei confronti dei partecipanti ai fondi, sono stati introdotti specifici obblighi di rendicontazione periodica agli investitori, prevedendo in particolare che i dati sul rendimento percentuale degli Oicr, comunque diffusi, siano sempre confrontati con il *benchmark* indicato nel prospetto informativo.

Il Testo unico ha confermato alla Consob il potere di disciplinare la promozione e il collocamento degli strumenti finanziari e dei servizi di investimento mediante tecniche di comunicazione a distanza diverse dalla pubblicità, individuando anche i casi in cui i soggetti abilitati devono avvalersi di promotori finanziari. L'approccio in proposito seguito è stato quello di non disciplinare le varie tecniche utilizzabili, ma piuttosto il fenomeno "offerta a distanza" in sé.

Confermando la tecnica di regolamentazione per principi, nella predisposizione della disciplina sono state specificate solo alcune regole generali, quali l'obbligo di interrompere immediatamente l'offerta a distanza quando il cliente si dichiara esplicitamente contrario ovvero l'obbligo di utilizzo dei promotori finanziari nei casi in cui le tecniche consentano una comunicazione individualizzata e una interazione immediata con l'investitore.

Per ciò che attiene alla disciplina dei promotori finanziari, occorre rammentare che l'art. 31 del Testo unico ha introdotto due importanti innovazioni. Il comma 4 di tale articolo stabilisce, infatti, che la Consob per la tenuta dell'albo dei promotori può avvalersi della collaborazione di un organismo individuato dalle associazioni professionali dei promotori finanziari e dei soggetti abilitati e il successivo comma 6 prevede l'istituzione, in luogo delle preesistenti commissioni regionali, di commissioni per l'albo dei promotori finanziari operanti su un ambito territoriale definito dalla Consob.

L'attività di regolamentazione si è dunque mossa lungo due direttrici fondamentali: da un lato quella di dare concreta attuazione alle innovazioni introdotte dal Testo unico; dall'altro quella, generale, di operare una semplificazione degli obblighi di comportamento e degli adempimenti, meglio definendo l'attività propria del promotore nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento da parte degli intermediari abilitati.

Il regolamento individua, innanzitutto, i compiti del suindicato organismo, prevedendo, tra l'altro, che lo stesso disponga le iscrizioni e le cancellazioni dall'albo, nonché le variazioni dei dati in esso presenti, rilasci gli attestati di iscrizione, organizzi lo svolgimento delle prove valutative, svolga attività di coordinamento e indirizzo delle commissioni territoriali, notifici ai promotori i provvedimenti adottati dalla Consob. L'organismo è soggetto alla vigilanza della Consob che, a tal fine, può richiedere la comunicazione anche periodica di dati e notizie, atti e documenti, eseguire accertamenti e impartire direttive e istruzioni vincolanti. Si è poi proceduto all'istituzione di 10 commissioni territoriali per l'albo dei promotori, in luogo delle attuali 21 commissioni regionali.

La data di inizio dell'operatività dell'organismo, che deve ancora essere costituito dalle associazioni di categoria interessate, e delle commissioni territoriali è stata rinviata a successivi atti; nel periodo transitorio, pertanto, mantengono vigore le disposizioni concernenti le commissioni regionali e la loro operatività.

Meritano menzione l'eliminazione dell'istituto del praticantato; il riconoscimento della possibilità di iscrizione all'albo anche di soggetti stranieri non residenti in Italia o in un paese UE; l'eliminazione del tesserino e, conseguentemente, dell'obbligo per il promotore di esibirlo all'investitore al momento del primo contatto; l'inserimento di previsioni specifiche in materia di intervento dei promotori nella promozione e nel collocamento a distanza di strumenti finanziari; l'introduzione, nell'ottica di una maggiore valorizzazione dell'istituto dell'autoregolamentazione, dell'obbligo di osservare i codici di autodisciplina; l'obbligo di consegnare agli investitori un

documento recante l'indicazione delle principali regole di comportamento cui i promotori sono tenuti nei rapporti con gli investitori.

La disciplina dei mercati

Le disposizioni attuative del Testo unico in materia di mercati, emanate a partire dal mese di luglio, sono coordinate e raccolte in un unico regolamento adottato con delibera 11768 del 23 dicembre 1998.

La prima parte del regolamento, dedicata ai mercati regolamentati, conferma, con lievi modifiche e integrazioni, il contenuto dei provvedimenti di attuazione del D.Lgs. 415/96 in materia di requisiti minimi di capitale delle società di gestione dei mercati, di attività connesse e strumentali e di obblighi di concentrazione delle negoziazioni.

La regolamentazione secondaria consente ora alle società di gestione dei mercati l'esercizio, tanto in via diretta che attraverso la detenzione di partecipazioni, di un maggior numero di attività connesse e strumentali. L'allargamento delle capacità operative delle società mercato anche alle attività di compensazione e liquidazione, gestione di sistemi di garanzia e gestione accentrata di strumenti finanziari e, dunque, all'intera filiera produttiva dei mercati, è stato introdotto anche al fine di migliorare il posizionamento competitivo degli operatori nazionali nel contesto europeo.

Quanto agli obblighi di concentrazione delle negoziazioni, sono state riprodotte le disposizioni già adottate ai sensi del D.Lgs. 415/96. La Commissione ha, infatti, ritenuto che il mantenimento degli obblighi di concentrazione contribuisca ad assicurare livelli minimi di liquidità del mercato, a migliorare la qualità del processo di formazione dei prezzi, la trasparenza e l'efficienza informativa, nonché a ridurre i costi di transazione. L'imposizione degli obblighi è peraltro mitigata dalle deroghe previste nei casi di negoziazioni di blocchi, di quelle effettuate in *best execution* e dalla possibilità di eseguire le operazioni anche nei mercati regolamentati esteri.

Vengono poi disciplinati gli obblighi di registrazione delle operazioni da parte delle società mercato e di comunicazione da parte degli intermediari delle negoziazioni effettuate fuori dei mercati regolamentati (in precedenza contenuti nei regolamenti Consob 5552/91 e 5553/91).

Sono state introdotte disposizioni in tema di liquidazione delle insolvenze di mercato. Si tratta di una normativa in precedenza regolata per legge, finalizzata a contenere gli effetti che l'insolvenza di un operatore può provocare sul regolare svolgimento della liquidazione delle operazioni su strumenti finanziari. Il legislatore del Testo unico ha infatti riconosciuto la necessità di assicurare il regolare funzionamento dei mercati anche attraverso previsioni speciali che tutelino i partecipanti alle negoziazioni dagli effetti dell'insolvenza, contribuendo in tal modo alla riduzione del rischio sistemico.

La seconda parte del regolamento, dedicata alla disciplina della gestione accentrata di strumenti finanziari, si apre con l'individuazione delle attività connesse e strumentali e del capitale minimo delle relative società di gestione. Quanto alle attività connesse e strumentali, esercitabili sia direttamente che indirettamente, è prevista, tra l'altro, la possibilità per la società di gestione di effettuare operazioni di prestito titoli, di svolgere il servizio di compensazione e liquidazione delle operazioni su strumenti finanziari e, in connessione con tale servizio, di gestione di sistemi di riscontro e rettifica delle operazioni su strumenti finanziari e di sistemi di garanzia del buon fine delle operazioni. Quanto al capitale minimo, esso è fissato in via ordinaria in 10 miliardi di lire e in 25 miliardi quando la società presti anche il servizio di compensazione e liquidazione.

Le successive disposizioni ricalcano quelle già contenute nei provvedimenti di attuazione della legge 289/86 di disciplina della Monte Titoli, specificando gli strumenti finanziari ammessi al sistema di gestione accentrata e quelli immessi in regime di dematerializzazione, i soggetti che possono partecipare al sistema stesso, le regole per la sospensione e l'esclusione degli intermediari, il contenuto minimo ed essenziale dei contratti con gli emittenti e gli intermediari. L'obbligo di accentramento in regime di dematerializzazione, conformemente alle disposizioni del D.Lgs. 213/98, riguarda: gli strumenti finanziari negoziati o destinati alla negoziazione in mercati regolamentati; quelli emessi da soggetti rientranti nella categoria degli emittenti titoli diffusi tra il pubblico in misura rilevante o che abbiano altri strumenti finanziari quotati; i titoli di debito la cui emissione risulti di importo superiore a 300 miliardi di lire.

Tra le materie che hanno formato oggetto di disciplina regolamentare va ricordata la nuova disciplina della costituzione dei vincoli sugli strumenti finanziari che, in conformità anche delle indicazioni che possono ricavarsi dalla relazione illustrativa al D.Lgs. 213/98, consente l'accensione di conti destinati alla costituzione di vincoli sull'insieme degli strumenti finanziari in essi registrati e, dunque, in regime di rotatività. Il regolamento, in particolare, considera oggetto della garanzia non i singoli titoli presenti nel conto, ma il valore complessivo degli stessi, implicitamente introducendo il principio secondo cui l'effetto costitutivo della garanzia medesima è prodotto dalle registrazioni effettuate nel conto.

Sempre in materia di mercati, va segnalata la comunicazione 98097747 del 24 dicembre 1998 concernente gli scambi organizzati di strumenti finanziari. Sebbene il Testo unico non preveda l'adozione di formali atti regolamentari, la Consob ha ritenuto opportuno intervenire sulla materia nella consapevolezza che possono aversi effetti sui prezzi dei titoli quotati prodotti dalla presenza di mercati non regolamentati e che è necessario tutelare, in termini di trasparenza e regolarità delle negoziazioni, gli investitori che si avvicinano agli scambi organizzati.

Nella comunicazione viene specificato che il fenomeno cui ci si riferisce è quello di un insieme di regole e di strutture, anche automatizzate, in grado con continuità di raccogliere, diffondere e dare esecuzione a proposte di negoziazione di strumenti finanziari; ne consegue che lo scambio estemporaneo di strumenti finanziari tra operatori che si realizza senza l'utilizzo di procedure e meccanismi predefiniti è estraneo al fenomeno degli scambi organizzati.

Gli organizzatori degli scambi sono tenuti a comunicare alla Consob, prima dell'avvio degli scambi stessi, elementi informativi concernenti le regole di funzionamento del sistema, le strutture utilizzate e i partecipanti; analoghe informazioni sono dovute con riferimento a ogni successiva modifica. Quanto ai requisiti minimi del sistema, esso deve contemplare la presenza di procedure elettroniche di registrazione delle operazioni concluse che consentano di effettuare ricerche per strumento finanziario trattato, tipologia di operazione e intermediario intervenuto.

Di particolare rilievo, ai fini di tutela degli investitori, sono le prescrizioni in tema di trasparenza del processo di formazione dei prezzi (al riguardo è previsto che le relative regole siano messe a disposizione del pubblico), delle condizioni alle quali è possibile concludere durante l'orario di funzionamento una transazione (sussiste l'obbligo di indicare le migliori condizioni di prezzo in acquisto e vendita e le relative quantità) e delle transazioni eseguite (numero dei contratti, quantità scambiate e controvalori, prezzo minimo e massimo, ultimo prezzo fatto). L'obiettivo della trasparenza delle condizioni di mercato è peraltro perseguito esclusivamente nei confronti degli scambi organizzati che prevedono tagli minimi di negoziazione inferiori a 300 milioni di lire di controvalore ovvero ai quali non partecipano esclusivamente investitori istituzionali; e ciò nell'assunto che gli operatori interessati ai sistemi di scambi organizzati all'ingrosso o a cui accedano solo investitori dotati di particolari esperienze professionali non necessitano di particolare tutela.

II. LA PROPRIETÀ DELLE SOCIETÀ QUOTATE

La struttura proprietaria e il controllo nelle società quotate

Nel corso del 1998 è proseguita la tendenza alla riduzione della concentrazione degli assetti proprietari delle società quotate italiane.

La maggiore diffusione dell'azionariato delle società quotate è da ascrivere principalmente al processo di privatizzazione che ha portato la quota della capitalizzazione delle società controllate dallo Stato da circa il 28 per cento del 1995 al 15,6 per cento del 1998. Le modalità di privatizzazione hanno, infatti, privilegiato l'obiettivo della diffusione dell'azionariato, con la costituzione di nuclei stabili formati da quote comunque ridotte del capitale.

La tendenza alla riduzione delle quote di controllo e all'aumento della diffusione dell'azionariato emerge dall'analisi della distribuzione delle società quotate sulla base della concentrazione degli assetti proprietari (Tav. aII.1). Tale analisi evidenzia una forte riduzione del peso in termini di capitalizzazione delle società in cui la quota del primo azionista e la somma delle quote rilevanti sono superiori al 50 per cento (il peso delle prime è passato dal 48,1 per cento del 1997 al 32,3 per cento del 1998, mentre il peso delle seconde è passato dal 59 per cento del 1997 al 46,7 per cento del 1998). Per contro, il peso sulla capitalizzazione di borsa della quota del mercato, riconducibile ad azionisti che detengono partecipazioni inferiori al 2 per cento, è passato dal 38,9 per cento a fine 1996, al 56,5 per cento a fine 1998.

La diffusione della proprietà riguarda quasi per intero le imprese di maggiori dimensioni.

Analizzando la struttura proprietaria sulla base della dimensione delle società (Tav. aII.2), emerge che per quasi l'80 per cento delle imprese quotate la quota di capitale sociale detenuta dal mercato è, in media, inferiore al 50 per cento. Per contro la quota media del primo azionista è sensibilmente inferiore al 50 per cento solo per le società appartenenti al nono e all'ultimo decile sulla base della capitalizzazione di borsa. Un ulteriore riscontro del fenomeno si evince dalla media semplice della quota del mercato nelle società quotate che è pari al 38,9 per cento, contro il 56,5 che si ottiene pesando la quota del mercato per la capitalizzazione di borsa delle società.

La progressiva riduzione della concentrazione proprietaria è riscontrabile anche dall'esame della distribuzione delle società per modello di controllo (Tav. II.1). Nel corso del 1998, le società per le quali non è individuabile un azionista di controllo o una coalizione di azionisti legati da un patto di sindacato in grado di conferire il controllo sono aumentate sia in numero (da 29 nel 1997 a 35 nel 1998), sia in termini di peso sulla capitalizzazione (dal 33,1 per cento nel 1997 al 38,7 per cento nel 1998). La riduzione della concentrazione proprietaria appare ancora più marcata se si considera il peso della quota del primo azionista (passato dal 37 per cento nel 1997 al 33,8 per cento nel 1998) e dei primi tre azionisti (passato dal 45,1 per cento del 1997 al 40,8 per cento del 1998).

TAV. II.1

STRUTTURA PROPRIETARIA DELLE SOCIETÀ QUOTATE

(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE - VALORI IN PERCENTUALE)

	1997		1998	
	NUMERO	PESO ¹	NUMERO	PESO ¹
<i>MODELLI DI CONTROLLO</i>				
SOCIETÀ CONTROLLATE DI DIRITTO	121	48,2	128	32,3
SOCIETÀ CONTROLLATE DI FATTO	28	12,4	31	21,7
SOCIETÀ CONTROLLATE DA PATTO	27	6,3	24	7,4
SOCIETÀ NON CONTROLLATE	29	33,1	35	38,7
<i>TOTALE</i>	<i>205</i>	<i>100</i>	<i>218</i>	<i>100</i>
<i>CONCENTRAZIONE</i>				
QUOTA DEL PRIMO AZIONISTA		37,0		33,8
QUOTA DEI PRIMI TRE AZIONISTI		45,1		40,8
QUOTA DEL MERCATO		53,2		56,5

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ In percentuale sulla capitalizzazione ordinaria.

Alla fine del 1998, 59 società, che rappresentano oltre il 45 per cento della capitalizzazione totale di borsa, risultano non avere un azionista in grado di esercitare il controllo individualmente, di diritto o di fatto. Di queste 59 società, 24 sono controllate da una coalizione di azionisti legati da un patto di sindacato, e il loro peso sulla capitalizzazione è pari al 7,4 per cento (Tav. all.3).

Tra le società controllate da un singolo soggetto, rimane elevato il numero di società controllate di diritto, sebbene il loro peso sulla capitalizzazione si sia ridotto. È aumentato considerevolmente, invece, il peso delle società controllate con quote inferiori al 50 per cento (dal 12,4 del 1997 al 21,7 per cento del totale della capitalizzazione nel 1998). La tipologia di soggetto controllante che appare prevalente è quella delle società di capitali. Risulta in crescita, inoltre, il peso delle società in cui l'azionista di controllo è una banca (dal 2,7 per cento del 1996 al 4,1 per cento del 1998).

La maggiore dispersione dell'azionariato delle società quotate si rileva anche dalla dinamica delle acquisizioni e variazioni di partecipazioni rilevanti. Si osserva una prevalenza di operazioni di riduzione di partecipazioni rilevanti (circa il 60 per cento del totale). Tali operazioni sono concentrate nella prima parte dell'anno e hanno riguardato in misura consistente la riduzione di partecipazioni di controllo. Le 32 operazioni realizzate dallo Stato sono state tutte di riduzione.

Gli investitori istituzionali hanno effettuato circa il 30 per cento delle operazioni relative a partecipazioni rilevanti, con una sostanziale equivalenza tra acquisti e vendite. Notevole è il peso degli investitori esteri, che hanno realizzato il 20 per cento del totale delle operazioni dichiarate (contro il 30 per cento circa del 1997). Risulta, invece, in forte riduzione il peso delle operazioni degli investitori istituzionali esteri sul totale delle operazioni di soggetti non residenti (dall'80 per cento nel 1997 al 50 per cento nel 1998).

L'aumento della diffusione della proprietà non ha mutato sensibilmente, almeno per le principali società, il grado di partecipazione alle assemblee da parte degli azionisti di minoranza (Tav. aII.4). All'assemblea ordinaria per l'approvazione del bilancio 1997 delle società che risultavano incluse nel Mib30 alla fine del 1998, ha partecipato in media circa lo 0,6 per cento degli azionisti iscritti al libro soci, mentre la quota media del capitale rappresentato in assemblea non riconducibile ai primi tre azionisti era pari all'8 per cento.

La distribuzione delle partecipazioni rilevanti per soggetto dichiarante e per settore

Complessivamente il peso delle partecipazioni rilevanti detenute dalle istituzioni finanziarie italiane nel capitale delle società quotate appare modesto (il 7,3 per cento, se si considerano banche, assicurazioni e investitori istituzionali, e il 12,4 per cento se si considerano anche le fondazioni).

Le partecipazioni delle istituzioni finanziarie sono concentrate nelle società quotate appartenenti al settore finanziario (si veda la Tavola). Le 82 società che comprendono banche, assicurazioni e imprese di servizi finanziari (con un peso sulla capitalizzazione di borsa pari a circa il 46 per cento), sono caratterizzate da una presenza molto consistente di istituzioni finanziarie tra gli azionisti rilevanti. Le fondazioni bancarie detengono oltre il 10 per cento della capitalizzazione delle società quotate finanziarie, seguite dalle banche con il 9,9 per cento. Il settore finanziario è inoltre il più aperto alla presenza di soggetti esteri, che hanno una quota pari all'8 per cento della capitalizzazione del settore, contro una media di circa il 6 per cento per il totale delle società quotate. A ciò si aggiunge che l'80 per cento delle partecipazioni detenute da soggetti esteri nelle società quotate finanziarie è riconducibile a istituzioni finanziarie. Le istituzioni finanziarie, sia italiane che estere, sono invece virtualmente assenti dalla proprietà delle società quotate appartenenti ai settori industriali e dei servizi.

Nelle società quotate del settore industriale (oltre 100 società con un peso pari a un quarto della capitalizzazione di borsa) lo Stato rappresenta ancora il principale azionista, con una quota del 17,4 per cento del totale, seguito dalle società di capitali (13,9 per cento) e dalle persone fisiche (5,6 per cento). Simile è la struttura proprietaria nel settore dei servizi (34 società con un peso del 30 per cento), che presenta la più alta concentrazione proprietaria (45,9 per cento) e il più basso peso dei soggetti esteri (3,2 per cento).

La riduzione del numero di partecipazioni rilevanti in società quotate (da 819 nel 1997 a 793 nel 1998) è stata accompagnata dalla riduzione del loro peso sul mercato (Tav. II.2). La quota complessiva della capitalizzazione di borsa (riconducibile alle sole azioni ordinarie) detenuta dagli azionisti rilevanti è passata dal 46,8 per cento del 1997 al 43,6 per cento del 1998. La distribuzione delle partecipazioni rilevanti per tipologia di soggetto proprietario evidenzia una riduzione in quasi tutti i casi. In particolare, il peso delle partecipazioni rilevanti riconducibili allo Stato si è ridotto dal 12,1 per cento nel 1997 all'8,8 per cento nel 1998. L'unica eccezione rilevante è rappresentata dalla crescita del peso delle partecipazioni detenute dalle fondazioni, passato dal 3,1 per cento del 1997 al 5,1 per cento del 1998.

L'analisi della distribuzione delle partecipazioni rilevanti per settore di attività della società partecipata rivela alcuni tratti peculiari degli assetti azionari delle società quotate italiane (Riquadro 3).

RIQUADRO 3

**PARTECIPAZIONI RILEVANTI NELLE SOCIETÀ QUOTATE
- DISTRIBUZIONE PER SETTORE¹ -**

	SETTORI		
	FINANZIARIO	INDUSTRIALE	SERVIZI
SOGGETTI ESTERI	8,0	5,0	3,2
ASSICURAZIONI	4,8	0,8	0,1
BANCHE	9,9	0,9	--
FONDAZIONI	10,9	0,1	--
INVESTITORI ISTITUZIONALI	0,1	0,2	0,1
SOCIETÀ DI CAPITALI	3,3	13,9	26,4
STATO	2,5	17,4	11,5
PERSONE FISICHE	2,4	5,6	4,5
<i>TOTALE</i>	<i>41,9</i>	<i>43,9</i>	<i>45,9</i>
NUMERO SOCIETÀ	82	102	34
PESO ²	46	25	29

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. ¹ Peso sulla capitalizzazione ordinaria di borsa del settore, valori percentuali. ² Peso della capitalizzazione delle società del settore sul totale della capitalizzazione di borsa.

TAV. II.2

PARTECIPAZIONI RILEVANTI NELLE SOCIETÀ QUOTATE¹

SOGGETTO DICHIARANTE	1997		1998	
	NUMERO	PESO ²	NUMERO	PESO ²
SOGGETTI ESTERI	166	5,0	176	5,9
ASSICURAZIONI	22	2,2	32	2,5
BANCHE	79	5,1	65	4,8
FONDAZIONI	42	3,1	31	5,1
INVESTITORI ISTITUZIONALI	50	0,1	69	0,1
SOCIETÀ DI CAPITALI	150	14,4	155	12,6
STATO	44	12,1	32	8,8
PERSONE FISICHE	266	4,8	233	3,8
<i>TOTALE</i>	<i>819</i>	<i>46,8</i>	<i>793</i>	<i>43,6</i>

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

I patti di sindacato tra azionisti continuano a rappresentare un fenomeno di rilievo negli assetti di controllo anche se in tendenziale riduzione. Alla fine del 1998, le società interessate da patti di sindacato rilevanti (escludendo pertanto i patti che aggregano percentuali estremamente ridotte del capitale) erano 65 e rappresentavano circa il 45 per cento della capitalizzazione di borsa (Tav. II.3). La quota media sindacata è risultata molto elevata e pari a poco meno del 50 per cento. Ponderando i dati per la capitalizzazione, la quota media sindacata scende, invece, al 27 per cento. Complessivamente, le azioni vincolate in patti di sindacato rappresentano il 12,1 per cento della capitalizzazione totale di borsa, con una riduzione di 20 punti percentuali rispetto al 1995.

I patti parasociali, per la loro natura contrattuale non standardizzata, possono prevedere una pluralità di clausole. L'esperienza conferma l'ampia articolazione delle forme contrattuali; nella maggior parte dei casi gli accordi rispondono sia alla finalità di stabilizzazione della composizione azionaria, sia alla finalità dell'esercizio coordinato, o comunque sottoposto a preventiva consultazione, dei diritti di voto. Tali patti si configurano quindi come accordi "globali" finalizzati a influire sull'assetto di controllo della società e a garantirne la stabilità proprietaria.

TAV. II.3

PATTI DI SINDACATO IN SOCIETÀ QUOTATE

(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 1998)

TIPO PATTO	NUMERO	CAPITALE SOCIALE SINDACATO ¹	CAPITALE SOCIALE SINDACATO ²	CAPITALIZZAZIONE DELLE SOCIETÀ OGGETTO DEL PATTO ²
BLOCCO	11	40,1	0,6	2,9
VOTO	7	74,4	0,5	0,9
BLOCCO E ALTRE CLAUSOLE	47	47,9	11,1	41,1
<i>TOTALE</i>	<i>65</i>	<i>49,4</i>	<i>12,1</i>	<i>44,9</i>

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Percentuale sul totale del capitale ordinario. Valori medi. ² Percentuale sulla capitalizzazione di borsa.

Per 47 società che rappresentano il 40 per cento della capitalizzazione di borsa, i patti di sindacato prevedono sia clausole di blocco che clausole legate all'esercizio del diritto di voto. Queste ultime possono essere sia di natura generale, ossia relative a tutte le materie oggetto di voto assembleare, sia di natura specifica, qualora l'accordo abbia per oggetto particolari materie di importanza strategica per la conduzione della società.

In 24 casi, non esistendo alcun azionista in grado di controllare autonomamente la società, tali patti determinano un assetto di controllo di coalizione. In 10 casi i patti "globali" svolgono, invece, una funzione di supporto a un controllo individuale. In 5 casi ancora, i patti globali non determinano uno specifico assetto di controllo, in quanto la quota sindacata è inferiore a quella necessaria. Infine, nei rimanenti 8 casi i patti di sindacato globali non sembrano avere una relazione con l'obiettivo di influenzare gli assetti di controllo, in quanto hanno per oggetto società già controllate di diritto, e svolgono probabilmente la funzione di stabilire alleanze di tipo industriale tra diversi azionisti.

Meno rilevante è il peso dei patti che prevedono soltanto una delle due finalità. Alla fine del 1998, soltanto in 11 società (con un peso sulla capitalizzazione del 3,1 per cento) era in vigore un accordo di mero blocco, mentre per 7 società (con un peso sulla capitalizzazione dell'1 per cento) era in vigore un patto che prevedeva unicamente clausole in merito all'esercizio del diritto di voto.

I trasferimenti del controllo e le Opa su società quotate

Nel corso del 1998 hanno avuto luogo 8 operazioni di passaggio di controllo relative a società quotate, realizzate in 2 casi tramite offerta preventiva (sulla base della nuova disciplina del

Testo unico della finanza) e in 6 casi tramite acquisizione del pacchetto di controllo seguita da Opa successiva (sulla base della disciplina dettata dalla legge 149/92, poi abrogata). Il controvalore complessivo delle offerte connesse o successive al trasferimento dei diritti di controllo è stato pari a circa 3.400 miliardi di lire (Tav. II.4), contro i circa 1.200 miliardi di lire del 1997.

TAV. II.4

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

	1992-96	1997	1998 ¹	1992-96	1997	1998
	NUMERO OPERAZIONI			MILIARDI DI LIRE		
VOLONTARIE	18	5	2	3.589	753	186
PREVENTIVE	5	3	2	5.233	453	3.211
INCREMENTALI	1	1	1	103	8	244
SUCCESSIVE	33	7	6	3.851	729	198
RESIDUALI	30	8	3	131	53	44
<i>TOTALE</i>	<i>87</i>	<i>24</i>	<i>14</i>	<i>12.907</i>	<i>1.996</i>	<i>3.883</i>

Fonte: Documenti di offerta e avvisi della Borsa Italiana Spa. ¹ Le due Opa volontarie e le due Opa preventive sono state effettuate sulla base del D.Lgs. 58/98.

Entrambe le offerte preventive realizzate nel 1998 in applicazione della nuova disciplina del Testo unico hanno presentato alcuni profili di criticità legati essenzialmente ad aspetti procedurali.

L'Opa promossa dalla Banca Monte dei Paschi di Siena su azioni ordinarie e obbligazioni convertibili Banca Agricola Mantovana Scarl ha rappresentato il primo caso di offerta preventiva parziale, ai sensi dell'art. 107 del Testo unico della finanza, in quanto l'offerta era rivolta ad acquisire il 70 per cento della Banca Agricola Mantovana (Tavv. all.6 e all.7). Pertanto, l'offerta è stata subordinata all'approvazione dei soci della Banca Agricola Mantovana che detenevano la maggioranza delle azioni ordinarie (come previsto dall'art. 107, comma 1, lett. b), del Testo unico). Inoltre, essendo la Banca Agricola Mantovana una banca popolare, l'offerta è stata sottoposta all'ulteriore condizione della trasformazione della Banca Agricola Mantovana da Scarl in società per azioni.

Lo status di società cooperativa della Banca Agricola Mantovana ha posto una questione interpretativa in merito alle modalità di manifestazione del consenso da parte della società oggetto di un'Opa preventiva parziale, vigendo nelle società cooperative il principio del voto capitaro. In merito, la Commissione ha chiarito che l'approvazione dell'Opa rappresenta un atto del socio e non della società, e

come tale è del tutto svincolata dal procedimento assembleare per il quale si applica nelle società cooperative il principio del voto capitaro. L'approvazione dei soci costituisce la manifestazione di un consenso, di natura referendaria, alla promozione di un'Opa preventiva che riguarda solo una parte delle azioni ordinarie in circolazione, e che quindi non consente agli azionisti la dismissione completa delle azioni possedute. Il criterio in base al quale la "maggioranza" deve essere calcolata è, dunque, un criterio unitario per qualsiasi tipo di società, che assume come parametro di riferimento il numero delle azioni possedute.

L'offerta pubblica di acquisto preventiva promossa dalla Fin.Part Spa sul 100 per cento delle azioni ordinarie della Frette Spa, quotate al mercato ristretto, ha invece rappresentato un caso di offerta non concordata con l'emittente, i cui principali azionisti avevano stipulato un patto di sindacato di blocco, che aggregava il 43,4 per cento dei diritti di voto e che imponeva agli aderenti vincoli alla cessione delle azioni. In tale caso era applicabile, tuttavia, la disposizione del Testo unico che attribuisce agli aderenti a un patto la facoltà di recesso senza preavviso nel caso di Opa promossa ai sensi degli artt. 106 o 107, quale appunto quella lanciata da Fin.Part Spa.

Nel corso dell'offerta, inoltre, la Commissione ha prorogato per due volte la data di chiusura dell'Opa al fine di consentire agli azionisti di Frette di valutare l'operazione a seguito della modifica del prezzo di offerta, da lire 18.000 a lire 19.000 una prima volta, e da 19.000 a 20.500 la seconda. Tale incremento è stato dovuto a operazioni di acquisto a fermo effettuate dall'offerente nel periodo di offerta. In base a quanto previsto dall'art. 10, comma 2, del regolamento 11520/98, infatti, gli acquisti effettuati in pendenza dell'operazione e a un prezzo superiore a quello di offerta determinano l'obbligo di adeguare quest'ultimo al prezzo più alto pagato.

L'entrata in vigore del nuovo regime normativo consente di effettuare un bilancio della previgente legge 149/92 sulla base dell'analisi delle caratteristiche dei passaggi di controllo avvenuti nei quasi sette anni della sua applicazione (1992-1° semestre 1998).

Nel periodo di vigenza della legge 149/92 vi sono stati 46 passaggi di blocchi di controllo "concordati" seguiti da Opa obbligatoria, che corrispondono a trasferimenti annui per circa il 2,3 per cento della capitalizzazione di borsa. Tale modesta incidenza va confrontata con un ancor più modesto ricorso alle Opa preventive, a conferma della natura molto concentrata e poco contendibile della struttura proprietaria delle imprese italiane.

Complessivamente, nel periodo in esame, sono state effettuate 7 Opa preventive, alle quali si aggiunge l'Opa su Costa Crociere che è tuttavia, di fatto, un'Opa successiva, essendo stata preceduta da un accordo di cessione del pacchetto di controllo perfezionato successivamente alla chiusura dell'offerta. Inoltre, delle 7 offerte effettivamente preventive, 4 hanno avuto carattere amichevole o sono state concordate con gli azionisti di controllo delle società oggetto dell'offerta (in particolare, l'Opa dell'Ifil su La Rinascente, quella dell'Ina sulla Fata Assicurazioni, quella di Centrobanca su Italfondario, e quella della famiglia Orlandi su Montefibre, nonostante in quest'ultimo caso vi sia stato un tentativo fallito di offerta concorrente). Solo 3 offerte preventive hanno avuto carattere ostile o non concordato: in un caso vi è stata un'offerta concorrente (l'Opa sul Credito Romagnolo); in un altro caso l'offerta non ha avuto successo (l'Opa di Amga su Acquedotto de Ferrari); nell'ultimo caso, infine, l'offerta ha riguardato una banca popolare (Banca Popolare di Luino e Varese).

RIQUADRO 4

***I passaggi di controllo seguiti da Opa successiva
nel periodo di vigenza della legge 149/92***

Con riguardo alle Opa successive, analizzando la proporzione tra azioni offerte e azioni richieste e la dimensione del blocco di controllo trasferito, è possibile individuare tre tipologie di operazioni. Nel primo gruppo (21 casi) vi sono le offerte obbligatorie totalitarie, originate dalla cessione del blocco di controllo di maggioranza (cioè superiore al 50 per cento del capitale ordinario) e con una proporzione elevata tra azioni offerte e azioni richieste in sede d'Opa (in media poco più dell'80 per cento). In questi casi il nuovo azionista di controllo, successivamente all'Opa, si è trovato a detenere una frazione del capitale con diritto di voto quasi vicina al 100 per cento, e pertanto la società acquisita è stata cancellata dal listino (a seguito di un'Opa residuale).

Nel secondo gruppo individuato vi sono le offerte obbligatorie originate sempre dalla vendita del blocco di controllo di maggioranza, ma con una proporzione tra azioni offerte e azioni richieste molto bassa (in media 25 per cento). Poiché, dopo l'Opa, il flottante è rimasto elevato la società acquisita non è stata cancellata dal listino. In questi casi, la scarsa propensione degli azionisti di minoranza ad aderire all'Opa è spiegata dal fatto che il prezzo d'offerta includeva un premio di controllo molto basso (o addirittura negativo).

Infine, nel terzo gruppo vi sono le offerte obbligatorie originate dalla vendita del blocco di controllo di minoranza o della quota di maggioranza relativa. Questi sono i casi di effettiva applicazione dell'Opa obbligatoria parziale, in cui gli azionisti di minoranza hanno potuto dismettere solo una parte delle loro azioni.

**STRUTTURA PROPRIETARIA DELLE SOCIETÀ ACQUISITE PRIMA E DOPO
LE OFFERTE SUCCESSIVE PROMOSSE AI SENSI DELLA LEGGE 149/92
(1992-1998)**

	NUMERO SOCIETÀ	DIRITTI DI VOTO DELL'OFFERENTE PRIMA DELL'OFFERTA ¹	DIRITTI DI VOTO OGGETTO DI OFFERTA SUCCESSIVA ¹	DIRITTI DI VOTO DELL'OFFERENTE DOPO L'OFFERTA ¹	ADESIONI ALL'OFFERTA ²
OFFERTE TOTALITARIE SEGUITE DA DELISTING	21	69,4	29,0	94,5	82,5
OFFERTE TOTALITARIE NON SEGUITE DA DELISTING	13	59,3	33,9	65,0	25,4
OFFERTE PARZIALI	12	32,5	24,9	48,8	76,4
TOTALE OPA SUCCESSIVE	46	56,2	29,3	73,5	64,8

Fonte: Documenti di offerta e avvisi della Borsa Italiana Spa. ¹ Quota media del capitale sociale con diritti di voto; dati in percentuale. ² Rapporto tra azioni offerte e azioni richieste; dati in percentuale.

Le offerte successive su società quotate realizzate nel periodo di vigenza della legge 149/92 sono state nella maggioranza dei casi offerte di fatto totalitarie, ma solo in meno della metà dei casi esse sono state seguite da Opa residuali con conseguente cancellazione dal listino dei titoli oggetto dell'offerta (vedi Riquadro 4).

Le privatizzazioni di società quotate

Nel corso del 1998, lo Stato ha dismesso, mediante offerte pubbliche e collocamenti riservati a investitori istituzionali, partecipazioni in società quotate, detenute direttamente o indirettamente, per un controvalore di circa 19.400 miliardi di lire (Tav. II.5). A ciò si aggiunge la cessione a trattativa diretta del 25 per cento della Banca Nazionale del Lavoro da parte del Tesoro, per un controvalore di 2.500 miliardi di lire, finalizzata alla costituzione del nucleo stabile (Tav. aII.8). Rispetto all'anno precedente il volume complessivo delle operazioni di privatizzazioni di società quotate è significativamente diminuito, pur rimanendo su livelli elevati rispetto al periodo 1993-1996. Il rapporto tra controvalore delle offerte di società privatizzate nel corso del 1998 e capitalizzazione di borsa a fine anno è stato pari al 2,2 per cento.

La capitalizzazione complessiva a fine 1998 delle azioni ordinarie delle principali società privatizzate mediante offerta pubblica o collocamento istituzionale incluse nell'indice Mib30, era pari a circa 300.850 miliardi di lire (Tav. aII.9). Gli scambi relativi alle azioni ordinarie delle medesime società sono stati di circa 280.600 miliardi, con un *turnover* medio di circa il 120 per cento. Gli scambi delle azioni ordinarie delle società privatizzate hanno costituito circa il 34 per cento degli scambi complessivi in borsa nel corso del 1998.

Nel 1998 il rendimento medio delle azioni ordinarie delle società privatizzate incluse nell'indice Mib30 è stato pari al 54 per cento circa, mentre il rendimento medio ponderato per la capitalizzazione di tali società è stato pari al 42 per cento circa, contro una *performance* sostanzialmente analoga dell'intero mercato (41 per cento).

La più importante operazione di privatizzazione realizzata nel 1998 è stata quella della Banca Nazionale del Lavoro.

L'operazione di privatizzazione della Banca Nazionale del Lavoro è stata preceduta dalla conversione gratuita in azioni ordinarie delle azioni di risparmio, che erano le uniche quotate in borsa. La conversione è avvenuta tra l'agosto e il settembre 1998, mentre le negoziazioni sulle azioni ordinarie sono iniziate il 21 settembre.

Il Presidente del Consiglio dei Ministri, con decreto del 23 gennaio 1998, aveva disposto che l'alienazione della partecipazione detenuta dal Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica nella Banca Nazionale del Lavoro venisse effettuata sia mediante offerta pubblica di vendita, sia mediante trattativa diretta, anche al fine di costituire un azionariato stabile. Il 29 settembre 1998 il Tesoro ha stipulato con il Banco Bilbao Vizcaya, con la Banca Popolare Vicentina e con l'Ina, componenti il nucleo

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

SOCIETÀ	DATA	CTVL. ¹	CEDENTE	QUOTA CEDUTA ²	DESTINATARI DELL'OFFERTA ²			
					PUBBLICO	DIPEN- DENTI	ESTERA	INVEST. ISTITUZ.
CREDIT ORD	4.12.93	1715,0	IRI	63,1	36,3	—	—	26,8
CREDIT RISP	4.12.93	86,1	IRI	17,4	—	17,4	—	—
IMI	31.01.94	2384,4	TESORO E ALTRI	36,5	14,8	0,8	—	20,9
COMIT	26.02.94	2891,2	IRI SPA	51,9	26,9	3,5	—	21,5
INA	27.06.94	4530,0	TESORO	47,2	31,6	0,6	—	15,0
ENI	21.11.95	6300,0	TESORO	15,0	4,3	0,7	3,3	6,7
IMI	7.07.96	501,3	TESORO	6,9	—	—	—	6,9
AMGA	7.10.96	207,6	COMUNE GENOVA	49,0	17,6	0,8	—	30,6
ENI	21.10.96	8872,0	TESORO	15,8	8,0	0,8	2,0	5,0
MONTEFIBRE	08.07.96	182,6	ENICHEM	66,4	8,2 ³	—	—	58,2
ISTITUTO BANC. SAN PAOLO	19.05.97	2.660,0	GRUPPO BANC. SAN PAOLO, TESORO E ALTRI	31,0	12,3	2,4	—	16,3
ENI	23.06.97	13.176,3	TESORO	17,6	9,9	0,8	2,3	4,6
AEROPORTI DI ROMA	15.07.97	594,0	IRI	45,0	15,5	0,9	—	28,6
TELECOM	20.10.97	18.933,0	TESORO	32,9	24,3	3,3	1,1	4,2
BANCA DI ROMA	24.11.97	2.670,6	IRI, BANCA DI ROMA	36,6 ⁴	26,7 ⁵	2,4	—	7,5
SAIPEM	17.03.98	742,5	ENI	17,1	—	—	—	17,1
ALITALIA	22.05.98	786,6	IRI	18,4	—	—	—	18,4
ENI	22.06.98	12.767,3	TESORO	14,0	10,5	0,6	—	2,8
AEM	14.07.98	1.473,0	COMUNE MILANO	49,0	28,9	0,5	—	19,6
BNL	16.11.98	5.073,9	TESORO	64,7	34,8	3,6	—	26,3

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

di azionisti di riferimento della Banca Nazionale del Lavoro, accordi in base ai quali le parti acquirenti hanno assunto impegni sia in ordine alla gestione della banca, sia in ordine al trasferimento delle relative azioni. In particolare gli acquirenti, che hanno complessivamente acquisito il 25 per cento del capitale ordinario della Banca Nazionale del Lavoro, si sono impegnati a non variare le loro partecipazioni per un

periodo di 15 mesi. Inoltre, è previsto un diritto di prelazione a favore di ciascuno degli aderenti in tutti i casi di trasferimento di azioni della Banca Nazionale del Lavoro. In merito alla gestione della società, gli acquirenti hanno previsto nel medesimo accordo convenzioni per l'esercizio del diritto di voto e per la nomina del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo della Banca Nazionale del Lavoro.

A seguito della privatizzazione la quota del capitale sociale della Banca Nazionale del Lavoro detenuta dal Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica è passata dall'85,5 all'8,1 per cento, mentre la quota diffusa sul mercato è salita a circa il 66 per cento.

Altre operazioni di rilievo effettuate nel 1998 sono rappresentate dalla quarta *tranche* della privatizzazione dell'Eni, che ha portato la quota del Tesoro dal 51,2 al 36,9 per cento con un introito di oltre 12.700 miliardi di lire, e dalla vendita delle azioni ordinarie dell'Aem che ha portato la quota del Comune di Milano nella società dal 99 al 51 per cento, con un introito di circa 1.400 miliardi di lire.

III. LA SOLLECITAZIONE ALL'INVESTIMENTO

Le offerte finalizzate all'ammissione a quotazione

Nel corso del 1998, sono state ammesse a quotazione sul mercato ufficiale - tramite offerta pubblica - 16 società, con un aumento sia rispetto al 1997 (10 società) che al 1996 (12 società). Per effetto di tali operazioni, il numero di società quotate sul mercato ufficiale risulta a fine anno pari a 223, rispetto alle 213 di fine 1997; in un caso l'ammissione ha riguardato un'operazione di privatizzazione, relativa a un'azienda municipalizzata (Aem).

L'ammontare complessivo delle offerte relative alle ammissioni a quotazione ha superato i 3.500 miliardi, con un incremento superiore al 100 per cento rispetto all'anno precedente (Tav. aIII.1). Anche l'incidenza delle società neoquotate sulla capitalizzazione di borsa è cresciuta in maniera considerevole: la somma dei relativi valori di mercato dopo il collocamento, misurati ai prezzi di offerta, è risultata pari a oltre 8.500 miliardi di lire, rispetto ai 4.500 miliardi circa relativi alle neoquotate 1997.

Le società quotate nel corso del 1998 hanno collocato sul mercato, in media, circa il 42 per cento del capitale sociale (Tav. aIII.1). Gli azionisti di controllo hanno mantenuto una partecipazione media del 57 per cento circa, e solo in tre casi la quota offerta è risultata superiore alla maggioranza assoluta del capitale (Tav. III.1). La quota ceduta dall'azionista di controllo all'atto della quotazione, misurata sul capitale sociale ante-offerta, è risultata in media pari al 14,9 per cento.

Con riferimento agli esiti, tutte le operazioni sono state caratterizzate, oltre che da un'offerta pubblica, da un collocamento istituzionale: il 44 per cento circa dell'ammontare complessivo delle operazioni è stato assegnato nell'ambito dell'offerta pubblica, rispetto al 56 per cento destinato a investitori istituzionali (Tav. aIII.2). La parte assegnata a questi ultimi è risultata in calo rispetto al 1997, soprattutto a causa della riduzione della quota degli istituzionali esteri (dal 44,1 per cento del totale delle offerte nel 1997 al 28,4 per cento nel 1998), mentre è cresciuta la quota degli istituzionali italiani (dal 24,5 al 27,2 per cento). Inoltre, le offerte avvenute nel corso del 1998 hanno ricevuto un'accoglienza molto positiva da parte del mercato: il rapporto domanda/offerta è risultato pari a 4,5 per le offerte pubbliche e a 18 per le offerte istituzionali; peraltro, quest'ultimo dato è sensibilmente influenzato dall'operazione Aem, per la quale tale rapporto, riferito al collocamento istituzionale, è risultato pari a 25,5 (Tav. aIII.2).

Il periodo che va dal 1995 al 1998 è stato caratterizzato da una ripresa delle ammissioni a quotazione tramite offerta (48 società) dopo un quinquennio in cui, con tale modalità, si erano quotate in tutto 13 imprese; le società che si sono quotate negli ultimi anni sono risultate per la maggior parte imprese indipendenti, cioè non appartenenti a gruppi in cui era già presente una quotata.

STRUTTURA PROPRIETARIA DELLE SOCIETÀ AMMESSE A QUOTAZIONE¹
(QUOTE PERCENTUALI DEL CAPITALE SOCIALE CON DIRITTO DI VOTO)

SOCIETÀ	PRIMA DELL'OFFERTA		DOPO L'OFFERTA		
	AZIONISTI DI CONTROLLO	AZIONISTI CON PIÙ DEL 2 PER CENTO	AZIONISTI DI CONTROLLO	AZIONISTI CON PIÙ DEL 2 PER CENTO	TOTALE AZIONISTI PREESISTENTI ²
<i>MEDIA 1996</i>	78,3	94,7	52,8	61,2	65,8
<i>MEDIA 1997</i>	81,2	90,8	55,6	61,3	63,3
AEM	100,0	100,0	51,0	51,0	51,0
BAYERISCHE VITA	100,0	100,0	70,0	70,0	70,0
BEGHELLI	100,0	98,7	72,8	72,8	72,8
CASTEL GARDEN	100,0	98,3	42,9	41,2	42,9
CLASS EDITORI	59,3	97,8	50,0	52,4	52,4
CREMONINI	98,4	98,4	56,2	56,2	57,3
EMAK	100,0	100,0	74,2	74,2	74,2
GEFRAN	97,0	100,0	62,0	62,0	63,9
GRUPPO BUFFETTI	61,4	89,2	25,9	36,0	45,6
I GRANDI VIAGGI	89,4	99,8	53,7	59,8	57,3
RICHARD GINORI 1735	100,0	100,0	74,9	74,9	74,9
S.S. LAZIO	100,0	100,0	42,4	42,4	42,4
SABAF	66,7	100,0	54,5	58,9	58,9
SOL	100,0	100,0	75,0	75,0	75,0
TARGETTI SANKEY	63,5	95,1	50,8	66,4	69,3
<i>MEDIA 1998</i>	89,0	98,5	57,1	59,5	60,5

Fonte: Prospetti informativi. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ I dati del 1998 non comprendono la ST Microelectronics N.V., già quotata su altri mercati regolamentati esteri. ² Oltre agli azionisti che esercitano il controllo e a quelli che detengono più del 2 per cento del capitale sociale, la colonna include anche gli azionisti, preesistenti alla quotazione, che detengono quote inferiori al 2 per cento.

Un confronto fra le società ammesse a quotazione sul mercato ufficiale e sul mercato ristretto, tra l'inizio del 1995 e la fine del 1997, con un campione di società non quotate, simili per appartenenza settoriale e dimensione, è condotto nel Riquadro 5.

Le caratteristiche delle società neoquotate

Per ogni neoquotata non finanziaria sono state scelte 3 società non quotate, appartenenti allo stesso sottosettore e ragionevolmente omogenee in termini di fatturato. Il confronto riassunto nella tabella ha riguardato alcuni indicatori economico-finanziari relativi ai tre esercizi precedenti la quotazione e a quello contestuale (indicati con i numeri da -3 a 0); una differenza positiva indica che il valore è più elevato per le società neoquotate, viceversa per una differenza negativa.

Dal confronto emerge che le società di nuova quotazione hanno una redditività più elevata rispetto al campione di confronto, sia negli anni precedenti all'offerta che in quello di quotazione.

Le società neoquotate sono inoltre caratterizzate da un livello di indebitamento inferiore rispetto alle corrispondenti società non quotate già prima dell'ingresso in borsa: l'indice di indebitamento risulta minore per tutti e 3 gli esercizi precedenti alla quotazione, e la differenza si accentua nell'esercizio in cui avviene l'offerta, a causa del riequilibrio nella struttura finanziaria determinato dall'aumento di capitale contestuale alla quotazione. Le neoquotate sono inoltre più patrimonializzate delle non quotate, come è rilevato dall'indice di indipendenza finanziaria.

Per quanto concerne i tassi di crescita (riferiti sia al fatturato che al totale dell'attivo), essi risultano più elevati per le società neoquotate sia negli esercizi precedenti che in quello contestuale alla quotazione.

È stato inoltre analizzato l'andamento del differenziale di costo del capitale di debito delle neoquotate rispetto a quello di società non quotate a esse comparabili. A questo fine, le società neoquotate sono state messe a confronto sia con un campione di società già quotate di pari capitalizzazione, sia con un campione di imprese non quotate, appartenenti agli stessi settori delle neoquotate e caratterizzate da dimensioni e grado di indebitamento comparabili.

L'andamento del differenziale di costo del debito - misurato sui dati resi disponibili dalla Centrale dei Rischi della Banca d'Italia - negli anni precedenti e successivi all'ingresso in borsa mostra un miglioramento, a favore delle neoquotate, all'approssimarsi dell'anno di quotazione, anche se il suo andamento non è univoco. L'ingresso in borsa sembra quindi esercitare un effetto positivo, in termini di riduzione del costo dell'indebitamento.

Gli intermediari nei collocamenti e nelle offerte iniziali

Nel corso del 1998, ha avuto una parziale conferma la tendenza alla riduzione del grado di concentrazione del settore dell'intermediazione relativa all'attività di collocamento, che già si era manifestata nel 1997.

RIQUADRO 5

**DIFFERENZE TRA SOCIETÀ QUOTATE (1995-97) E NON QUOTATE
- INDICATORI DI REDDITIVITÀ E DI STRUTTURA FINANZIARIA¹ -**

	ANNI ²			
	- 3	- 2	- 1	0
ROA ³	1,7	2,8	3,4	2,6
ROE ⁴	3,2	5,4	7,2	3,4
INDICE DI INDEBITAMENTO ⁵	-2,8	-2,4	-3,0	-21,6
INDICE DI INDIPENDENZA DA TERZI ⁶	4,4	4,4	6,1	22,6

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Bureau Van Dijk-Aida e bilanci delle società. ¹ Differenze tra i valori medi relativi alle società neoquotate e quelli riferiti alle società non quotate di confronto. ² Gli anni sono da considerarsi rispetto a quello di quotazione (anno 0). ³ *Return on Assets*: (Risultato operativo + proventi finanziari) / totale attivo. ⁴ *Return on Equity*: Utile netto / patrimonio netto. ⁵ Debiti finanziari / (debiti finanziari + patrimonio netto). ⁶ Patrimonio netto / totale attivo.

Altro elemento d'interesse è la presenza, nel capitale delle società neoquotate considerate, di investitori istituzionali in capitale di rischio (essenzialmente fondi chiusi e società di *venture capital*): essi detenevano partecipazioni nel capitale di circa la metà delle società quotate nel triennio oggetto di analisi, e hanno ceduto contestualmente all'offerta una parte importante di esse (passando in media dal 40 per cento al 14 per cento circa del capitale sociale); la quota media ceduta è superiore al 20 per cento del capitale *ante* offerta.

In particolare, per quanto concerne le ammissioni a quotazione, i primi tre *global coordinators* per ammontare delle offerte detengono una quota di mercato complessiva pari al 60 per cento circa, rispetto al 71 per cento del 1997 (Tav. aIII.3); la quota di mercato dei primi cinque soggetti è invece pari al 75 per cento circa (89 per cento nel 1997). Il grado di concentrazione nel 1998 aumenta leggermente rispetto all'anno precedente, se si considerano i *lead managers* delle offerte pubbliche: la quota di mercato cumulata dei primi tre soggetti è pari all'88 per cento circa, mentre quella dei primi 5 raggiunge il 93 per cento.

La tendenza alla crescita del livello di concorrenza del settore risulta confermata dal numero di intermediari: considerando anche le operazioni in cui le relative funzioni sono svolte congiuntamente da più soggetti, nel 1998 - su un totale di 15 offerte - gli intermediari che hanno ricoperto il ruolo di global coordinator sono stati 14 (12 per quanto concerne i lead managers). Risulta altresì confermata l'ampia presenza di soggetti esteri: essi hanno svolto il ruolo di global coordinator in 7 operazioni (il 47 per cento circa) mentre, nel triennio precedente, erano presenti in 11 operazioni su 32.

Tali dati risultano particolarmente significativi se confrontati con la struttura del settore nel corso del periodo 1990-96: pur escludendo le operazioni di ammissione a quotazione concernenti le privatizzazioni, la quota di mercato dei primi tre soggetti - per l'intero periodo e quindi su un totale di 31 operazioni - era pari al 72,6 per cento; inoltre, i primi 10 intermediari coprivano oltre il 92 per cento del mercato.

TAV. III.2

INVESTITORI ISTITUZIONALI NELL'AZIONARIATO DELLE SOCIETÀ NEOQUOTATE¹

ANNO	N° SOCIETÀ ²	N° INVESTITORI ISTITUZIONALI ³	QUOTA ANTE OFFERTA ⁴	QUOTA POST OFFERTA ⁵
1995	6	2,3	27,7	8,5
1996	5	2,8	53,2	25,4
1997	2	1,5	40,9	7,1
1998	4	4,3	48,3	18,9

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

Rilevante è risultata la presenza nel capitale delle società neoquotate di investitori istituzionali in capitale di rischio quali fondi chiusi, società di *venture capital* e banche d'investimento: tali soggetti detenevano partecipazioni in 4 delle società quotatesi nel corso del 1998 e hanno ceduto, contestualmente all'offerta, una parte consistente di esse, passando da una quota media del 48 per cento circa prima della quotazione a una quota media del 19 per cento subito

dopo l'offerta (Tav. III.2). Come già avvenuto per le quotazioni del triennio precedente, i fondi chiusi di diritto italiano non sono, invece, risultati presenti tra gli investitori che partecipano al capitale delle imprese.

Nel corso della seconda metà degli anni '90 si è verificata, per le società ammesse a quotazione tramite offerta, una riduzione del livello medio dello sconto al momento della quotazione (*underpricing*) - definito come variazione percentuale tra il prezzo di mercato del primo giorno di quotazione e il prezzo di offerta, corretta per la variazione dell'indice di borsa - in particolare se confrontato con i valori raggiunti da tale indicatore alla fine degli anni '80 (Tav. III.3).

TAV. III.3

SCONTO ALLA QUOTAZIONE

ANNO	N° OFFERTE ¹	SCONTO MEDIO ²
1995	11	7,8
1996	12	10,1
1997	10	7,1
1998	14	6,8

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Datastream. ¹ Non sono state incluse le offerte relative a società privatizzate. ² Differenza percentuale tra prezzo di mercato del primo giorno di quotazione e prezzo di offerta, corretta per la variazione dell'indice di borsa; valori medi.

L'osservata riduzione dell'entità dello sconto sembra motivata anche dal miglioramento della informazione contenuta nei prospetti.

Lo sconto del prezzo d'offerta rispetto a quello di mercato può dipendere, in una certa misura, dalla volontà di collocare le azioni anche presso investitori meno informati. Un prospetto informativo di qualità elevata, contribuendo a ridurre, a parità di condizioni, l'incertezza *ex-ante* sul valore dell'impresa, e quindi il rischio di adesione all'offerta da parte degli investitori non professionali, può costituire uno degli elementi in grado di ridurre il valore dell'*underpricing*. Un approfondimento sulla relazione tra il livello del contenuto informativo del prospetto e il valore dell'*underpricing* è contenuto nel Riquadro 6.

Underpricing e “qualità” dei prospetti informativi

I prospetti contengono un *set* informativo minimale prefissato per regolamento. Tuttavia, dall'esame dei prospetti si registra una costante evoluzione nel tempo della qualità dell'informazione ivi contenuta.

L'evoluzione è stata determinata sia dalle richieste effettuate dagli uffici della Consob, sia da alcuni mutamenti avvenuti nel settore. Infatti, a partire dal 1994 è possibile registrare una crescente presenza degli intermediari esteri nelle operazioni di collocamento e un più frequente orientamento dell'offerta anche agli investitori istituzionali esteri. Questa apertura, e la spinta concorrenziale che ne è derivata, hanno verosimilmente portato all'adozione degli standard informativi in uso nei paesi finanziariamente più evoluti.

Per determinare la “qualità” di un prospetto è stata verificata la presenza delle seguenti voci: 1) destinazione del ricavato dell'operazione, se Ops, o motivi della dismissione, se Opv; 2) descrizione delle spese e attività di ricerca e sviluppo; 3) descrizione degli investimenti negli ultimi esercizi; 4) descrizione della strategia d'impresa; 5) notizie sulle quote di mercato e sui principali *competitors*; 6) rendiconti finanziari non consolidati; 7) descrizione della posizione fiscale (contenziosi pendenti, etc.); 8) descrizione della cause civili/penali pendenti; 9) indicazione dell'esistenza di patti di sindacato; 10) indicazione di situazioni di potenziale conflitto d'interessi per gli amministratori (attività svolte al di fuori della società, interessi in operazioni straordinarie effettuate dall'emittente); 11) indicazione di partecipazione agli utili/capitale dei dipendenti; 12) tavola riassuntiva sulla struttura proprietaria pre- e post-offerta; 13) indicazione delle commissioni globali per il collocamento.

La somma dei punteggi attribuiti (ponendo valore 1 se la relativa voce è presente nell'ambito del prospetto e altrimenti 0) fornisce un indicatore della qualità del prospetto, il cui valore è compreso tra 0 e 13 (i prospetti di qualità più elevata presentano un valore limite di 13).

Dall'analisi dei punteggi attribuiti ai prospetti delle neoquotate 1988-98 emerge come il livello di qualità sia in costante crescita; è infatti possibile individuare due sottoperiodi caratterizzati da un livello qualitativo medio dei prospetti sensibilmente differente (1988-94 e 1995-98).

Inoltre, suddividendo il campione annuo sulla base della tipologia di imprese, si riscontrano delle differenze significative, in termini di qualità media dei prospetti e di livello dell'*underpricing*.

Gli aumenti di capitale delle società quotate e le operazioni di finanza straordinaria

Nel 1998, così come negli anni precedenti, la maggior parte degli aumenti di capitale delle società quotate (escludendo quelle di nuova quotazione) sono stati effettuati tramite offerta in opzione delle azioni di nuova emissione agli azionisti esistenti (cosiddetto “metodo dei diritti”). Considerando anche gli aumenti di capitale effettuati in occasione di offerte finalizzate alla quotazione in borsa, la raccolta complessiva di mezzi freschi nel 1998 è stata pari a oltre 17.000

RIQUADRO 6

QUALITÀ DEI PROSPETTI E SCONTO ALLA QUOTAZIONE

	OFFERTE 1988-94			OFFERTE 1995-98		
	N° SOCIETÀ	QUALITÀ DEL PROSPETTO ¹	SCONTO ²	N° SOCIETÀ	QUALITÀ DEL PROSPETTO ¹	SCONTO ²
SOCIETÀ INDUSTRIALI	20	7	26,6	38	12,4	8,8
SOCIETÀ FINANZIARIE	5	8,2	- 3,2	5	11	9,2
<i>CARVE OUT</i> ³	6	7,8	30,2	3	11,7	5,2
SOCIETÀ FINANZIATE DA <i>VENTURE CAPITALIST</i>	1	8	- 7,5	12	12,3	6,6
PRIVATIZZATE	3	5,3	- 10,2	3	11,3	4,5
SOCIETÀ A CONTROLLO FAMILIARE	15	7,3	24,9	25	12,5	10,8
<i>TOTALE</i> ⁴	25	7,2	20,7	43	12,3	8,9

Fonte: Elaborazioni Consob su prospetti informativi. ¹ Valori medi. ² Differenza percentuale tra prezzo di mercato del primo giorno di quotazione e prezzo di offerta, corretta per la variazione dell'indice di borsa; valori medi. ³ Società controllate da quotate, o comunque facenti parte di gruppi in cui esiste una società già quotata. ⁴ Sono state escluse le tre ammissioni a quotazione relative a società privatizzate per le quali è stata attribuita la *bonus share*.

L'innalzamento dei livelli medi di qualità dei prospetti trova riscontro nella sensibile riduzione dell'*underpricing* (passato dal 20,7 per cento per le società del primo periodo all'8,9 per cento di quelle del secondo periodo). Fanno eccezione le società finanziarie e le privatizzate per le quali, pur essendosi riscontrato un miglioramento della qualità dei prospetti, si è avuto un incremento dell'*underpricing*.

miliardi di lire (Tav. aIII.4). Nel 1998 si è verificata una netta ripresa dell'attività di raccolta; tra le principali operazioni di aumento di capitale realizzate nel 1998 si segnalano quelle delle Assicurazioni Generali, di Alitalia e di Mediobanca. Un confronto con il 1995, anno caratterizzato da un picco analogo della raccolta, evidenzia la diversa tipologia delle società: la maggior parte di quelle che avevano effettuato aumenti di capitale nel 1995 erano infatti società minori, spesso in fase di ristrutturazione, alcune delle quali sospese dal listino.

Gli aumenti di capitale e il mercato dei diritti di opzione

Per le società quotate, l'offerta dei diritti inoptati rivenienti da operazioni di aumento di capitale ai sensi dell'art. 2441, comma 2, del codice civile, è preceduta da una fase di negoziazione per contanti dei diritti stessi, che avviene entro il mese borsistico in cui ha luogo l'aumento di capitale. In questa fase il regolamento della Borsa Italiana Spa prevede che i diritti siano negoziati con le stesse modalità previste per il titolo di compendio, mentre successivamente i diritti inoptati sono negoziati nella sola fase di asta di apertura.

In generale, per un investitore dovrebbe essere indifferente acquistare un'azione priva del diritto di opzione direttamente al prezzo di mercato corrente, oppure acquistare un diritto (o un numero di diritti che consenta la sottoscrizione di una nuova azione) ed esercitarlo sottoscrivendo una nuova azione al prezzo di emissione previsto dall'aumento di capitale. Sulla base di questa relazione di arbitraggio è possibile derivare il prezzo teorico del diritto d'opzione. Il prezzo teorico può quindi essere confrontato con il prezzo di mercato effettivo al quale sono scambiati i diritti d'opzione.

La figura riporta la differenza percentuale media fra prezzo di mercato e prezzo teorico dei diritti (*mispricing*), in ogni giorno di contrattazione dei diritti stessi a partire dall'inizio delle operazioni di aumento di capitale (cioè a partire da quando l'azione incomincia a quotare *ex*). L'analisi ha riguardato le offerte di azioni ordinarie in opzione ai soli azionisti ordinari nel periodo 1995-98, a esclusione delle operazioni con contestuale emissione di *warrants*.

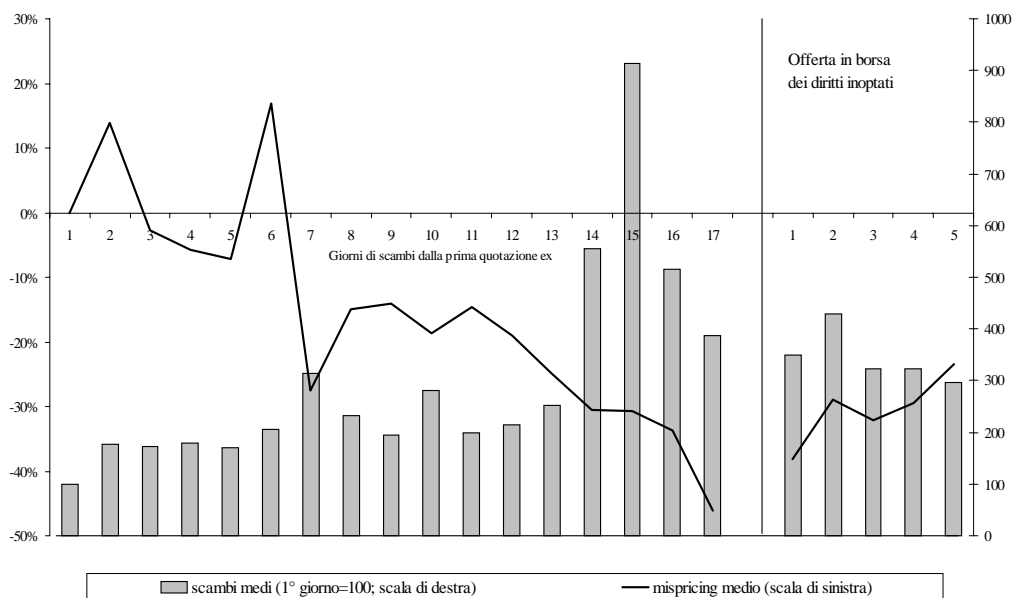
I prezzi effettivi dei diritti sono sistematicamente inferiori ai prezzi teorici, con la sola eccezione dei primi giorni di scambi. In media, dopo la prima settimana di negoziazione, la differenza tra prezzo di mercato e prezzo teorico diviene fortemente negativa, fino a raggiungere circa il 30-40 per cento negli ultimi giorni di contrattazione. Nel periodo di offerta dei diritti inoptati il *mispricing* è pure elevato (in media circa il 30 per cento), e relativamente stabile. L'andamento dei volumi di negoziazione dei diritti è invece crescente nel periodo di negoziazione continua, mostrando un picco verso la fine di tale periodo.

Nel riquadro 7 è svolto un approfondimento sul funzionamento del mercato dei diritti di opzione.

Nel quadriennio 1995-1998 alcune operazioni sono state effettuate con contestuale emissione di *warrants*. Le emissioni di azioni ordinarie con diritto di opzione sia per gli azionisti ordinari che per gli azionisti di risparmio sono state complessivamente 9, di cui 7 verificatesi nel 1995. Infine, è piuttosto ridotto il numero di aumenti di capitale con emissioni di azioni di più categorie (7 nell'intero quadriennio).

La quasi totalità delle operazioni di aumento di capitale delle società quotate viene effettuata a prezzi di emissione che comportano significativi sconti rispetto al prezzo di mercato (Tav. III.4). Il valore mediano dello sconto varia da un anno all'altro, attestandosi nel 1998 intorno al 34 per cento rispetto all'ultimo prezzo *cum*.

RIQUADRO 7

DIRITTI DI OPZIONE: DIFFERENZA TRA PREZZO DI MERCATO
E PREZZO TEORICO (1995-98)¹

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Borsa Italiana Spa e Datastream. ¹ Il *mispricing* è calcolato come differenza percentuale media giornaliera fra prezzo di mercato e prezzo teorico dei diritti. Il volume degli scambi è, per ciascun titolo, posto pari a 100 nel primo giorno di contrattazione; il valore riportato è la media giornaliera dei valori così determinati.

Con l'eccezione del 1995, nella maggior parte dei casi l'inoptato degli aumenti di capitale effettuati con il metodo dei diritti risulta inferiore all'uno per cento. Un livello di inoptato più elevato è caratteristico invece di operazioni effettuate da società in situazione di squilibrio finanziario e che hanno solitamente effettuato, nel periodo immediatamente antecedente, riduzioni o azzeramenti del capitale sociale. Tali situazioni spesso coincidono con i casi in cui il prezzo di emissione dei nuovi titoli è superiore a quello di mercato.

Oltre alla ripresa della raccolta di mezzi freschi sul mercato, nel corso del 1998 si sono avute anche importanti operazioni di fusione e di riassetto societario che hanno coinvolto società quotate.

Tra le maggiori operazioni di finanza straordinaria si segnala la fusione tra l'Istituto Bancario San Paolo di Torino Spa e l'Istituto Mobiliare Italiano Spa. L'operazione si colloca nel processo di consolidamento in atto nel settore bancario italiano e ha dato luogo a un nuovo gruppo

finanziario con un attivo complessivo di circa 350.000 miliardi di lire. La fusione, che tecnicamente ha previsto l'incorporazione dell'Imi nel San Paolo, è stata approvata alla fine di luglio dalle assemblee straordinarie e ha avuto decorrenza giuridica dal 1° novembre 1998. La nuova entità è stata denominata "San Paolo di Torino - Istituto Mobiliare Italiano".

TAV. III.4

AUMENTI DI CAPITALE DELLE SOCIETÀ QUOTATE
- SCONTO DI EMISSIONE E INOPTATO -
 (VALORI PERCENTUALI)

ANNO	INOPTATO		SCONTO DI EMISSIONE ¹	
	MEDIA	MEDIANA	MEDIA	MEDIANA
1995	24,48	24,11	14,79 ²	6,66
1996	2,34 ³	0,70	22,94	15,78
1997	10,99 ⁴	6,15	42,07	39,99
1998	0,16	0,13	37,93	34,64

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Borsa Italiana Spa e Datastream. ¹ Lo sconto di emissione è calcolato rispetto all'ultimo "prezzo cum" disponibile. ² Nel 1995 lo sconto medio è significativamente inferiore a causa della presenza di 6 operazioni per le quali il prezzo di emissione è risultato superiore all'ultimo prezzo registrato prima dell'inizio dell'operazione; se si escludono tali operazioni, lo sconto medio nel 1995 sale al 35 per cento. ³ Escluso il Banco di Napoli (98,86 per cento di inoptato, sottoscritto dal Tesoro). ⁴ Il dato non include due operazioni per le quali non erano disponibili i dati.

Il rapporto di concambio è stato pari a 1,045 azioni San Paolo per 1 azione Imi, senza alcun conguaglio in denaro. A seguito della fusione gli azionisti San Paolo, diversi dall'Imi, detengono una quota pari al 55,3 per cento della nuova entità, mentre il 44,7 per cento è di pertinenza degli azionisti Imi. I dati di bilancio previsionali indicano un patrimonio netto civilistico della nuova entità superiore a 13.000 miliardi di lire, mentre quello consolidato sarà superiore a 17.000 miliardi.

Un'altra importante operazione realizzata nel corso dell'anno è stata la scissione parziale di Unicredito Spa in Credito Italiano Spa, facente parte di un progetto più ampio che include anche un aumento di capitale di quest'ultimo, riservato agli azionisti di minoranza di Cariverona Banca Spa, e l'acquisizione di una quota del capitale sociale della Cassa di Risparmio di Trento e Rovereto Spa, da perfezionarsi nel 1999. La scissione parziale, approvata in assemblea straordinaria il 3

agosto e conclusasi il 23 ottobre, ha comportato il trasferimento di parte del patrimonio di Unicredito Spa al Credito Italiano Spa, che ha assunto la denominazione di "UniCredito Italiano Spa," e l'assegnazione di azioni di nuova emissione da parte di quest'ultimo ai soci di Unicredito Spa, in misura proporzionale alle azioni detenute.

Gli elementi patrimoniali conferiti dalla società scissa sono prevalentemente costituiti dalle partecipazioni in imprese del gruppo e da altre partecipazioni, tra le quali il 100 per cento di Banca Crt Spa, l'80,8 per cento di Cariverona Banca Spa, il 100 per cento di Cassamarca Spa e l'86 per cento della Banca di Bergamo Spa. UniCredito Italiano Spa conserva il ruolo di capogruppo mantenendo anche l'attuale rapporto di controllo nei confronti di Credit, Carimonte e Rolo Banca.

Successivamente alla scissione, UniCredito Italiano ha effettuato un aumento del capitale sociale mediante emissione di azioni ordinarie, da liberarsi mediante conferimento in natura di azioni Cariverona da parte degli azionisti di minoranza della stessa. L'offerta pubblica di scambio di azioni ordinarie di Cariverona con azioni ordinarie UniCredito Italiano Spa, finalizzata all'acquisizione della totalità del capitale di Cariverona e alla partecipazione degli azionisti di minoranza di questa a UniCredito Italiano, è stata effettuata con assegnazione di 5,35 azioni UniCredito Italiano per ogni azione Cariverona conferita e si è conclusa il 1° febbraio 1999.

L'assetto azionario della società scissa dopo l'operazione ha mantenuto la struttura precedente con le quattro fondazioni (Fondazione Cassa di Risparmio di Verona, Vicenza e Belluno, Fondazione Crt, Fondazione Cassamarca, Fondazione Cassa di Risparmio di Trieste). Le fondazioni hanno manifestato l'intenzione di cedere le proprie quote di partecipazione in UniCredito Italiano, con l'obiettivo di dismettere, di massima entro il 31 dicembre 2000, almeno il 50 per cento delle azioni originariamente ricevute; tali soggetti detenevano, al 31 dicembre 1998, una quota complessiva pari al 38 per cento circa.

In data 29 luglio 1998, le assemblee straordinarie dell'Ina e di Unione Immobiliare Spa, società controllata al 100 per cento dall'Ina, hanno approvato il progetto di scissione parziale di quest'ultima, realizzato poi con decorrenza giuridica dal 31 ottobre 1998. La scissione parziale ha comportato il trasferimento degli immobili non strumentali dell'Ina all'Unione Immobiliare.

La scissione ha comportato contestualmente una prima riduzione del valore nominale delle azioni di Unione Immobiliare da lire 10.000 a lire 122,809, seguita da un aumento del valore nominale da lire 122,809 a lire 125, mediante prelievo dalla riserva sovrapprezzo azioni e conseguente aumento del capitale sociale. Successivamente ha avuto luogo un ulteriore aumento del capitale sociale di Unione Immobiliare, per lire 500 miliardi, mediante l'emissione di nuove azioni ordinarie attribuite agli azionisti Ina.

Agli azionisti Ina è stata quindi attribuita un'azione ordinaria Unione Immobiliare del valore nominale di 125 lire per ogni azione ordinaria Ina del valore nominale di 1.000 lire. Per effetto delle operazioni di concambio e sul capitale, l'Ina ha ricevuto 683.760.684 azioni Unione Immobiliare e gli azionisti Ina hanno ricevuto 4 miliardi di azioni Unione Immobiliare. Inoltre l'Ina ha ricevuto azioni Unione Immobiliare in proporzione alle azioni proprie possedute, pari a circa il 20 per cento del capitale sociale. Unione Immobiliare è quindi detenuta per l'84 per cento dagli azionisti Ina e per il 16 per cento circa dalla stessa Ina. L'attuazione dell'operazione di scissione era stata subordinata all'ammissione a quotazione delle azioni ordinarie di Unione Immobiliare, avvenuta il 12 ottobre 1998.

Altre operazioni avvenute nel corso del 1998 hanno riguardato società quotate che hanno effettuato ristrutturazioni a livello di gruppo, mediante scissioni parziali e cessioni di partecipazioni. Alcune operazioni di questa tipologia sono le scissioni parziali effettuate da Schiapparelli 1824, Aedes Spa e Premafin Finanziaria Spa. Nel caso di Aedes e di Premafin, le società beneficiarie della scissione sono state create *ex novo* e ne è stata chiesta l'ammissione a quotazione.

La Schiapparelli 1824 ha progettato un rilancio del gruppo tramite la focalizzazione sulle attività principali. Con questa finalità la società ha effettuato un'operazione complessa che comprende: la cessione alla Alfa Wasserman delle partecipazioni totalitarie possedute dalla subholding Schiapparelli International BV nelle società Schiapparelli Biosystems Inc. e Schiapparelli Biosystems BV; l'acquisto, da parte della Schiapparelli 1824, dalla Alfa Wasserman della partecipazione residuale (49,73 per cento) nella Schiapparelli Pikenz Spa, società di cui già deteneva il 50,27 per cento. L'operazione è stata perfezionata il 3 dicembre 1998.

Il 14 settembre 1998 l'assemblea di Aedes Spa ha approvato il progetto di scissione parziale di Aedes Spa Ligure Lombarda per Imprese e Costruzioni mediante la costituzione di una nuova società, la Petra Spa. L'atto di scissione è stato stipulato il 5 novembre 1998 e ha comportato il trasferimento alla Petra Spa del ramo d'azienda costituito da beni immobili di natura residenziale e abitativa. Ai soci di Aedes Spa, ferma restando la partecipazione detenuta nella società scissa, sono state attribuite le azioni emesse dalla Petra Spa per un importo complessivo di nominali 6,3 miliardi di lire. L'ammissione a quotazione di Petra Spa è stata deliberata dalla Borsa Italiana Spa il 30 ottobre 1998, e le negoziazioni sono iniziate in data 11 novembre 1998. L'operazione rientra in un piano industriale più ampio che comprende, tra l'altro, la fusione per incorporazione della Petra con la controllante Bonaparte Spa, società quotata al mercato ristretto.

Nel novembre 1998 l'assemblea straordinaria della Premafin Finanziaria Spa ha approvato il progetto di scissione parziale subordinata all'ammissione a quotazione delle azioni ordinarie della società beneficiaria Premaimm Spa, di nuova costituzione. L'operazione di scissione parziale della Premafin nella Premaimm rientra nell'ambito dell'accordo sottoscritto nel dicembre 1993, e rinegoziato nel dicembre 1997, dai gruppi Premafin e Finanziaria Moderna (azionista di Premafin Spa) e dalla quasi totalità delle banche loro creditrici, in esecuzione di un programma di ristrutturazione finanziaria e societaria. L'operazione prevede l'attribuzione agli azionisti di Premafin, in base a un criterio proporzionale, delle azioni emesse dalla Premaimm, nel rapporto di 2 azioni ordinarie Premaimm da nominali lire 1.000 ogni 10 azioni ordinarie Premafin da nominali lire 1.000. La delibera assembleare di scissione è stata omologata il 4 febbraio 1999 ed è stata seguita, l'8 febbraio, dall'ammissione a quotazione delle azioni ordinarie Premaimm.

Le operazioni di sollecitazione relative a titoli non quotati

Nel corso del 1998 la Consob ha rilasciato il nulla-osta alla pubblicazione del prospetto informativo o del documento di offerta in relazione a 19 offerte pubbliche aventi ad oggetto titoli non quotati.

La maggior parte delle operazioni ha riguardato offerte pubbliche di acquisto o di scambio: nel 1998 si sono avute 12 offerte pubbliche di acquisto e una di scambio per un controvalore complessivo di oltre 3 mila miliardi di lire, con un incremento notevole rispetto al 1997, quando si erano avute 8 offerte per un controvalore di 650 miliardi (Tav. III.5). Inoltre, mentre nel 1997 oltre l'80 per cento del controvalore era derivato da una sola operazione di rilievo, nel 1998 c'è stata una minore concentrazione del fenomeno (l'operazione più grande, rappresentata dall'Opa lanciata dall'UniCredito sulla Cassa di Risparmio di Verona per un controvalore di oltre 1.700 miliardi, ha rappresentato poco più del 50 per cento del controvalore complessivo).

TAV. III.5

OFFERTE PUBBLICHE SU TITOLI NON QUOTATI¹

TIPO DI OFFERTA	NUMERO OPERAZIONI		CONTROVALORE (MILIARDI DI LIRE)		RAPPORTO CON LE OPERAZIONI RELATIVE A TITOLI QUOTATI ²	
	1997	1998	1997	1998	1997	1998
OPV ³	3	2	162	175	13,3	0,8
OPS	6	4	121	36	5,6	1,7
OPA E OPSC	8	13	649	3.282	32,5	84,5
<i>TOTALE</i>	<i>17</i>	<i>19</i>	<i>932</i>	<i>3.493</i>	<i>15,1</i>	<i>12,2</i>

Fonte: Prospetti informativi e documenti di offerta. ¹ Sono escluse le offerte riservate ai dipendenti, i collocamenti privati, le offerte estere. ² Valori in percentuale. ³ Sono escluse le Opv relative a Telecom ed Eni.

Per quanto riguarda le offerte pubbliche di vendita e di sottoscrizione, si sono avute 6 operazioni per un controvalore complessivo di circa 210 miliardi di lire, valori in lieve diminuzione rispetto al 1997, quando si erano avute 9 operazioni per un controvalore di circa 280 miliardi.

Come già avvenuto negli anni precedenti, le operazioni sui titoli non quotati sono avvenute prevalentemente nel settore bancario, dove è proseguita l'attività di concentrazione soprattutto nel comparto delle banche popolari.

Tutte le offerte pubbliche di acquisto o scambio hanno infatti riguardato banche; per oltre la metà dei casi, inoltre, la società oggetto è stata una banca popolare. Anche tra le offerte pubbliche di vendita o di sottoscrizione il peso delle operazioni realizzate nel settore bancario è stato

preponderante, soprattutto in termini di controvalore (oltre l'85 per cento). Le offerte realizzate da soggetti non bancari hanno riguardato esclusivamente obbligazioni.

Sul piano normativo, l'entrata in vigore del Testo unico ha introdotto importanti modifiche in materia di regolamentazione delle offerte pubbliche riguardanti titoli non quotati. Per quanto riguarda le offerte pubbliche di acquisto e di scambio, la più importante innovazione ha riguardato l'estensione della disciplina generale prevista dal Testo unico a tutte le offerte, indipendentemente dal fatto che i titoli oggetto dell'offerta siano quotati o meno. Fanno eccezione le norme sulle offerte obbligatorie, che si applicano soltanto alle società con azioni quotate. Precedentemente, invece, le offerte sui titoli quotati erano disciplinate dalla legge 149/92, mentre le offerte sui titoli non quotati rientravano nell'ambito di applicazione dell'art.18 della legge 216/74; ciò implicava una mancanza di omogeneità in merito, fra l'altro, ai criteri di riparto e alle regole di correttezza dei soggetti coinvolti.

Per quanto riguarda le offerte pubbliche di vendita e di sottoscrizione di titoli non quotati, una importante innovazione introdotta dal Testo unico riguarda lo status che le società che effettuano tali operazioni vengono ad assumere. Il Testo unico ha infatti esteso una serie di obblighi informativi, nei confronti del pubblico e della Consob, anche alle società non quotate i cui titoli siano diffusi tra il pubblico in misura rilevante. La società emittente, che a seguito dell'operazione di sollecitazione assume lo status di società con titoli diffusi, deve mettere a disposizione del pubblico le informazioni relative al bilancio e quelle relative a fatti rilevanti che possono influenzare il prezzo degli strumenti finanziari diffusi.

IV. L'INFORMAZIONE SUGLI EMITTENTI QUOTATI

I controlli sull'informazione continua

Nel corso del 1998 le società quotate hanno trasmesso al pubblico 3.354 comunicati (contro i 2.177 e i 3.100 trasmessi, rispettivamente, nel 1996 e nel 1997). A tali adempimenti si sono aggiunti numerosi avvisi a pagamento pubblicati sui principali quotidiani nazionali per fornire notizie utili per l'esercizio dei diritti degli azionisti.

Nell'ambito dell'attività di controllo sull'informazione continua, la Commissione ha richiesto a sette società di diffondere notizie e dati integrativi (a sei società sulla base dell'art. 1/3, lett. b), della legge 216/74, e a una ai sensi dell'art. 114, comma 3, del D.Lgs. 58/98). Le richieste analoghe effettuate nel corso del 1997 erano state 46.

La riduzione è in parte da attribuire al fatto che la disciplina di attuazione del Testo unico della finanza ha imposto alle società quotate uno specifico obbligo di commento alle indiscrezioni pubblicate dagli organi di informazione; in precedenza tale comportamento era invece solo raccomandato. La nuova disciplina richiede, invece, alle società emittenti una autonoma verifica dell'esistenza di eventuali fenomeni di informazione incompleta, indipendentemente da una richiesta specifica da parte dell'Istituto.

Nel corso del 1998, il consistente incremento degli incontri, sia di tipo bilaterale che di tipo allargato, organizzati dagli emittenti con gli analisti finanziari, ha richiamato l'attenzione della Commissione, anche alla luce del fatto che l'oggetto degli argomenti trattati nel corso di tali incontri è sempre più orientato verso aspetti di tipo previsionale. Al riguardo, l'Istituto ha raccomandato agli emittenti di provvedere senza indugio a informare il pubblico con le modalità previste dal regolamento 11520/98 delle notizie diffuse nell'ambito degli incontri per le quali sussistano dubbi circa l'idoneità a influenzare sensibilmente l'andamento del mercato (raccomandazione 98090373 del 20 novembre 1998).

Tenuto conto, inoltre, che nel corso degli incontri gli emittenti diffondono frequentemente dati e notizie relativi a fatti che, pur non essendo idonei a influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari, sono comunque idonei, quando resi pubblici, a produrre effetti sull'andamento delle contrattazioni sul mercato, la Commissione ha raccomandato di comunicare anticipatamente a essa stessa e alla società di gestione del mercato la data, il luogo e i principali argomenti dell'incontro, trasmettendo la documentazione messa a disposizione dei partecipanti al più tardi contestualmente allo svolgimento dell'incontro stesso. La Commissione ha inoltre raccomandato di aprire la partecipazione all'incontro anche a esponenti della stampa economica, ovvero, ove ciò non sia possibile, di emettere, inviandone copia alla Consob e alla società di gestione del mercato, un comunicato stampa che illustri i principali argomenti trattati. Infine, è stato raccomandato di predisporre accorgimenti idonei a far sì che anche le società controllate rispettino i predetti principi.

Anche nel corso del 1998, nonostante un generale miglioramento della comunicazione societaria, grazie anche alla maggiore cura che gli emittenti hanno riservato a tale adempimento, l'Istituto ha rilevato alcune violazioni della disciplina sugli obblighi informativi (Tav. IV.1).

TAV. IV.1

**CONTROLLI SUGLI OBBLIGHI INFORMATIVI DEGLI
EMITTENTI**

ANNI	INFRAZIONI RILEVATE	SANZIONI ¹
1995	2	3
1996	4	3
1997	5	7
1998	4	1

Fonte: Adempimenti agli obblighi informativi di cui ai regolamenti 5553/91 e 11520/98. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Le sanzioni si riferiscono anche a infrazioni rilevate negli anni precedenti.

Al riguardo, è da rilevare che, mentre la legge 157/91 faceva gravare la responsabilità per l'inosservanza della normativa sull'informazione al pubblico sulle società, il Testo unico della finanza stabilisce una responsabilità personale e diretta delle persone fisiche che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate. Pertanto, delle quattro violazioni rilevate dalla Commissione nel 1998, due (mancata tempestiva informazione in merito a un'operazione di acquisizione e a un'operazione di aumento di capitale) sono state contestate alle società in base alla previgente disciplina, e due (mancato tempestivo commento di indiscrezioni e mancata pubblicazione di notizie relative a decisioni su conversione di titoli) sono state contestate agli amministratori.

I controlli sull'informazione contabile e periodica

Nel complesso, l'attività di controllo del rispetto della normativa in materia contabile è ampiamente ricorsa a una azione di sollecitazione nei confronti degli emittenti. La repressione di fenomeni giudicati scorretti, come nel caso di impugnativa dei bilanci, risulta, infatti, sostanzialmente inefficace, dati i tempi della giustizia civile; qualora un emittente non si adegui spontaneamente alle indicazioni della Commissione, una causa d'impugnativa può trovare la sua definizione solo dopo diversi anni dalla diffusione al mercato del bilancio contestato.

Nel corso del 1998, l'attività di verifica dei conti annuali e consolidati delle società quotate si è orientata secondo la consueta duplice direzione: quella preventiva, indirizzata alla trasparenza e completezza dei bilanci, e quella successiva, tesa alla analisi della correttezza contabile.

Le richieste di dati e notizie indirizzate alle società quotate ai sensi dell'art. 1/3, comma 1, lett. c), della legge 216/74 e dell'art. 115, comma 1, del D.Lgs. 58/98, sono state complessivamente 19, tre delle quali relative a società di revisione (Tav. IV.2). Esse sono state effettuate allo scopo di ottenere delucidazioni sia in relazione alla chiarezza dell'informazione resa nella documentazione di bilancio, sia in relazione alla correttezza contabile.

TAV. IV.2

CONTROLLI SUI BILANCI DELLE SOCIETÀ QUOTATE

ANNI	NUMERO INTERVENTI NEI CONFRONTI DI SOCIETÀ DI REVISIONE			NUMERO INTERVENTI NEI CONFRONTI DI SOCIETÀ EMITTENTI			
	RICHIESTE INFORMAZIONI	ISPEZIONI	LETTERE DI RICHIAMO	RICHIESTE INFORMAZIONI	ISPEZIONI	PROVVE- DIMENTI DIVERSI ¹	IMPUGNA- TIVA DI BILANCIO
1995	26	3	1	42	--	29	--
1996	16	3	--	68	1	35	--
1997	9	2	--	26	--	25	--
1998	3	2	--	16	2	11	1

Fonte: Consob. ¹ Lettere di richiamo e richieste di pubblicazione di dati e notizie.

Nel 1998 è proseguita la tendenza alla contrazione del numero di interventi per richieste di chiarimenti e ulteriori informazioni. Questo fenomeno è attribuibile sostanzialmente all'eccezionalità di eventi relativi agli scorsi anni, legati ad alcune importanti e delicate istruttorie eseguite nei confronti di gruppi di rilievo.

Gli interventi a carattere provvedimento, adottati in virtù dei poteri previsti dall'art.1/3, comma 1, lett. b), della legge 216/74 e dell'art. 114, comma 3, del D.Lgs. 58/98, sono stati complessivamente 11, e prevalentemente finalizzati a integrare l'informativa di bilancio da rendere in occasione delle scadenze assembleari.

In un caso la Commissione ha richiesto di fornire ulteriori informazioni in merito all'importo e alle modalità di corresponsione di un premio speciale in favore del presidente uscente, nonché in merito alle altre indennità spettanti allo stesso per la cessazione del proprio rapporto con la società. In tale circostanza gli amministratori, facendo appello alla legge 675/96 in tema di tutela dei dati personali, hanno opposto che dalla pubblicazione delle notizie richieste sarebbe potuto derivare un grave danno al presidente e alla sua famiglia. Al riguardo, la Commissione, valutate le argomentazioni addotte, ha escluso solo parzialmente la pubblicazione delle notizie richieste, stante la previsione normativa contenuta nell'art. 20, lett. c), della legge 675/96, che prevede esplicitamente la divulgabilità di dati in adempimento di obblighi di legge o di regolamento.

Una delle tematiche più ricorrenti che hanno formato oggetto dell'attività istruttoria condotta sui bilanci relativi al 1997 è stata quella relativa alla valutazione dei crediti delle banche quotate. In particolare, l'Istituto ha sollecitato le società a fornire maggiore chiarezza sulle metodologie di contabilizzazione utilizzate in occasione di consistenti rettifiche di valore su crediti (*write off*) e accantonamenti per rischi e oneri, derivanti dall'accentuarsi di situazioni negative in talune aree geografiche e settori economici, ovvero dovuti a un affinamento dei metodi di stima dei valori di presumibile realizzo.

L'attività di vigilanza è stata caratterizzata, inoltre, dall'attivazione in due casi dei poteri ispettivi nei confronti di emittenti quotati previsti dall'art. 115, comma 1, lett. c), del D.Lgs. 58/98.

Nel primo caso, l'attività ispettiva ha tratto origine dalla denuncia del collegio sindacale dimissionario su presunte irregolarità dell'operato dell'amministratore delegato, relative a operazioni effettuate eccedendo i poteri allo stesso conferiti dal consiglio di amministrazione della società nel corso del secondo semestre 1998.

La seconda verifica ispettiva ha riguardato un gruppo bancario quotato e ha preso l'avvio dai risultati di bilancio 1997, apparsi in contrasto con le favorevoli prospettive di redditività riportate nei documenti contabili pubblicati nel corso del 1996. Nella fattispecie, l'ispezione è stata finalizzata, tra l'altro, ad acquisire informazioni e documentazione in ordine agli esiti prodotti dalle procedure adottate dalla banca per la gestione e il controllo del credito negli esercizi 1995, 1996 e 1997.

In un caso la Commissione ha attivato i poteri d'impugnativa delle delibere assembleari di approvazione del bilancio d'esercizio.

In particolare, nel bilancio 1997, la Gildemeister Italiana ha qualificato e iscritto tra le immobilizzazioni immateriali il costo sostenuto per la risoluzione anticipata di un contratto di agenzia per la commercializzazione dei propri prodotti. A supporto del trattamento contabile adottato, la società ha ritenuto che il costo in argomento consentisse di incrementare la produttività della gestione grazie a una diversa configurazione della rete distributiva.

Sul punto, viceversa, la Commissione ha ritenuto che non esistesse alcuna correlazione tra il costo sostenuto per la risoluzione del contratto di agenzia e il previsto incremento degli utili conseguente all'utilizzo di una propria rete commerciale considerata più efficiente di quella dell'agente. L'onere in questione, piuttosto che "causa" del previsto incremento della produttività dell'impresa, costituisce una

mera preconditione che potrebbe permettere all'utilizzo di una diversa rete commerciale di produrre quei positivi effetti previsti nei budgets dell'emittente.

Il trattamento contabile seguito dall'emittente è apparso quindi in contrasto con una rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria della società e del risultato economico dell'esercizio. La Commissione, pertanto, ha ritenuto di attivare i propri poteri in materia di impugnativa delle deliberazioni assembleari di approvazione dei bilanci, tenuto conto sia della significatività degli importi coinvolti nel caso in questione, sia della circostanza che la fattispecie esaminata può ricondursi alla più ampia casistica degli oneri aventi utilità pluriennale, la cui contabilizzazione assume profili di estrema criticità, viste le caratteristiche intrinseche di maggiore aleatorietà rispetto alle altre poste dell'attivo.

Le informazioni di carattere extra-contabile che devono essere fornite in occasione della diffusione del bilancio e dei documenti allegati, si sono significativamente arricchite con l'entrata in vigore del regolamento 11520/98. Tale regolamento ha introdotto l'obbligo dell'indicazione analitica, nella nota integrativa al bilancio d'esercizio delle società quotate, dei compensi, a qualunque titolo corrisposti, ad amministratori, sindaci e direttori generali. Le istruzioni applicative dell'art. 32 del regolamento prevedono, in particolare, un obbligo specifico di comunicazione dei dati relativi alle *stock options* a favore dei membri del consiglio di amministrazione e dei direttori generali.

Nel corso del 1998 un numero crescente di società italiane quotate ha infatti avviato, secondo diverse forme, piani di azionariato dei dipendenti. I motivi alla base di questo fenomeno sono da ricercarsi, principalmente, in alcune modifiche normative che hanno facilitato tali operazioni.

In primo luogo, il D.Lgs. 314/97 ha modificato il Testo unico delle imposte dei redditi, agevolando il trattamento fiscale delle azioni sottoscritte o assegnate a dipendenti. In secondo luogo, il Testo unico della finanza ha adottato un regime derogatorio all'art. 2441, comma 8, c.c., applicabile alle sole società quotate in mercati regolamentati. Tale deroga consente di offrire le azioni emesse con esclusione del diritto di opzione ai dipendenti delle società controllanti o controllate, e di deliberare il relativo aumento di capitale senza le maggioranze qualificate dell'assemblea straordinaria, purché l'aumento complessivo non ecceda l'1 per cento del capitale sociale.

Fra le società che risultavano incluse nel Mib30 alla fine del 1998, venti avevano adottato un piano di *stock options* (Tav. alV.1). Le modalità più utilizzate sono state l'assegnazione gratuita di azioni, ex art. 2349 c.c., e l'assegnazione di azioni di nuova emissione riservate ai dipendenti, ex art. 2441, ultimo comma, c.c.. L'assegnazione di azioni proprie a pagamento è stata riscontrata solo nel caso del Gruppo Montedison. I piani sono rivolti, nella maggior parte dei casi, agli alti dirigenti della società, sebbene in alcuni casi anche i quadri e gli impiegati abbiano beneficiato dell'attribuzione di opzioni (in genere sotto forma di assegnazione gratuita di azioni). La percentuale di azioni destinate ai dipendenti è generalmente inferiore all'1 per cento del capitale sociale.

RIQUADRO 8

La contabilizzazione delle stock options nella disciplina Usa

Negli Usa la contabilizzazione delle *stock options* e la valutazione del relativo impatto economico è disciplinata da regole emanate dalla Sec (*Regulation S-K, item 402, Executive compensation*) e da specifici principi contabili (*Accounting Principle Board (Apb) 25 e Statement of Financial Accounting Standard (Sfas) 123 "Accounting for Stock-based compensation"*). In generale, le regole americane prevedono che le società debbano quantificare il costo del personale tenendo conto del valore dell'opzione concessa ai dipendenti, e che ne diano evidenza contabile o extra-contabile nel bilancio.

L'Apb 25 prevede la contabilizzazione come costo del personale della differenza tra il prezzo di mercato dell'azione alla data di riconoscimento del diritto (*grant date*) e il prezzo di esercizio dell'opzione (differenza che coincide con il cosiddetto valore intrinseco dell'opzione). Tale costo deve essere ammortizzato, con contropartita di patrimonio netto, nei relativi periodi in cui il dipendente presta servizio presso la società. La data di contabilizzazione è la prima data alla quale sono conosciuti il numero di azioni, i dipendenti beneficiari e il prezzo di esercizio dell'opzione.

Lo Sfas 123 raccomanda invece la contabilizzazione delle *stock options* secondo il cosiddetto *fair based method*. Con questo metodo il costo del personale è aumentato sia del valore intrinseco dell'opzione che del cosiddetto *time value*, ed è contabilizzato sempre con contropartita di patrimonio netto. Il *fair value* della *stock option* è calcolato secondo il modello di Black-Scholes o quello binomiale. Tuttavia, esso non viene successivamente modificato per tenere conto delle variazioni avvenute nei parametri utilizzati (in particolare, tassi di interesse e volatilità dell'azione).

Il fatto di utilizzare come configurazione di costo il valore totale dell'opzione, impone alle società che adottano lo Sfas 123 di registrare degli oneri anche quando l'opzione viene assegnata con *strike price* uguale al valore di mercato alla *grant date*, e cioè quando l'opzione ha un valore intrinseco nullo.

Le società che adottano l'Apb 25, per ovviare alla mancanza di indicazioni circa l'esatto costo economico dei piani di *stock options* derivante dall'adozione del più semplice metodo del valore intrinseco, devono comunque fornire extra-contabilmente il risultato netto *pro-forma* consolidato come se avessero adottato il *fair based method*, e gli utili per azione consolidati, *basic* e *diluted*, relativi a tale risultato netto.

Inoltre, indipendentemente dal criterio di contabilizzazione utilizzato, le società devono fornire indicazioni su alcuni dati quantitativi relativi all'evoluzione dei piani nel tempo, che consentono di misurare il beneficio goduto dagli assegnatari nel periodo, e quello latente a fine esercizio. In particolare, devono essere indicati il numero di azioni concesse in opzione (*granted*) ed esercitabili (*vested*) all'inizio dell'anno, quelle attribuite, esercitate (con il relativo prezzo medio di esercizio) o scadute nel corso dell'esercizio, e quelle esistenti ed esercitabili alla fine dell'esercizio.

Il regolamento non prevede la diffusione di informazioni generali sul sistema di incentivazione adottato dalle società, né sulle *stock options* deliberate a favore di soggetti diversi dagli amministratori e direttori generali. Inoltre, l'informazione prevista non impone, al momento, la quantificazione precisa del beneficio economico per il percettore derivante dall'attribuzione o dall'eventuale esercizio delle *stock options*, e quindi non consente una valutazione esatta del costo del piano in termini di diluizione del valore delle azioni. Su tale base l'Istituto ha avviato, nel mese di marzo del 1999, una consultazione con gli operatori finalizzata ad ampliare l'informazione disponibile.

Infatti, l'adozione di un piano di stock options, pur nelle diverse forme tecniche disponibili, può dar luogo a fenomeni di redistribuzione di ricchezza tra gli azionisti della società e i dipendenti beneficiari. Tale fenomeno di redistribuzione non è rappresentato contabilmente dalle vigenti regole italiane per la redazione dei bilanci, a differenza di quanto avviene in paesi come gli Usa (Riquadro 8). In particolare, retribuire dipendenti (in tutto o in parte) offrendo loro la possibilità di acquistare azioni della società a un prezzo agevolato, ovvero attraverso assegnazione gratuita di azioni, implica la registrazione di un minore onere alla voce "costo del personale", e di conseguenza comporta un maggior utile contabile. D'altro canto, al momento dell'emissione o della consegna delle azioni ai dipendenti, gli azionisti subiscono una diluizione del valore delle azioni di loro proprietà.

I controlli interni

L'elevata concentrazione dei diritti di controllo sulle società quotate italiane, derivante spesso dall'adozione di strutture piramidali di gruppo, comporta l'esigenza di garantire agli azionisti di minoranza un'elevata *disclosure* circa l'effettivo interesse delle società al compimento di operazioni con parti correlate. Ciò in particolare nei casi in cui tali operazioni siano atipiche o inusuali, ovvero in grado di incidere significativamente sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società e del gruppo di appartenenza.

La Commissione ha quindi ritenuto opportuno emanare una comunicazione (98015375 del 27 febbraio 1998), analoga a quella del 20 febbraio 1997 in materia di controlli societari, con la quale si è individuato nel principio contabile internazionale Ias 24 un utile punto di riferimento in termini di informazione standard da rendere in merito alle operazioni suddette.

Nel corso del 1998 è stata effettuata un'indagine sui bilanci 1997 delle società quotate per verificare il grado di adesione al contenuto della nuova comunicazione da parte dell'organo amministrativo e di controllo, e per proseguire nell'attività di monitoraggio sugli adempimenti dei collegi sindacali previsti dalla precedente comunicazione in materia di controlli societari.

L'indagine è stata condotta sulle 156 società quotate che presentavano rilevanti rapporti infra-gruppo sulla base delle evidenze contenute nei bilanci 1997. Un primo ordine di giudizio sui risultati del lavoro condotto riguarda la completezza informativa resa sulle operazioni con parti correlate e sulle operazioni atipiche o inusuali (Tav. IV.3). In particolare, con riferimento a queste ultime operazioni,

**OTTEMPERANZA ALLE COMUNICAZIONI CONSOB
DEL 20 FEBBRAIO 1997 E DEL 27 FEBBRAIO 1998**

TIPOLOGIA DEL FENOMENO	CASI RILEVATI
<i>RELAZIONE SULLA GESTIONE</i>	
INFORMAZIONE SULLE PRINCIPALI CARATTERISTICHE DELLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE E DEI LORO EFFETTI SULLA SITUAZIONE DELLA SOCIETÀ	109
INFORMAZIONE SULL'ESISTENZA O MENO DI OPERAZIONI ATIPICHE O INUSUALI	154
INFORMAZIONE SULL'INTERESSE SOTTOSTANTE ALLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE	47
INFORMAZIONE SULL'INTERESSE SOTTOSTANTE ALLE OPERAZIONI ATIPICHE O INUSUALI	11
<i>RELAZIONE DEL COLLEGIO SINDACALE</i>	
VALUTAZIONE SULLA COMPLETEZZA DELLE INFORMAZIONI FORNITE DAGLI AMMINISTRATORI:	
- NELLA RELAZIONE SULLA GESTIONE	125
- SULLE OPERAZIONI INFRAGRUPPO	115
- SULLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE	115
- SULL'ESISTENZA DI OPERAZIONI ATIPICHE O INUSUALI	140
INDICAZIONE DELL'INTERESSE DELLA SOCIETÀ A OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE	76
OSSERVAZIONI E PROPOSTE SUI RILIEVI E RICHIAMI CONTENUTI NELLA RELAZIONE DI CERTIFICAZIONE	103
OSSERVAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEL SISTEMA DI CONTROLLO INTERNO	111
OSSERVAZIONI SULLA PROPOSTA DI DISTRIBUZIONE DEI DIVIDENDI	145
INFORMATIVA SULLA FREQUENZA DELLE RIUNIONI DEL CDA E DEL COLLEGIO SINDACALE	87
INFORMAZIONI SULLE DENUNCE EX ART. 2408 C.C. E SULLE INIZIATIVE INTRAPRESE	87
INFORMAZIONI SUGLI ESPOSTI PERVENUTI	55
NOTIZIE SUGLI ULTERIORI INCARICHI ALLA SOCIETÀ DI REVISIONE E SUI RELATIVI COSTI	55
<i>VERBALE ASSEMBLEARE</i>	
PRESENTAZIONE ALL'ASSEMBLEA DEL PARERE DEL COLLEGIO SINDACALE NEI CASI DI CONFERIMENTO E REVOCA DELL'INCARICO DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE	148

Fonte: Consob.

l'informazione resa dagli amministratori nel bilancio d'esercizio ha riguardato 154 società: per 128 di queste è stata rilevata l'inesistenza di tale tipologia di transazioni, mentre per le restanti 26 è stato riscontrato il compimento di fattispecie estranee alla normale gestione d'impresa e in grado di incidere significativamente sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società e del gruppo a essa facente capo. Si è trattato per lo più di operazioni di natura straordinaria, quali ad esempio fusioni e acquisizioni, poste in essere in attuazione di piani di ristrutturazione aziendale. Complessivamente, i risultati

ottenuti sono da ritenere positivi per quel che concerne l'informazione resa dal consiglio di amministrazione, pur denotandosi il permanere di carenze circa l'esplicitazione dell'interesse sottostante al compimento di tali operazioni.

Altrettanto positivi possono ritenersi i risultati sul grado di adesione alle indicazioni riguardanti il collegio sindacale fornite nella comunicazione.

L'altro ordine di giudizio investe l'attività di controllo del collegio sindacale sui temi oggetto della comunicazione del 20 febbraio 1997, già indagati nell'ambito dell'analisi condotta sui bilanci 1996, e per i quali si era osservato un grado di adesione alla comunicazione stessa non pienamente soddisfacente. Gli aspetti esaminati a riguardo dal collegio sindacale, tra i quali la verifica dell'adeguatezza del sistema di controllo interno e delle relative azioni correttive, hanno raggiunto, per i bilanci 1997, un grado di dettaglio complessivamente soddisfacente.

L'attività interpretativa e regolamentare

Oltre alla consueta attività di verifica sulla chiarezza e correttezza dei conti annuali e consolidati, nel corso del 1998 l'Istituto ha proseguito l'attività interpretativa e regolamentare in materia contabile. Da un lato, tale attività si è sostanziata in comunicazioni che hanno tratto origine da specifiche richieste di singoli emittenti che sollecitavano un preventivo parere della Commissione. Rappresentano degli esempi in tal senso le comunicazioni sull'applicazione del criterio di valutazione dell'*equity method*, sulla contabilizzazione dei proventi da diluizione e sulla qualificazione della natura di talune poste di bilancio. Dall'altro lato, l'attività regolamentare si è sostanziata nell'emanazione di comunicazioni di carattere generale, basate per lo più sull'analisi dell'informativa di bilancio complessivamente prodotta dagli emittenti o di problematiche di particolare rilievo emerse in occasione di specifiche istruttorie.

Per ciò che concerne l'attività interpretativa, uno dei temi sottoposti all'attenzione della Commissione da un istituto bancario ha riguardato la qualificazione della natura da attribuire al fondo rischi bancari generali della società ai fini della determinazione del disavanzo da annullamento e dell'avanzo da concambio scaturenti dall'incorporazione di società controllate.

A giudizio degli amministratori della società, ancorché il fondo per rischi bancari generali fosse sempre stato considerato in passato, tanto nei bilanci delle controllate quanto nel bilancio consolidato della società controllante, come una componente del patrimonio netto, appariva più corretto non ricomprendere tale fondo rischi nel netto patrimoniale post-fusione.

La Commissione ha ritenuto non condivisibili le argomentazioni della banca, in quanto contrastanti con la normativa in materia. Questa, infatti, attribuisce al fondo in questione una natura di netto patrimoniale, in quanto l'accantonamento al fondo non è correlabile a un evento specifico futuro dal quale possa attendersi una perdita, bensì al rischio generico inerente all'attività bancaria.

L'armonizzazione delle regole contabili e di revisione

In materia di standard contabili l'obiettivo dei lavori del Gruppo è quello di facilitare le offerte pubbliche e le quotazioni *cross-border*, raccomandando un corpo di principi contabili che le imprese quotate su più mercati possano adottare nella redazione dei propri conti consolidati.

Connessi con questi lavori vanno segnalati, a livello nazionale, quelli di pianificazione per l'attuazione dell'art. 117, comma 2, del Testo unico sulla finanza, norma che assegna alla Consob il potere di iniziativa nel procedimento per l'individuazione dei principi contabili che le società italiane quotate contemporaneamente sui mercati finanziari europei ed extracomunitari (cosiddetti *global players*) potrebbero utilizzare per redigere i conti consolidati, anche in deroga alle vigenti disposizioni di recepimento delle direttive contabili.

La previsione normativa contenuta nell'art. 117 nasce dall'esigenza di intervenire sui bilanci dei *global players* che scontano le difficoltà rivenienti dalla difformità delle regole contabili a livello internazionale nonché l'atteggiamento finora assunto dalle Autorità di controllo dei mercati finanziari nord-americani secondo le quali le imprese europee che intendono effettuare un'offerta pubblica o ottenere la quotazione su tali mercati devono riconciliare i propri conti annuali consolidati con le regole vigenti del paese ospitante. Tale situazione fortemente critica potrebbe essere superata solo con l'armonizzazione delle regole contabili in maniera internazionale, il che comporta la necessità di giungere a un accordo internazionale, con i tempi necessari per un dibattito a livello multilaterale.

La Commissione eserciterà il potere assegnatole con tale disposizione normativa qualora se ne verifichino le condizioni, cioè quando sarà possibile individuare un corpo di principi contabili accettati sui mercati finanziari internazionali e che risultino conformi alle direttive dell'Unione Europea; circostanze queste che prevedibilmente si verificheranno entro il prossimo anno a seguito della prevista raccomandazione Iosco dei principi emanati dallo Iasc.

La Commissione ha inoltre espresso il suo orientamento, in risposta a un quesito, in relazione ad alcuni profili applicativi concernenti l'adozione del "patrimonio netto" nella valutazione di partecipazioni in società controllate.

In particolare, è stato chiesto di chiarire se fosse preferibile imputare i maggiori valori delle partecipate dovuti al conseguimento di utili di periodo tra le componenti positive di reddito del conto economico, e poi a una riserva di patrimonio non distribuibile in sede di destinazione dell'utile, ovvero direttamente a una riserva di patrimonio non distribuibile.

La Commissione ha chiarito che, anche se le disposizioni del codice civile non contengono elementi decisivi a orientare la scelta tra le due metodologie sopra indicate, è preferibile il riconoscimento dei plusvalori da valutazione a "equity", in quanto poste di natura reddituale. La Commissione ha poi sottolineato l'opportunità che la scelta del criterio applicativo risulti comunque coerente in un'ottica di gruppo, nonché costante nel tempo.

RIQUADRO 9

La cooperazione in materia contabile è proseguita anche in sede comunitaria; tra le principali novità si segnalano la proposta di modifica della IV direttiva in materia di valutazione degli strumenti finanziari, i lavori del Tasc (Technical Accounting Sub-Committee) e del Joint Working Group on Financial Instruments.

Per quanto riguarda la IV direttiva, la Commissione Europea, in linea con il dibattito internazionale, vorrebbe introdurre per gli strumenti finanziari la valutazione a valore corrente (cosiddetto *fair value*). In particolare la Commissione UE sta elaborando una proposta volta a introdurre nella IV direttiva una nuova norma secondo la quale agli Stati membri sarebbe riservato il potere di consentire o prescrivere che gli strumenti finanziari siano valutati al loro valore corrente, inteso come la stima attendibile del potenziale valore di scambio di uno strumento finanziario tra due parti consenzienti in una transazione effettuata in condizioni di parità.

Sempre in sede UE è proseguito da parte del Tasc l'esame dei principi contabili dello Iasc onde verificarne la compatibilità con le direttive comunitarie. Analisi questa che, al di là delle modifiche in materia di strumenti finanziari, dovrebbe essere ultimata entro il primo semestre del 1999 e che consentirà l'applicazione delle regole contabili internazionali in un quadro di certezza normativa circa la compatibilità di tali standard con le regole europee.

Il processo di armonizzazione delle regole di revisione è proseguito anche in ambito Iosco attraverso l'elaborazione da parte del Gruppo di lavoro numero 1 di uno specifico progetto in materia di *auditing*. L'importanza di tale progetto è di tutta evidenza se si considera che da un lato l'uniformità delle regole di revisione non è necessariamente garantita dai *networks* delle società di revisione, che applicano regole nazionali non completamente omogenee, e dall'altro che la mancanza di armonizzazione rappresenta di fatto un ostacolo alla circolazione dei capitali.

Per quanto riguarda le comunicazioni di carattere generale, l'Istituto ha in primo luogo emanato una comunicazione sulla cosiddetta *segment information*, concernente l'informazione da rendere nella documentazione contabile annuale e infrannuale, relativamente all'andamento della gestione nei diversi settori di attività e aree geografiche.

La presentazione delle informazioni contabili per settore di attività e area geografica è stata ritenuta di particolare rilevanza per migliorare l'informazione contenuta nei bilanci, anche alla luce degli episodi di turbolenza che hanno caratterizzato la situazione finanziaria di paesi emergenti e in via di sviluppo in talune aree geografiche. L'informazione sull'operatività in diverse aree geografiche o settori di attività fornisce, infatti, elementi di rilievo per valutare le prospettive reddituali e di crescita delle imprese.

Al fine di fornire una guida operativa al miglioramento dell'informazione di settore, la Commissione ha raccomandato l'adozione del principio contabile internazionale Ias 14, unanimemente riconosciuto come lo standard più avanzato in materia.

Nel corso del 1998 è proseguita, in ambito internazionale, l'attività di ricerca di forme di armonizzazione delle regole relative alla contabilità da parte del Gruppo di lavoro numero 1 della Iosco (Riquadro 9).

Con un'altra comunicazione di carattere generale, sono state fornite alcune linee guida per gli emittenti circa le informazioni da dare e il trattamento contabile da seguire nei bilanci e nelle relazioni semestrali di prossima predisposizione in vista dei potenziali problemi di natura informatica legati al passaggio dell'anno 2000.

Con riferimento al trattamento contabile e alle procedure di revisione, la Commissione ha espresso l'avviso che l'evento, pur nella sua eccezionalità, abbia connotati simili a quelli che si presentano nella realtà operativa delle aziende in occasione di sostituzione, manutenzione o aggiornamento dei sistemi informativi.

Per ciò che concerne invece l'informazione da fornire nella documentazione contabile di prossima predisposizione, è stato ritenuto opportuno evidenziare, tra l'altro, le azioni intraprese indicando la natura degli interventi previsti sul sistema informativo della società.

Infine, la Commissione, ai fini di un'efficiente informazione agli investitori, ha emanato due provvedimenti di attuazione del D.Lgs. 213/98.

Con delibera 11661/98 è stato stabilito che le società quotate nei mercati regolamentati non appartenenti ai settori bancario o assicurativo, nel redigere il bilancio in Euro, possono procedere, senza limiti dimensionali, ad arrotondamenti degli importi espressi nei conti annuali e consolidati maggiori di quello minimo previsto dal D.Lgs. 213/98 (migliaia di Euro). In particolare, al fine di rendere più agevole la lettura dei conti annuali e consolidati attraverso l'omissione degli importi di scarso contenuto tecnico ed economico, è stato previsto che la nota integrativa del bilancio e il bilancio consolidato (stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa) potranno essere redatti alternativamente in migliaia o milioni di Euro, purché venga garantita la significatività, la comparabilità e la chiarezza del bilancio.

La Commissione ha contestualmente modificato il regolamento sulle relazioni semestrali delle società quotate in borsa (emanato con delibera 8195/94), prevedendo anche in tal caso che, a decorrere dal 1° gennaio 1999 e fino al 31 dicembre 2001, l'arrotondamento degli importi possa avvenire in milioni o in miliardi di lire, ovvero in migliaia o in milioni di Euro, senza indicare alcuna soglia quantitativa che condizioni l'utilizzo del maggiore arrotondamento. A decorrere dal 1° gennaio 2002 gli stessi dati dovranno essere espressi esclusivamente in migliaia o in milioni di Euro.

Infine, l'Istituto ha adottato una raccomandazione sulle notizie che le imprese dovranno rendere nei primi conti annuali o infra-annuali, nelle relazioni semestrali e nei comunicati stampa, pubblicati successivamente al 1° gennaio 1999. È apparso infatti necessario rendere comparabili i conti delle imprese quotate, tenuto conto delle opzioni dettate dal D.Lgs. 213/98 e della circostanza che il listino di borsa dal 1° gennaio 1999 sarà espresso in Euro.

V. LE SOCIETÀ DI REVISIONE

Il mercato della revisione contabile

Il mercato della revisione contabile è caratterizzato dalla presenza di poche grandi imprese multinazionali organizzate sotto forma di *network*, con un forte potere di mercato. Il settore è interessato da diversi anni da un processo di concentrazione che, nel corso del 1998, ha portato a cinque il numero dei grandi competitori.

Anche se in Italia la fusione fra Price Waterhouse e Coopers & Lybrand ad oggi non è ancora avvenuta, il nostro mercato rispecchia la situazione internazionale in modo abbastanza fedele e il grado di concentrazione risulta elevato (Tav. aV.1). Prendendo in esame i soli incarichi legali, le maggiori sei società di revisione detengono una quota di mercato piuttosto stabile nel tempo, pari a circa il 95 per cento (Tav. aV.2). Nonostante la connotazione tipicamente oligopolistica del settore, si evidenziano comunque alcuni deboli segnali concorrenziali, riscontrabili in una certa variabilità della quota di mercato e delle tariffe praticate. La quota dei nuovi incarichi legali detenuta dalle prime tre società include, nei vari anni, soggetti differenti (Tav. V.1).

TAV. V.1

**CONCENTRAZIONE DEL MERCATO
DELLA REVISIONE CONTABILE¹**
(VALORI IN PERCENTUALE)

	1994	1995	1996	1997	1998
PRIMA SOCIETÀ	29,4	27,4	24,6	31,7	30,4
PRIME TRE SOCIETÀ	75,1	60,2	65,6	70,0	64,0
PRIME SEI SOCIETÀ	98,2	95,1	93,0	96,3	95,8

Fonte: Elaborazioni Consob su comunicazioni ai sensi del D.P.R. 136/75. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Misurata sui nuovi incarichi legali.

Peraltro, più recentemente, si osserva una diminuzione della variabilità delle quote di mercato delle singole società di revisione, che contrasta con quanto avvenuto fra il 1985 e il 1995, periodo in cui il mercato presentava oscillazioni anche rilevanti. Tale rallentamento nella dinamica delle quote di mercato può essere spiegato da un progressivo consolidamento delle posizioni acquisite

da parte delle società di maggiori dimensioni, in coincidenza con alcune modifiche sostanziali avvenute nel mercato dei servizi di consulenza e con le ulteriori recenti aggregazioni (Tav. aV.2).

È opportuno osservare che il valore delle quote di mercato è influenzato dalla norma contenuta nell'art. 159, comma 4, del Testo unico, che stabilisce che il mandato conferito alla società di revisione abbia durata triennale e sia rinnovabile per due volte. La quota di mercato annuale, misurata come proporzione dei nuovi incarichi, rappresenta adeguatamente lo stato della concorrenza fra le varie società di revisione, sul mercato di fatto disponibile. Per tenere conto della suindicata disposizione normativa, che limita la parte del mercato suscettibile di variazioni, si potrebbe in alternativa prendere in considerazione una quota di mercato triennale. Il calcolo della quota di mercato come media mobile triennale tende però, per definizione, ad attenuare le variazioni.

A partire dal 1994, si osserva una crescita pressoché costante della tariffa media oraria praticata (Tav. V.2); la crescita è risultata accompagnata da una elevata variabilità della tariffa stessa, dal momento che le società di revisione, per aggiudicarsi alcuni incarichi di rilievo, offrono i propri servizi a prezzi notevolmente inferiori alla media. Tale variabilità si riscontra anche nel mercato della revisione volontaria dove, in alcuni casi, la competizione fra le società di revisione sembra essere particolarmente intensa.

TAV. V.2

**TARIFFE MEDIE ORARIE
DELL'ATTIVITÀ DI REVISIONE E CERTIFICAZIONE¹**
(VALORI IN MIGLIAIA DI LIRE)

	1994	1995	1996	1997	1998
PREZZO MEDIO	131	140	147	153	159
DEVIAZIONE STANDARD	29	25	26	30	27

Fonte: Elaborazioni Consob su comunicazioni ai sensi del D.P.R. 136/75. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Relativa agli incarichi legali.

Per l'analisi delle tariffe orarie praticate dalle società di revisione si possono utilizzare diversi indicatori. La tariffa media ponderata rappresenta di fatto il costo effettivo del team di revisori, che è essenzialmente composto da quattro distinte categorie professionali: i partners, i managers, i seniors e gli assistants. Il valore assunto dalla tariffa media ponderata può anche essere sensibilmente inferiore alla media semplice delle tariffe orarie percepite dalle singole categorie professionali, dal momento che una delle variabili competitive è costituita dalla composizione del team di revisori. Inoltre, in molti casi, la politica di prezzo delle società di revisione si traduce in uno sconto sull'importo complessivamente percepito

per l'incarico, la cui concessione non emerge dalla semplice osservazione della tariffa oraria delle singole categorie professionali.

L'attività delle società di revisione e i controlli

Nel 1998, le società di revisione hanno esaminato 232 bilanci di esercizio di società quotate, di cui 28 di società quotate al mercato ristretto, e 217 bilanci di esercizio di Sim (Tav. aV.3). La certificazione è stata rilasciata con richiamo di informativa (richieste di integrazione o di cambiamento dei criteri di valutazione utilizzati) relativamente a 289 bilanci, mentre in 6 casi la certificazione è stata rilasciata con rilievi. Solo in un caso non è stata rilasciata la certificazione per mancanza di continuità aziendale.

In 3 casi sono stati espressi dei rilievi per eccezioni che hanno riguardato in un caso un accantonamento al fondo imposte eccessivo rispetto a quanto ritenuto necessario e, per due società, una riallocazione dell'attivo patrimoniale non adeguata alla differenza fra il costo di acquisizione di una partecipazione controllata e il suo patrimonio netto contabile. I rilievi per scope limitation sono relativi a casi in cui la documentazione utile allo svolgimento dei lavori non è risultata completa.

Nel corso dell'anno la Commissione ha complessivamente approvato 291 incarichi di revisione rispetto ai 172 del 1997. Il significativo incremento del numero dei conferimenti è riconducibile, per la maggior parte, all'entrata in vigore del D.Lgs. del 26 maggio 1997, n. 173, che ha esteso alle compagnie di assicurazione l'applicabilità di tutte le disposizioni contenute nel D.P.R. 136/75. Deve comunque segnalarsi che parte della crescita registratasi è ascrivibile agli incarichi conferiti dalle società che hanno presentato istanza di ammissione a quotazione.

L'attività di controllo sugli incarichi si è soffermata in particolar modo sui piani di revisione dei gruppi che sono stati predisposti dalle società di revisione per gli incarichi relativi alle *holdings* quotate. L'obiettivo di tale tipo di controlli era duplice: da un lato, monitorare il grado di estensione della revisione nell'ambito dei gruppi e la natura degli interventi previsti dai revisori sui bilanci delle società controllate (*full audit, limited review, desk review*); dall'altro, verificare il possesso da parte della società incaricata della revisione della capogruppo quotata dello *status* di revisore principale sulla base delle percentuali di copertura riferite all'attivo e ai ricavi consolidati.

Nel corso delle istruttorie si è rilevato che alcuni piani di revisione non risultavano in linea con quanto previsto dall'art. 83, comma 1, del nuovo regolamento emanato con delibera 11520/98, nel quale sono fissate le soglie di significatività per le società controllate da società quotate, al di sopra delle quali è previsto l'obbligo di revisione dei bilanci ai sensi dell'art. 165 del Testo unico. Poiché tale obbligo decorre dagli esercizi che iniziano a partire dal luglio 1998, le società quotate che hanno conferito dopo tale data l'incarico per il triennio 1998-2000 sono state invitate a modificare i piani di revisione per gli esercizi 1999 e 2000.

L'attività di vigilanza ha dato altresì luogo all'esecuzione di verifiche ispettive, alcune delle quali tuttora in corso di svolgimento, e all'adozione di quattro provvedimenti sanzionatori (Tav. V.3).

TAV. V.3

CONTROLLO SULLE SOCIETÀ DI REVISIONE

	1995	1996	1997	1998
ISTRUTTORIE PER ISCRIZIONE ALBO	1	--	--	--
ISPEZIONI E ACCERTAMENTI ISPETTIVI	3	6	7	5
LETTERE DI RICHIAMO	2 ¹	3	4	--
SOSPENSIONI PARTNER	2	2	5	1
SOSPENSIONI SOCIETÀ DI REVISIONE	--	--	--	1
SANZIONI AMMINISTRATIVE	--	--	2	2
CANCELLAZIONI DALL'ALBO	--	2	--	--
DENUNCE PENALI	3	2	6	--

Fonte: Consob. ¹ Trattasi di provvedimenti con i quali è stato intimato alle società di revisione di ripristinare il requisito di organizzazione entro il termine di sei mesi previsto dall'art. 11, comma 2, del D.P.R. 136/75.

Con provvedimento dell'11 febbraio 1998 (delibera 11220), visti gli esiti della verifica ispettiva eseguita nei confronti della Bompani Audit Sas sui lavori di revisione svolti sui bilanci della Sim & Fed Spa relativi agli esercizi 1993 e 1994, la Commissione ha intimato alla società di revisione di non avvalersi dell'operato di un socio accomandatario per un periodo di dodici mesi, ai sensi dell'art. 11, secondo comma, lett. a), del D.P.R. 136/75.

La sanzione è stata applicata in quanto è stato rilevato che non sono state svolte le previste procedure di revisione per una delle poste più rilevanti del bilancio d'esercizio della Sim, ossia quella relativa ai valori della clientela presso i terzi. Inoltre, pur avendo indicato nelle proprie relazioni di certificazione le problematiche relative al sistema informatico della Sim, la società di revisione non ha rappresentato gli effetti che le carenze di organizzazione contabile della società avevano prodotto sull'attività di revisione. La corretta rappresentazione di tali effetti avrebbe contribuito a chiarire il grado di rischiosità della gestione della Sim & Fed Spa.

Con successivo provvedimento del 10 marzo 1998 (delibera 11268) è stato vietato alla Fausto Vittucci & C. Sas di acquisire nuovi incarichi di revisione per un periodo di sei mesi, ai sensi

dell'art. 11, secondo comma, lett. b), del D.P.R. 136/75. La sanzione è stata comminata a seguito dell'accertamento di gravi irregolarità nello svolgimento delle funzioni di revisione e certificazione dei bilanci delle società Sifir Spa, società quotata al mercato ristretto, Edera Assicurazioni Spa e Interitalia Sim Spa.

In particolare è stata rilevata la violazione di norme comportamentali, riferite all'acquisizione dell'incarico, tali da incidere sulla qualità e sull'affidabilità della certificazione. La società di revisione ha infatti iniziato a operare senza aver consultato il precedente revisore, senza il riscontro dell'esistenza delle cause di incompatibilità che avrebbero potuto compromettere la propria indipendenza e in assenza della necessaria legittimazione che poteva intervenire solo dopo che il conferimento fosse stato deliberato dall'assemblea e approvato dalla Consob. In definitiva, sono state violate le disposizioni preordinate al corretto svolgimento dell'attività di revisione che richiede tutela in ogni sua fase, e quindi anche nel momento dell'acquisizione dell'incarico.

Avverso detto provvedimento, la Fausto Vittucci & C. Sas ha presentato ricorso al Tar del Lazio che, con pronuncia del 10 giugno 1998, ne ha accolto la domanda di sospensione. Con successiva ordinanza del 16 ottobre 1998, il Consiglio di Stato ha peraltro accolto l'appello proposto dall'Istituto contro l'ordinanza di sospensione del Tar.

Nel corso del 1998 la Commissione ha inoltre applicato nei confronti di due società di revisione la sanzione amministrativa pecuniaria prevista dall'art. 8, settimo comma, del D.P.R. 136/75. Tale sanzione, che obbliga il soggetto inadempiente al versamento di un importo compreso tra 5 e 30 milioni di lire, è stata irrogata, in ambedue i casi, per il ritardo con il quale è stata comunicata alla Commissione la variazione della compagine sociale e dell'organo amministrativo della società di revisione.

In proposito, si segnala che, a norma dell'art. 16 della legge 689/81 in materia di sanzioni amministrative, è possibile estinguere l'illecito mediante il versamento in forma ridotta di una somma pari alla terza parte del massimo della sanzione ovvero pari al doppio del minimo (lire 10 milioni). Tale facoltà è stata esercitata solo da una società di revisione, mentre per l'altra si attende la decisione definitiva del Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica, secondo quanto previsto dalla nuova procedura sanzionatoria introdotta dall'art. 195 del D.Lgs. 58/98.

Infine, per quanto riguarda la gestione dell'albo speciale, nel corso del 1998 non sono avvenute variazioni nel numero delle società di revisione iscritte che, al 31 dicembre 1998, risultano essere 24. Si è comunque provveduto a modificare, per due società di revisione (Ifirevi Srl e Sofiresa Srl), le relative delibere di iscrizione a seguito della trasformazione delle stesse in società di capitali.

VI. I MERCATI REGOLAMENTATI

Il mercato di borsa e dei derivati

Nel corso del 1998 è proseguito il processo di ampliamento del listino ufficiale, avviatosi nel 1995: sono state ammesse 25 nuove società (16 tramite offerta, 4 provenienti dal ristretto, 2 con flottante già esistente e 3 risultanti da operazioni di scissione o incorporazione), il dato più elevato dal 1986. Il valore di mercato delle società italiane entrate in borsa (al netto delle cancellazioni, degli scorpori, delle fusioni, dei passaggi dal ristretto e includendo anche la quotazione in borsa delle azioni ordinarie Bnl) è pari a circa 23.800 miliardi di lire, equivalente a circa il 2,5 per cento della capitalizzazione di borsa a fine 1998. La raccolta di mezzi freschi da parte di società italiane già quotate è stata invece pari a circa 16.000 miliardi di lire, equivalente a circa l'1,7 per cento della capitalizzazione di borsa.

I rendimenti del mercato azionario italiano nel 1998

Nel periodo che va dall'inizio del 1998 fino ai primi giorni di marzo del 1999, il mercato azionario italiano ha fatto registrare la migliore *performance* in termini di rendimento rispetto sia ai singoli mercati dei principali paesi appartenenti all'area Euro che all'indice azionario complessivo dei mercati di tale area. Il rendimento del mercato azionario italiano ha superato quello del mercato tedesco di circa 32 punti percentuali, quello del mercato francese di circa 10 punti percentuali e quello dell'indice generale dei paesi dell'area Euro di circa 23 punti percentuali.

La migliore *performance* del mercato italiano è stata accompagnata da una maggiore variabilità giornaliera dei corsi. Questa è stata superiore di circa 8 punti percentuali su base annua rispetto a quella dell'indice dei paesi Euro, di circa 3 punti percentuali rispetto alla variabilità del mercato francese e di circa 8 punti percentuali rispetto a quella del mercato inglese.

Tuttavia, nel periodo maggiormente caratterizzato dalle turbolenze relative alla crisi valutaria e finanziaria di alcuni paesi asiatici, della Russia e di alcuni paesi dell'America Latina, il mercato azionario italiano ha fatto registrare una maggiore vulnerabilità. In questo periodo l'indice Mib storico si è deprezzato di quasi il 30 per cento, contro una diminuzione dell'11 per cento circa dell'indice generale dei mercati dei paesi Euro e del 18-19 per cento dei mercati dei principali paesi europei. Anche la volatilità dei corsi ha subito in Italia un aumento più marcato. Il differenziale di volatilità rispetto all'indice Euro è arrivato fino a circa 10 punti percentuali su base annua, mentre il differenziale nei confronti della volatilità del mercato francese è salito fino a quasi 6 punti percentuali.

Per contro, l'attenuazione della fase di turbolenza nei mercati finanziari asiatici e dei paesi del sud America è coincisa con una forte ripresa dei corsi azionari dei titoli italiani, caratterizzata da un'entità dei rialzi comparabile con quella che si era registrata nel periodo pre-crisi. Anche in questa fase il rendimento delle azioni italiane è stato molto più consistente di quello medio dei paesi dell'area dell'Euro (di circa 27 punti percentuali).

Sostenuta è stata anche la crescita dei corsi azionari (pari al 40,7 per cento, contro il 58 per cento del 1997), che ha determinato una crescita della capitalizzazione pressoché corrispondente (da circa 600.000 miliardi di lire a fine 1997, a oltre 931.000 a fine 1998 - Tav. aVI.1). A fine 1998 la borsa italiana risultava al quarto posto, in termini di capitalizzazione, fra i paesi dell'area Euro (preceduta, rispettivamente, dalle borse della Germania, Francia e Olanda), e al sesto posto in Europa (preceduta anche dalle borse del Regno Unito e della Svizzera).

La crescita dei corsi azionari italiani nel corso del 1998 è stata fra le più consistenti fatte registrare nei paesi industrializzati, sebbene il mercato italiano rimanga più volatile e sensibile ai fattori di instabilità e *shocks* esterni (Riquadro 10).

RIQUADRO 10

**RENDIMENTI DEL MERCATO AZIONARIO
NEI PAESI DELL'AREA EURO E IN QUELLI ASIATICI¹**

PERIODI	ITALIA	FRANCIA	GERMANIA	REGNO UNITO	PAESI EURO	PAESI ASIATICI	PAESI ASIATICI (EX GIAPPONE)
PRE-CRISI ASIATICA (1/1/98-31/3/98)	45,9	29,2	19,7	15,5	22,8	3,2	9,1
CRISI ASIATICA (1/4/98-6/10/98)	-29,7	-19,2	-18,8	-19,3	-11,3	-21,4	-33,9
POST-CRISI ASIATICA (7/10/98-11/3/99)	41,6	35,1	21,7	31,2	14,7	19,7	30,4
COMPLESSIVO (1/1/98-11/3/99)	49,4	39,5	17,5	23,4	26,6	5,8	-3,2

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Datastream. ¹ Dati in percentuale.

Il superamento delle fasi più acute della crisi asiatica non ha impedito che la volatilità dei mercati azionari di tutti i principali paesi dell'area dell'Euro rimanesse su livelli più elevati rispetto a quelli precedenti la crisi. Il differenziale di volatilità del mercato italiano si è comunque sensibilmente ridotto rispetto ad alcuni dei principali paesi dell'area Euro.

Nel corso del 1998 il volume degli scambi su azioni quotate è più che raddoppiato rispetto al 1997, passando da circa 351.000 a 861.000 miliardi di lire (+145 per cento), con una media giornaliera pari a circa 3.250 miliardi di lire. A fine 1998 il mercato italiano risultava al terzo posto per controvalore degli scambi fra i paesi dell'area dell'Euro (preceduto, rispettivamente, dalle borse della Germania e della Francia), e al quinto posto in Europa.

La concentrazione degli scambi sui titoli maggiori permane su livelli elevati.

Il peso degli scambi relativi ai titoli inclusi nel Mib30 sul totale degli scambi avvenuti nel 1998 è risultato pari al 76 per cento circa, contro il 78 per cento del 1997 e il 77 per cento circa del 1996. Il peso degli scambi relativi ai titoli inclusi nell'indice Midex è risultato pari, invece, al 7 per cento circa.

Considerando, tuttavia, gli scambi del primo 5 per cento dei titoli (in ordine di controvalore scambiato) sul totale degli scambi in borsa, il mercato italiano risulta sostanzialmente in linea con quello degli altri paesi Euro. Gli ultimi dati disponibili, relativi al 1997, indicano che il peso degli scambi relativi al primo 5 per cento dei titoli era pari in Italia al 61 per cento circa degli scambi totali, contro una media del 60 per cento circa per i paesi dell'area dell'Euro.

TAV. VI.1

**OPERATIVITÀ DEI NON RESIDENTI
SUL MERCATO AZIONARIO ITALIANO**
(VALORI PERCENTUALI)

	SCAMBI ORIGINATI DA NON RESIDENTI ¹	ACQUISTI NETTI DI AZIONI DA PARTE DI NON RESIDENTI ²
1994	28,7	- 0,9
1995	34,0	2,2
1996	40,4	3,3
1997	40,8	2,7
1998 ³	34,1	1,1

Fonte: Elaborazioni Consob su dati UIC e Borsa Italiana Spa. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ In rapporto agli scambi totali. ² In rapporto alla capitalizzazione di borsa di fine anno. ³ Dati del primo semestre.

Le transazioni su azioni quotate italiane originate da non residenti hanno raggiunto, nel 1997, circa il 40 per cento degli scambi complessivi in borsa; nel corso del primo semestre del 1998 tale rapporto ha fatto registrare una sensibile diminuzione (Tav. VI.1). Negli ultimi quattro anni gli investitori non residenti sono risultati acquirenti netti di azioni italiane. Come accade in altri mercati

dell'area dell'Euro, l'operatività degli investitori esteri sul mercato azionario è stata caratterizzata da un elevato grado di *turnover* rispetto a quello medio dell'intero mercato. Infatti, gli investitori esteri hanno originato circa il 40 per cento degli scambi totali nel corso del 1997, mentre la quota totale della capitalizzazione della borsa italiana da loro detenuta alla fine dello stesso anno è pari al 10 per cento circa. Per l'intero mercato di borsa, il *turnover* nel corso del 1997 è stato pari a circa il 70 per cento, ed è salito al 100 per cento circa nel corso del 1998.

TAV. VI.2

MERCATI ITALIANI DI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI
(DATI RIASSUNTIVI SUGLI SCAMBI - 1998)

	NUMERO DI CONTRATTI ESEGUITI ¹	MEDIA GIORNALIERA ¹	VARIAZIONE PERCENTUALE ²
FIB30	5.896	23,3	32
MIBO30	1.617	6,4	40
Isoα	1.297	5,1	- 47
MIDEX FUTURE	30	0,2	--
FUTURES SU BTP 10 ANNI	1.293	5,1	- 55
OPZIONE SU FUTURE SU BTP	45	0,2	- 68
FUTURE SU RIBOR	101	0,4	- 25

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Borsa Italiana e Cassa di Compensazione e Garanzia. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Valori in migliaia. ² Rispetto all'anno precedente.

L'Idem (Mercato Italiano dei Derivati) ha raggiunto il suo quarto anno di vita, arricchendosi nel corso del 1998 del nuovo contratto *future* sull'indice Midex. Il controvalore medio giornaliero degli scambi sugli strumenti derivati azionari è stato pari a circa 9.700 miliardi, di cui 7.500 miliardi sul Fib30, 2.000 miliardi sul MibO30, 162 miliardi sui contratti Isoα e 18 miliardi sul *future* sull'indice Midex (Tav. aVI.2). Nel 1998 le negoziazioni relative al Fib30 hanno fatto registrare un incremento, rispetto all'anno precedente, pari al 32 per cento, mentre le negoziazioni relative al MibO30 hanno fatto registrare un incremento pari al 40 per cento (Tav. VI.2). I contratti di opzione su singoli titoli azionari Isoα hanno invece mostrato un rallentamento degli scambi, con una riduzione dei volumi pari al 47 per cento rispetto all'anno precedente. I contratti relativi al

nuovo *future* sull'indice Midex conclusi dal 24 marzo 1998, data di inizio delle negoziazioni, fino a fine 1998, sono stati complessivamente 30.070, pari a una media giornaliera di circa 150 contratti.

Per quanto concerne il Mif (Mercato Italiano dei Futures), gli scambi sugli strumenti derivati su titoli di Stato e tassi di interesse hanno invece registrato un sensibile rallentamento, anche a seguito della accresciuta concorrenza di altri mercati europei. In particolare, per quanto concerne gli strumenti derivati su titoli di Stato, i contratti *futures* sul Btp decennale e quinquennale (quest'ultimo cancellato dalla quotazione il 31 dicembre 1998) hanno fatto registrare riduzioni nel numero di transazioni rispetto al 1997 pari, rispettivamente, al 55 per cento e al 99 per cento. Il contratto *future* sul tasso di interesse Ribor, sostituito dal 4 gennaio 1999 con il *future* sul tasso Euribor, ha fatto registrare una diminuzione nel numero di contratti conclusi, rispetto al 1997, del 25 per cento.

Sul mercato delle obbligazioni e dei titoli di Stato (Mot) si sono conclusi, nel corso del 1998, contratti per un controvalore complessivo di oltre 339.000 miliardi di lire, di cui 27.943 su obbligazioni e 311.172 su titoli di Stato. Rispetto al 1997, gli scambi relativi alle obbligazioni sono cresciuti del 53 per cento, mentre gli scambi relativi a titoli di Stato si sono ridotti del 4 per cento circa. Inoltre, è aumentato di due punti percentuali il rapporto medio di *turnover* delle obbligazioni, passato dal 4,6 al 6,5 per cento, mentre il *turnover* medio dei titoli di Stato è rimasto pressoché invariato attorno al 16 per cento circa (Tav. aVI.3).

Nel corso del 1998 il flusso di nuove quotazioni di obbligazioni al Mot si è mantenuto sugli elevati livelli del precedente anno (Tav. aVI.4). Il rapporto fra obbligazioni quotate e *stock* complessivo di obbligazioni emesse risulta, tuttavia, in lieve diminuzione. Le obbligazioni strutturate hanno rappresentato, in termini di numero di emissioni, poco più di un terzo del totale delle obbligazioni quotate al Mot nel corso del 1998, mentre in termini di capitale nominale esse hanno rappresentato quasi la metà dei titoli ammessi a quotazione nel 1998. Rimane, invece, modesto il peso delle emissioni di obbligazioni di società non finanziarie sul totale delle obbligazioni quotate nel 1998 (circa il 2 per cento in termini di capitale nominale).

L'attività di controllo sul mercato di borsa e dei derivati

L'attività di vigilanza sulla trasparenza e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni sul mercato di borsa si è basata prevalentemente sull'analisi dei casi di andamento anomalo dei prezzi e delle quantità scambiate non legati a squilibri momentanei nel *book* di contrattazione, e quindi presumibilmente dovuti a carenza informativa su fatti relativi alla situazione degli emittenti. Tale attività è stata affiancata dall'analisi delle notizie desumibili dalla stampa economico-finanziaria, nonché degli studi elaborati dagli intermediari.

Nei casi in cui si presumeva una situazione di insufficiente diffusione di informazioni, l'Istituto ha prontamente attivato contatti con le società quotate per verificare la presenza o meno

di fatti o eventi in corso di formazione, che potessero giustificare andamenti anomali nei prezzi e negli scambi. In più occasioni è stata sollecitata la diffusione di opportune informazioni al pubblico attraverso comunicati stampa e avvisi a pagamento.

Per ciò che riguarda l'attività di controllo sulle negoziazioni dell'Idem, particolare attenzione è stata prestata alle scadenze mensili relative alla liquidazione delle posizioni in strumenti derivati. A tal fine sono state avviate istruttorie per valutare la fondatezza di ipotesi di aggio, verificando il regolare andamento delle contrattazioni sia sul mercato degli strumenti derivati che su quello dei titoli sottostanti. Il tempo necessario per la conclusione delle istruttorie è spesso dipeso dalla natura del soggetto che ha concluso le operazioni oggetto di indagine. Infatti, nei casi in cui è stato accertato che le operazioni sono state concluse da un soggetto estero, la Commissione si è avvalsa dell'aiuto delle Autorità di controllo di altri paesi, per il tramite degli strumenti della cooperazione internazionale, con un inevitabile allungamento dei tempi delle istruttorie.

Nell'ambito delle attività di controllo sull'Idem, si è anche verificata la correttezza del processo di formazione dei prezzi delle opzioni su titoli azionari, con particolare riferimento alla congruità dei prezzi di conclusione dei contratti rispetto a quelli teorici. In particolare, gli accertamenti hanno riguardato l'incrocio di operazioni in capo a uno stesso intermediario e tra intermediari diversi, le attività in conto proprio e quelle per conto della clientela, e le significative concentrazioni di attività in capo a uno stesso intermediario (attraverso l'analisi delle posizioni aperte).

Particolare attenzione è stata prestata anche all'analisi dei contratti conclusi per errore, la cui gestione operativa è di competenza della Borsa Italiana Spa. Nel corso del 1998 si è registrato infatti un consistente numero di contratti di opzione conclusi a prezzi fuori linea con i prezzi di mercato, successivamente cancellati dalla Borsa Italiana Spa. Al riguardo, sono state verificate le motivazioni alla base della conclusione dei suddetti contratti e la frequenza degli stessi in capo a uno stesso intermediario.

L'attività di controllo sulle società di gestione dei mercati regolamentati

Il 1998 è stato il primo anno di applicazione operativa della nuova disciplina dei mercati "privati", introdotta con il D.Lgs. 415/96 e confermata dal Testo unico della finanza. Hanno iniziato a operare le prime società mercato alle quali è attribuita l'attività di organizzazione e gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari.

Nell'ambito della nuova cornice normativa, l'Istituto è stato impegnato nell'attività sia di autorizzazione all'esercizio dei mercati (seppure in parte in attuazione della disciplina transitoria dettata dal D.Lgs. 415/96), sia di vigilanza sulle società di gestione e sul funzionamento dei mercati.

Con delibera 11091 del 12 dicembre 1997 la Borsa Italiana Spa è stata autorizzata all'esercizio dei mercati regolamentati di cui all'art. 56, comma 1, del D.Lgs. 415/96.

Successivamente, con delibera 11764 del 22 dicembre 1998, sono state approvate alcune modifiche al regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana stessa, ai sensi del Testo unico della finanza.

Tali modifiche sono state motivate dalla Borsa Italiana Spa con l'esigenza di introdurre alcune innovazioni alle modalità di negoziazione, al fine di migliorare, sulla base dell'esperienza acquisita dopo il primo anno di gestione del mercato, le regole relative al funzionamento dei mercati. Dette modifiche hanno, inoltre, recepito nel regolamento alcune disposizioni del Testo unico della finanza e delle relative norme di attuazione.

Per quanto concerne gli interventi relativi alle modalità di negoziazione, le novità apportate riguardano la cessazione del sistema di negoziazione delle spezzature (Msp) e la inclusione delle stesse direttamente nei mercati di riferimento (Mta e mercato ristretto). Le nuove modalità di negoziazione prevedono che gli ordini per quantitativi inferiori al lotto minimo concorrano con gli ordini "interi", pari o multipli del lotto minimo, alla determinazione del prezzo di apertura di ciascuna seduta, e che pertanto siano eseguiti a tale prezzo. Gli ordini relativi a spezzature presenti nel book nella fase di apertura del mercato sono, infatti, accorpati al fine di determinare un quantitativo pari o multiplo del lotto minimo di negoziazione e, pertanto, abbinati agli altri ordini "interi" presenti sul mercato. Gli ordini di spezzature che non trovano abbinamento sono cancellati, se immessi con il parametro "esegui o cancella", ovvero trasferiti alla fase di apertura della seduta successiva, se immessi con il parametro "valido sino a data" (Vsd).

Le nuove modalità consentono, quindi, una maggiore facilità di esecuzione delle spezzature, le quali possono essere abbinate non solo ad altre spezzature, come accadeva in precedenza, ma anche ad altri ordini pari o multipli del lotto minimo. Ciò comporta sia una maggiore significatività del prezzo di apertura, che viene determinato tenuto conto di tutti gli ordini, interi o spezzature, presenti sul mercato, sia il superamento degli inconvenienti derivanti dalle operazioni di arbitraggio tra il mercato delle spezzature e il mercato azionario, per la cui realizzazione sono state osservate in passato attività volte ad alterare i prezzi di apertura dei titoli sottili.

In attuazione dell'art. 8, comma 5, del regolamento 11520/98, è stata inoltre prevista, nell'art. 4.1.16 del regolamento della Borsa Italiana, la raccolta, attraverso il sistema informatico di supporto alle negoziazioni, delle adesioni a offerte totalitarie su strumenti finanziari quotati, promosse da chi detiene la maggioranza assoluta di tali strumenti, e delle adesioni a offerte promosse dall'emittente sui propri strumenti finanziari.

La Commissione ha anche dato l'assenso alle modifiche delle Istruzioni del mercato relative alle caratteristiche contrattuali dei prodotti derivati, alla disciplina degli operatori market makers e alle caratteristiche degli indici di borsa sottostanti ai contratti derivati.

In sede di vigilanza sulla *governance* della società di gestione, l'Istituto ha anche verificato, ai sensi dell'art. 73, comma 3, del Testo unico della finanza, alcune modificazioni statutarie della Borsa Italiana, tra le quali l'introduzione di un limite percentuale al diritto di voto pari al 7,5 per cento del capitale ordinario.

La clausola introdotta ha lo scopo di completare il sistema delle garanzie statutarie a tutela dell'indipendenza della società, mediante l'introduzione di un limite percentuale al diritto di voto di ciascun socio in assemblea (pur lasciando fermi tutti gli altri diritti e poteri connessi al possesso della partecipazione, inclusa la possibilità di detenere partecipazioni eccedenti il predetto limite). L'introduzione di tale previsione nello statuto concorre a prevenire potenziali conflitti di interessi, dando maggiore peso decisionale agli azionisti di minoranza, e riducendo il rischio che il perseguimento degli obiettivi dei soci di maggioranza possa ledere l'autonomia decisionale della struttura operativa della società.

Successivamente, con delibera 11808 del 27 gennaio 1999, la Borsa Italiana Spa è stata autorizzata all'esercizio del Nuovo Mercato, destinato alla negoziazione di azioni ordinarie di emittenti nazionali ed esteri ad alto potenziale di sviluppo. Il Nuovo Mercato è caratterizzato dalla presenza di uno *sponsor* che assiste l'emittente nella procedura di ammissione a quotazione, partecipando alla direzione del consorzio incaricato dell'offerta. Lo stesso *sponsor*, ovvero altro soggetto appositamente designato, svolge un fondamentale ruolo sul mercato secondario come operatore specialista, impegnandosi a intervenire a sostegno della liquidità delle azioni.

Con delibera 11618 del 16 settembre 1998, la Mif Spa è stata autorizzata all'esercizio del Mercato dei contratti uniformi a termine dei titoli di Stato. Il regolamento del mercato, sottoposto alla Commissione per la verifica di conformità in sede di autorizzazione, ha ridefinito alcune caratteristiche essenziali della microstruttura del mercato, operando una sostanziale semplificazione rispetto al precedente assetto regolamentare.

In particolare, gli interventi di maggior rilievo hanno mirato a una generale semplificazione della regolamentazione, e hanno riguardato principalmente la definizione delle tipologie di operatori ammessi al mercato e i criteri di individuazione delle priorità per l'esecuzione delle proposte immesse nel sistema.

Per quanto concerne il primo aspetto, è stata adottata una struttura di tipo order-driven con la presenza contemporanea di operatori con dual capacity e di brokers. Limitatamente ai contratti di opzione, è stata mantenuta una struttura di tipo quote-driven che prevede la presenza di soli operatori market makers (banche e imprese di investimento con requisiti minimi di capitale). La precedente microstruttura del Mif era invece più articolata, prevedendo tre distinte categorie di operatori (operatori principali, o primary dealers, che potevano immettere ordini sia in conto proprio che in conto terzi e svolgere attività di market making; brokers, che potevano immettere ordini esclusivamente per conto terzi; dealers, che potevano immettere esclusivamente proposte in conto proprio).

Per quanto attiene ai criteri di definizione della priorità di esecuzione delle proposte, la nuova disciplina prevede che le proposte presenti sul mercato siano abbinate esclusivamente secondo la priorità di prezzo e, a parità di prezzo, secondo la priorità di tempo. In precedenza, invece, il sistema era caratterizzato, oltre che da una priorità di prezzo e di tempo, anche da una priorità delle proposte in conto terzi rispetto a quelle in conto proprio e, a parità di prezzo e di tipologia, delle proposte provenienti dallo stesso operatore già presente sul book con altre proposte.

Successive modifiche al regolamento del mercato (approvate con delibera 11748 del 16 dicembre 1998) sono state finalizzate principalmente ad apportare miglioramenti al funzionamento del mercato stesso, senza tuttavia modificarne le regole di negoziazione e la microstruttura. Tra le varie modifiche, è stato

consentito agli aderenti generali di richiedere alla Mif Spa la sospensione, al superamento dei limiti operativi concordati, dei propri aderenti indiretti.

Infine, in data 30 giugno 1998 è stato emanato il decreto del Ministro del tesoro con il quale la Società per il Mercato dei titoli di Stato Spa (Mts Spa) è stata autorizzata alla gestione del mercato all'ingrosso dei titoli di Stato italiani ed esteri. Contestualmente la Commissione, con delibera 11517 del 30 giugno 1998, ha rilasciato, d'intesa con la Banca d'Italia, l'autorizzazione alla Mts Spa all'esercizio del segmento di mercato relativo alla negoziazione dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati.

VII. L'ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE E L'AGGIOTAGGIO

Le modifiche alla disciplina

Gli artt. 180-187 del D.Lgs. n. 58 hanno confermato il carattere esclusivamente penale del regime sanzionatorio dell'abuso di informazioni privilegiate (*insider trading*) e di aggioaggio su strumenti finanziari già introdotto nel nostro ordinamento dalla legge n. 157 del 17 maggio 1991; tuttavia, rilevanti modifiche sono state apportate alle definizioni dei soggetti attivi e delle condotte vietate, nonché alle sanzioni e ai poteri di accertamento della Consob.

In particolare, per quanto concerne l'*insider trading*, si segnalano, tra i cambiamenti di maggior rilievo, la sostituzione del divieto di compiere operazioni su valori mobiliari, qualora si posseggano informazioni riservate, con il divieto di avvalersi delle informazioni privilegiate nell'agire; l'inasprimento del regime sanzionatorio, con la previsione, nell'ambito dell'applicazione delle pene accessorie, della confisca obbligatoria dei mezzi, anche finanziari, utilizzati per il compimento dell'illecito e dei beni che ne costituiscono il profitto.

Per quanto riguarda la disciplina dell'aggioaggio, gli elementi di maggiore novità attengono all'inclusione delle operazioni e degli artifici idonei a creare l'apparenza di un mercato attivo tra gli elementi costitutivi del reato; all'eliminazione della figura di reato di cui all'art. 5, comma 2, della legge 157/91, che prevedeva l'applicazione delle pene di cui all'art. 501 del c.p. nel caso in cui la divulgazione di notizie false, esagerate o tendenziose, ovvero le operazioni simulate o gli altri artifici fossero stati posti in essere con l'intento di provocare una sensibile alterazione dei prezzi ovvero l'apparenza di un mercato attivo; all'introduzione di pene più severe.

Il D.Lgs. 58/98 ha innovato anche in merito all'attività di accertamento dei comportamenti illeciti. In particolare, è stata soppressa la disposizione di cui all'art. 8 della legge 157/91, in base alla quale le notizie di reato dovevano essere denunciate esclusivamente al Presidente della Commissione. È stato chiaramente sancito che i poteri di accertamento, quali la richiesta di dati e notizie e l'audizione, possono essere esercitati dalla Commissione nei confronti di chiunque appaia informato sui fatti. Inoltre, accanto alla conferma della facoltà di avvalersi della collaborazione delle pubbliche amministrazioni, è stata riconosciuta alla Consob la possibilità di accesso al sistema dell'anagrafe tributaria.

L'art. 186 del D.Lgs. 58/98 dispone, infine, che il Presidente della Consob trasmetta all'Autorità Giudiziaria la documentazione raccolta nel corso delle indagini, corredata da una relazione. La disposizione implica che la trasmissione degli atti al pubblico ministero sia dovuta anche nel caso in cui gli accertamenti si concludano con un giudizio di non ricorrenza dell'ipotesi di reato. La Commissione ha ritenuto pertanto di dare notizia al pubblico ministero delle indagini svolte anche laddove da queste non siano emerse fattispecie penalmente rilevanti, specificando che la documentazione raccolta è a disposizione dell'Autorità Giudiziaria.

Le metodologie di indagine

Nel corso dell'anno, la Commissione ha rivisto le proprie procedure di accertamento con riferimento sia alla fase iniziale, volta a individuare la sussistenza di elementi che integrano gli estremi del reato, sia all'eventuale fase successiva, conseguente alla decisione della Commissione di avviare un'indagine formale.

Per quanto concerne la fase iniziale dell'attività di accertamento, sono stati fissati parametri oggettivi per la definizione della "materialità" della notizia privilegiata che, ai sensi dell'art. 180 del D.Lgs. 58/98, deve essere specifica, di contenuto determinato e idonea a influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari cui si riferisce. Con l'ausilio di statistiche sintetiche sulle variazioni dei prezzi e delle quantità scambiate, nonché sulla correlazione con l'indice di mercato e con altri titoli correlati, si esaminano gli effetti della pubblicazione dell'informazione privilegiata sul corso dei titoli oggetto dell'illecita attività di compravendita. Sono stati affinati, inoltre, i metodi di ricostruzione dell'operatività sospetta sul titolo da parte degli intermediari. A tal fine, poiché la nuova disciplina prevede il divieto di avvalersi dell'informazione privilegiata, sono stati definiti degli standard quantitativi per individuare il grado di concentrazione dei singoli intermediari più esposti in direzione premiante sugli scambi effettuati nel periodo sospetto.

Le modifiche riguardanti i metodi utilizzati nella fase successiva degli accertamenti hanno perseguito l'obiettivo di adottare criteri oggettivi per l'individuazione di anomalie nell'operatività dei singoli soggetti presi in considerazione, quali ad esempio la sequenza temporale delle compravendite, la coerenza dell'operatività osservata nel periodo esaminato con gli investimenti e le relative strategie operative precedentemente poste in essere.

Ai fini dello svolgimento delle indagini, la Commissione ha utilizzato i poteri ispettivi, di richiesta di dati e notizie e di audizione previsti dall'art. 185 del D.Lgs. 58/98. In linea con quanto avvenuto nell'anno precedente, anche nel 1998 le richieste di dati, notizie e documenti hanno interessato in misura preponderante soggetti sottoposti alla vigilanza dell'Istituto (Tav. aVII.1). Sono state, inoltre, effettuate 8 verifiche ispettive, che hanno interessato 2 società quotate e 6 intermediari bancari, e 7 audizioni, tutte relative a soggetti non sottoposti all'ordinaria vigilanza dell'Istituto.

Infine, resta fondamentale, per lo svolgimento delle indagini, la collaborazione con le Autorità di vigilanza estere alle quali l'Istituto ha inoltrato, nel corso del 1998, 17 richieste di cooperazione.

I risultati delle indagini

In materia di abuso di informazioni privilegiate e di aggio, la Consob ha complessivamente concluso, nel corso del 1998, 36 indagini, avviate prevalentemente a seguito di anomalie riscontrate nello svolgimento dell'attività di controllo dei mercati (Tav. VII.1).

Sul totale delle indagini, 21 si sono concluse con la trasmissione all'Autorità Giudiziaria di una relazione motivata che segnalava la sussistenza di elementi a suffragio di un'ipotesi di illecito. Rispetto all'anno precedente, è aumentato il numero delle indagini conclusesi con l'invio di una relazione motivata all'Autorità Giudiziaria, mentre è più contenuto il fenomeno delle archiviazioni al termine di indagini preliminari.

TAV. VII.1

RISULTANZE DELLE INDAGINI

	1996	1997	1998
RELAZIONE MOTIVATA	9	19	21
ARCHIVIAZIONE AL TERMINE DI INDAGINI PRELIMINARI	--	18	3
ARCHIVIAZIONE AL TERMINE DI INDAGINI	12	15	12 ¹
<i>TOTALE</i>	<i>21</i>	<i>52</i>	<i>36</i>

¹ Di cui 9 relative ad attività di accertamento conclusesi prima dell'entrata in vigore del D.Lgs. 58/98.

Delle 21 relazioni motivate trasmesse all'Autorità Giudiziaria, 17 attengono a ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e 4 riguardano sospetti episodi di aggioaggio su strumenti finanziari.

Tra le tipologie di informazione privilegiata che hanno dato luogo alle relative istruttorie, prevale quella attinente al mutamento del controllo di società quotate (13 casi su 17 segnalazioni); in 3 casi la notizia ha riguardato operazioni di finanza straordinaria (2 delle quali connesse a riassetto societari all'interno di uno stesso gruppo), mentre si è rivelato marginale il peso ricoperto dalla tipologia di informazione relativa all'emergere di significativi mutamenti della redditività, ovvero della struttura patrimoniale o finanziaria dell'impresa (Tav. VII. 2).

Le 4 segnalazioni trasmesse all'Autorità Giudiziaria in ordine a ipotesi di aggioaggio su strumenti finanziari hanno avuto ad oggetto operazioni simulate e altri artifici diretti ad alterare sensibilmente il prezzo di strumenti finanziari quotati, a eccezione di un unico caso di diffusione di notizie esagerate, false o tendenziose.

TAV. VII.2

TIPOLOGIA DELLE INFORMAZIONI PRIVILEGIATE

	1997	1998
MUTAMENTO DEL CONTROLLO - OPA	7	13
RISULTATI ECONOMICI - SITUAZIONE PATRIMONIALE E FINANZIARIA	4	1
OPERAZIONI SUL CAPITALE - FUSIONI - SCISSIONI	2	3
ALTRE	3	--
<i>TOTALE</i>	<i>16</i>	<i>17</i>

I soggetti interessati dalle ipotesi di reato in materia di abuso di informazioni privilegiate e di aggio, di cui alle relazioni motivate trasmesse all'Autorità Giudiziaria, sono risultati, rispettivamente, 114 e 11 (Tav. aVII.2).

Le differenze nelle dimensioni e nella composizione dei gruppi di soggetti interessati alle due distinte ipotesi di illecito suggeriscono alcune considerazioni.

Per quanto concerne l'*insider trading*, la presenza di un elemento di tipo associativo nell'abuso di informazione privilegiata sembrerebbe trovare riscontro sia nel numero dei soggetti complessivamente individuati, sia nella dimensione media del gruppo di soggetti interessati dalle singole ipotesi di violazione segnalate; in proposito, è degna di rilievo la consistenza numerica della categoria degli "altri soggetti", tipicamente costituita dai *tippees*, cioè da coloro che hanno ricevuto e sfruttato una informazione privilegiata da parte di *insiders*.

Il peso rivestito dalla categoria dei cosiddetti "*insiders* istituzionali" (soci, amministratori, manager delle società quotate) appare coerente con la prevalenza, tra le tipologie di informazione privilegiata di cui si presume l'abuso, delle notizie legate al mutamento del controllo di società quotate.

Infine, è opportuno rilevare come, negli ultimi anni, il numero di soggetti esteri interessati da ipotesi di reato sia in crescita. In molti casi, tali soggetti sono investitori istituzionali (fondi comuni di investimento, compagnie di assicurazione) attivi sul mercato azionario italiano quali committenti di un ristretto nucleo di primari intermediari negozianti nazionali.

Per quanto riguarda le ipotesi di aggio, è interessante notare come la gran parte dei soggetti individuati sia costituita da intermediari (di cui 7 italiani e 2 esteri); tale circostanza

conferma il fatto che tali abusi richiedono sia competenze tecniche sulle modalità di funzionamento dei mercati, sia mezzi finanziari difficilmente accessibili agli investitori privati.

Gli esiti delle relazioni inviate all'Autorità Giudiziaria

Dal 1991 a oggi, la Consob ha trasmesso all'Autorità Giudiziaria 58 relazioni motivate.

Di queste, 37 sono nella fase istruttoria, 11 sono state archiviate, in alcuni casi a seguito dell'avvenuta decorrenza del termine di prescrizione, 6 hanno dato luogo a richieste di rinvio a giudizio; infine, 4 procedimenti si sono conclusi rispettivamente con 2 sentenze di condanna e con 2 sentenze di patteggiamento. A quest'ultimo dato si aggiunge una sentenza di patteggiamento emessa nei confronti di uno dei soggetti coinvolti in un procedimento ancora in corso, concernente un'ipotesi di violazione dell'art. 2 della legge 157/91 segnalata nel corso del 1997 (Tav. VII.3).

TAV. VII.3

ESITI DELLE RELAZIONI INVIATE ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA

	1991-1997	1998
ARCHIVIAZIONE	7	4
RICHIESTA DI RINVIO A GIUDIZIO	5	1
SENTENZA DI PATTEGGIAMENTO	2	1 ¹
SENTENZA DI CONDANNA	2	--
<i>TOTALE ESITI</i>	<i>16</i>	<i>6</i>

¹ Nell'ambito di un procedimento avviato nei confronti di più soggetti, va altresì registrata l'emissione di una sentenza di patteggiamento riguardante un solo imputato.

Il giudice per le indagini preliminari ha accolto la richiesta di patteggiamento di un "insider istituzionale" il quale, anticipando l'effetto che la pubblicazione dell'informazione privilegiata - ossia la situazione di grave dissesto finanziario di un gruppo societario - avrebbe avuto sul mercato, ha venduto una consistente quantità di titoli del gruppo. In particolare, il giudice, a fronte del conseguimento da parte dell'imputato di un guadagno netto di 250 milioni di lire, ha applicato per i vari capi di imputazione la pena di mesi sei di reclusione e la multa di 10 milioni di lire, sostituendo altresì la pena detentiva con quella pecuniaria di 13 milioni e 500 mila lire.

Alcune tipologie di abuso di informazioni privilegiate e di aggio su strumenti finanziari

Tra gli accertamenti riguardanti ipotesi di violazione degli artt. 180 e 181 del D.Lgs 58/98, meritano menzione alcune istruttorie particolarmente significative per la modalità di utilizzo di informazioni privilegiate, ovvero di attuazione di comportamenti diretti ad alterare sensibilmente i prezzi di strumenti finanziari.

Con riferimento all'abuso di informazioni privilegiate, si segnala un caso in cui l'informazione era rappresentata dal fallimento del piano di salvataggio di una società quotata.

Un gruppo di banche impegnato nel tentativo di risolvere la situazione di crisi in cui versava una società quotata aveva assunto, nel tempo, il duplice ruolo di finanziatore e di socio di controllo della società stessa, a seguito della conversione di una parte dei crediti in titoli rappresentativi del capitale sociale. Tale circostanza creava un conflitto di interessi che è sfociato in una violazione della disciplina sull'insider trading, allorché le banche hanno utilizzato la notizia privilegiata, rappresentata dal fallimento del piano di salvataggio e di rilancio dell'azienda, per smobilizzare rapidamente sul mercato, non informato dell'evento, le azioni detenute.

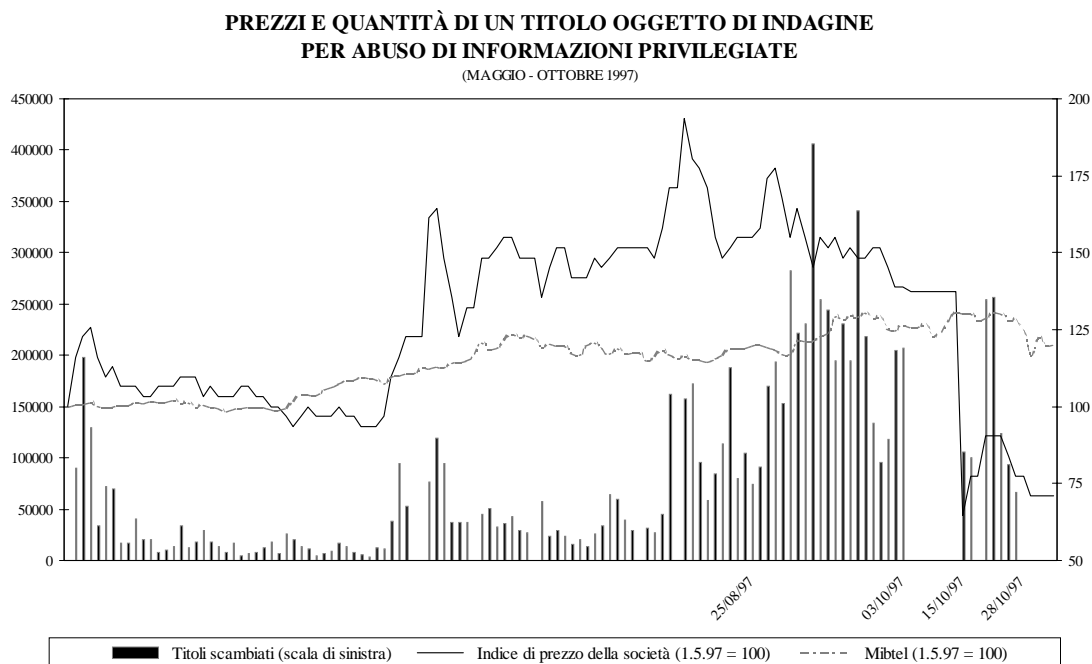
L'informazione privilegiata era contenuta in un rapporto, curato da una società di consulenza che aveva predisposto il piano di salvataggio, riservato a un ristretto gruppo di banche finanziatrici. Queste ultime, preso atto del grave stato di dissesto economico-finanziario della società, hanno individuato nell'utilizzo dell'informazione privilegiata la possibilità di recuperare la parte dei crediti trasformata in azioni. Nel periodo fine agosto-ottobre 1997 le vendite complessivamente operate dalle banche di cui trattasi sono risultate pari al 95 per cento circa del totale delle vendite, corrispondenti al 46 per cento del capitale sociale della società. Il mercato, peraltro, continuava a fare affidamento sulla validità del piano di ristrutturazione, come si evince dall'andamento positivo dei corsi dei titoli registrato nel mese di agosto 1997 (Fig. VII.1) e dall'analisi delle notizie stampa.

Il 3 ottobre 1997 la pubblicazione della notizia concernente l'ipotesi di liquidazione volontaria della società, contenuta nel comunicato con il quale il consiglio di amministrazione dava conto del risultato semestrale, produceva effetti significativi sull'andamento del titolo, il quale, nelle sedute successive, non veniva scambiato per eccesso di ribasso. Il 15 ottobre, dopo la pubblicazione della situazione semestrale, il prezzo registrava una flessione del 56 per cento circa rispetto al valore del 3 ottobre. Ampie fluttuazioni di prezzo ed elevati volumi negoziati continuavano a rilevarsi sino al 28 ottobre, quando il titolo è stato sospeso dalle negoziazioni.

La Commissione ha ipotizzato, a carico dei soggetti coinvolti nell'operazione, la violazione dell'art. 180 del D.Lgs. 58/98.

Un caso di aggio è emerso nell'ambito di un accertamento in materia di *insider trading*, in cui l'informazione privilegiata era rappresentata da una fusione per incorporazione che avrebbe successivamente dato luogo a un mutamento della compagine azionaria.

FIG. VII.1



Fonte: Consob.

A seguito dell'osservazione di un andamento anomalo sia dei prezzi sia dei volumi scambiati delle azioni di risparmio, tradizionalmente illiquide, di una società quotata, è stato ricostruito il book di negoziazione, per un totale di quaranta sedute borsistiche. Dall'attività di accertamento è emerso il compimento, da parte di due soggetti appartenenti alla famiglia che deteneva il controllo della società oggetto di futura fusione, di operazioni fra loro correlate, esclusivamente finalizzate a creare l'apparenza di un mercato attivo e a "guidare" al rialzo i prezzi del titolo.

La Commissione ha pertanto ravvisato la presenza di elementi idonei a integrare gli estremi del reato di cui all'art. 181 del D.Lgs 58/98.

Tra le indagini su ipotesi di aggioaggio concluse nel corso del 1998, si segnalano, infine, quelle cui si è fatto cenno anche nella Relazione per l'anno 1997, concernenti l'operatività di due intermediari esteri tramite interventi combinati sui mercati dei valori azionari e su quello dei *futures* sull'indice di borsa.

In un caso, l'aggioaggio si è realizzato mediante una strategia operativa che si è articolata in due fasi. La prima è consistita nella vendita di contratti sul Fib30 il giorno precedente la scadenza di quel contratto. La seconda si è sviluppata il giorno successivo attraverso l'inserimento sul mercato azionario telematico, nel corso della fase di preapertura, di ingenti ordini di acquisto sui principali titoli azionari che compongono il Mib30, improvvisamente cancellati in chiusura della fase di preapertura medesima. Tali operazioni, causando un temporaneo e improvviso squilibrio fra domanda e offerta, facevano fissare al ribasso i prezzi di apertura dei titoli azionari menzionati, determinando una flessione dell'indice Mib30 e,

conseguentemente, del valore di liquidazione del contratto Fib30 in scadenza (che all'epoca era convenzionalmente determinato come pari al valore del Mib30 calcolato sui prezzi di apertura dei 30 titoli che compongono l'indice rilevati nel giorno di scadenza del contratto Fib30). In questo modo, l'intermediario ha lucrato la differenza fra l'importo incassato il giorno precedente la scadenza del Fib30 e l'importo pagato il giorno successivo.

In un altro caso, l'agiotaggio si è basato sulla conclusione sia di consistenti acquisti dei principali titoli componenti il Mib30 in prossimità della chiusura della seduta di borsa, sia di acquisti di un certo numero di contratti futures Fib30 nella successiva mezz'ora di ulteriore durata del mercato dei derivati. Tali operazioni risultavano finalizzate a far registrare, su entrambi i mercati, prezzi particolarmente elevati, idonei a fuorviare gli altri investitori. Nella successiva seduta borsistica, l'intermediario portava a compimento il disegno manipolativo mediante la vendita - a prezzi crescenti - di contratti futures Fib30.

La Commissione, ritenendo che il comportamento tenuto dai soggetti coinvolti integrasse ipotesi di agiotaggio, ha concluso le indagini con l'invio di relazioni motivate all'Autorità Giudiziaria; le segnalazioni hanno interessato anche gli intermediari negozianti italiani che si erano prestati a dare esecuzione alle operazioni.

VIII. GLI INTERMEDIARI MOBILIARI

Andamenti e struttura del settore

Nel corso del 1998 è proseguita la tendenza positiva dell'attività di intermediazione mobiliare, come testimonia la crescita del contributo reddituale delle commissioni di Sim e banche originate dall'offerta di servizi in questo comparto. In particolare per le Sim la quota dei proventi da intermediazione, ragguagliata ai ricavi totali, si è attestata al 64,9 per cento nella prima metà del 1998 contro il 50,7 per cento dell'analogo periodo del 1997; per le banche l'apporto delle commissioni attive, riferito al totale dei proventi da servizi, è passato dal 34,4 al 53,7 per cento nel medesimo periodo.

In netta crescita appaiono i proventi di negoziazione in conto terzi e di raccolta ordini (Tav. VIII.1): in particolare, al 30 giugno 1998 le commissioni per attività di negoziazione sono aumentate per le Sim e le banche rispettivamente del 102 e del 365 per cento rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente. Tale andamento fa seguito all'incremento dei volumi negoziati registratosi sul mercato azionario.

TAV. VIII.1

COMMISSIONI DA INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

VALORI IN MILIARDI DI LIRE

COMMISSIONI ATTIVE	SIM				BANCHE			
	1996	1997	1997 ¹	1998 ¹	1996	1997	1997 ¹	1998 ¹
NEGOZIAZIONE TITOLI	548	788	395	798	389	703	241	1.121
COLLOCAMENTO	208	167	74	96	1.250	2.690	894	2.614
GESTIONE DI PATRIMONI	365	489	224	400	694	1.082	454	682
RACCOLTA ORDINI	57	78	39	64	608	988	410	1.193
OFFERTA FUORI SEDE	1.126	1.556	799	1.125	344	528	187	165

Fonte: Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Dati del primo semestre.

L'attività di negoziazione per conto terzi si è concentrata principalmente sui titoli azionari, che costituiscono il 69 per cento circa del totale, rispetto al 26 per cento dei titoli di Stato e al 4,8 per cento delle

obbligazioni; tale prevalenza è osservabile sia per le banche che per le Sim, benché le prime operino in misura proporzionalmente maggiore in titoli di Stato. Per contro, nell'attività di negoziazione in conto proprio il mercato è risultato prevalentemente concentrato sui titoli di Stato, che rappresentano, a metà del 1998, oltre il 91 per cento del volume totale delle negoziazioni.

I proventi dell'attività di collocamento registrati nel corso del primo semestre del 1998 confermano la maggiore presenza delle banche in questo comparto dell'intermediazione mobiliare. L'incremento delle commissioni di collocamento, che rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente è pari al 30 per cento circa per le Sim e al 192 per cento per le banche, riflette verosimilmente il significativo aumento delle operazioni di ammissione a quotazione e delle emissioni obbligazionarie.

Alla fine del 1998, il patrimonio complessivamente gestito da banche e Sim, pari a circa 476.000 miliardi di lire, è risultato in crescita del 50 per cento circa rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente. Tale dato si è riflesso in un eccezionale sviluppo delle commissioni di gestione, le quali hanno registrato nel primo semestre dell'anno un incremento del 79 per cento circa per le Sim e del 50 per cento circa per le banche rispetto alla prima metà del 1997.

Al 30 giugno 1998, il patrimonio medio unitario gestito risultava pari a 337 milioni circa, in lieve aumento rispetto al 1997 (318 milioni). La composizione dei portafogli di banche e Sim conferma le differenze nelle scelte di investimento già riscontrate negli anni precedenti; le banche risultano detenere una quota proporzionalmente più elevata del portafoglio in titoli di Stato, mentre le Sim presentano una percentuale maggiore di disponibilità investite in azioni e in quote di Oicr (Tav. aVIII.1).

L'attività di collocamento con offerta fuori sede di prodotti finanziari è stata pari, nel primo semestre 1998, a circa 58.000 miliardi, di cui il 57 per cento relativo a reti bancarie e il 43 per cento relativo a Sim. Per quanto riguarda le Sim, le commissioni di promozione e di collocamento di strumenti finanziari mostrano un incremento del 41 per cento circa rispetto alla prima metà del 1997. Il fenomeno si spiega alla luce dello sviluppo delle reti di vendita, nonché della maggiore diffusione tra i risparmiatori di prodotti tipici del risparmio gestito, quali le quote di Oicr, che rappresentano circa il 90 per cento degli strumenti finanziari distribuiti (Tav. aVIII.2).

Nel corso del 1998, il numero delle Sim iscritte all'albo si è ulteriormente ridotto, confermando la tendenza degli anni precedenti (Tav. aVIII.3); le nove nuove entrate verificatesi nell'anno, pur rappresentando un dato in crescita rispetto ai due anni precedenti, non hanno bilanciato le uscite, determinando di conseguenza un *turnover* negativo e in linea con quello del 1997. Le principali cause di cancellazione dall'albo sono state la liquidazione volontaria e il verificarsi di operazioni di fusione o scissione; costituiscono motivazioni rilevanti anche la variazione dell'attività e la trasformazione in banca (Tav. VIII.2).

La liquidazione volontaria fa generalmente seguito a situazioni di difficoltà dell'intermediario. L'elevato numero di cancellazioni dovute a fusioni e scissioni è un indice del processo di riorganizzazione e di concentrazione che sta interessando il settore delle Sim. Anche la trasformazione delle Sim in banche, pur riguardante un numero ristretto di casi (4 operazioni), risulta un fenomeno significativo e motivato,

almeno in parte, da vantaggi connessi al quadro regolamentare; nel corso dell'anno sono state inoltre adottate 11 delibere di estensione dell'autorizzazione (Tav. aVIII.4).

TAV. VIII.2

SIM: CANCELLAZIONI DALL'ALBO

MOTIVAZIONI	1992-1997	1998
CRISI DELL'INTERMEDIARIO ¹	37	2
FUSIONI E SCISSIONI	29	7
LIQUIDAZIONE VOLONTARIA	49	11
VARIAZIONE DELL'ATTIVITÀ	51	5
TRASFORMAZIONE IN BANCA	7 ²	4
NON OPERATIVA ³	38	—
MANCATO ESERCIZIO SERVIZI AUTORIZZATI	--	1
<i>TOTALE</i>	<i>211</i>	<i>30</i>

¹ Sono inclusi i decreti del Ministero del tesoro, i provvedimenti Consob e i fallimenti.

² Vi è inclusa la trasformazione di due società fiduciarie in Sim nel 1992. ³ Al momento dell'entrata in vigore del D.Lgs. 415/96 (art. 60).

La tendenza alla riduzione nel numero di soggetti operanti nel settore dell'intermediazione mobiliare ha interessato solo marginalmente le banche (Tav. aVIII.5): il numero di banche autorizzate alla prestazione dei servizi di investimento è diminuito lievemente (da 829 a 806). Risulta significativo l'aumento nel corso del 1998 dei soggetti bancari autorizzati a svolgere attività di collocamento (con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia) e di gestione individuale di portafogli, a conferma di un crescente interesse del sistema bancario verso l'attività di intermediazione in titoli.

Per quanto concerne il settore degli organismi di investimento collettivo, nel corso del 1998 si è verificata una notevole crescita della raccolta e del patrimonio gestito. A tale aumento, tuttavia, non corrisponde ancora una sufficiente articolazione dei prodotti; scarso è il numero di fondi chiusi istituiti e appena in fase di partenza risultano i fondi immobiliari e i fondi pensione.

Nell'ambito della UE, il mercato italiano ha accresciuto notevolmente il suo peso, divenendo il terzo in termini di patrimonio gestito, subito dopo la Francia e il Lussemburgo: la quota sul

patrimonio totale UE è pari, a fine 1998, al 16 per cento circa, rispetto al 24,9 per cento della Francia (Tav. aVIII.6).

La raccolta netta dei fondi comuni di diritto italiano è stata nel corso del 1998 di circa 313.000 miliardi, un importo più che raddoppiato rispetto a quello del 1997. Il patrimonio gestito totale ha così raggiunto, a fine anno, i 720.000 miliardi, corrispondenti a circa 372 miliardi di Euro (Tav. aVIII.7), con un tasso di crescita del 96 per cento circa rispetto all'anno precedente. Malgrado alcune fluttuazioni, la raccolta mensile non ha risentito dei periodi di crisi borsistica. La parte preponderante della raccolta netta risulta costituita, come nel 1997, dai fondi obbligazionari (circa 243.000 miliardi), ma è stata consistente anche la raccolta dei fondi azionari (circa 46.000 miliardi).

La composizione del portafoglio dei fondi comuni italiani, alla fine del 1998, è rimasta sostanzialmente invariata rispetto al 1997: i titoli di Stato rappresentano la forma di investimento nettamente prevalente (circa il 52 per cento del totale del portafoglio, lo stesso dato del 1997); risulta confermata la tendenza alla crescita, sia pur lenta, del peso delle azioni (dal 21,3 al 22,3 per cento), dovuta soprattutto alla componente estera (11,7 per cento del portafoglio). Le obbligazioni italiane rappresentano una quota marginale del patrimonio gestito (circa l'1,4 per cento), mentre le obbligazioni estere crescono notevolmente rispetto al 1997 (dal 13,5 per cento al 17,2 per cento del patrimonio).

Alla fine del 1998 risultano operativi 703 fondi comuni di investimento di tipo aperto di diritto nazionale, con un aumento di circa il 12 per cento rispetto all'anno precedente; analogo aumento ha subito il numero delle società di gestione, variando da 53 a 59. Il numero medio di fondi gestiti per società di gestione, pari a 11,9, è rimasto sostanzialmente immutato rispetto all'anno precedente, mentre è notevolmente aumentato, da 6.932 a 12.217 miliardi di lire, il patrimonio medio gestito (Tav. aVIII.8).

All'interno del mercato dei fondi comuni aperti di diritto italiano si è rafforzata la prevalenza delle società di gestione di emanazione bancaria, che gestiscono il 94 per cento circa del patrimonio totale del mercato; risulta in netto calo rispetto all'anno precedente, dall'8 al 5 per cento circa, la rilevanza di società appartenenti a gruppi assicurativi, mentre è marginale la quota degli altri soggetti (Tav. aVIII.9). La tendenza risulta confermata dalla distribuzione del patrimonio gestito per sistema di vendita: la quota di mercato dei fondi che utilizzano reti bancarie è aumentata, nel corso del 1998, dal 54 per cento al 58 per cento del patrimonio gestito totale mentre è diminuita sensibilmente quella delle reti di vendita (dal 14,9 per cento al 9,8 per cento).

Nel corso del 1998 è risultata confermata la diffusione di fondi di tipo globale o flessibile, caratterizzati dalla totale libertà del gestore nella scelta delle politiche di investimento. Risulta in calo il fenomeno dei fondi cosiddetti "dedicati", cioè dei fondi istituiti per essere collocati esclusivamente da parte di determinati soggetti bancari. È sempre più frequente la scelta da parte delle banche di costituire proprie società di gestione, a conferma del crescente interesse che gli operatori attribuiscono a un settore particolarmente remunerativo e in forte crescita.

Gli organismi di investimento collettivo di diritto estero armonizzati che commercializzano le proprie quote o azioni in Italia sono aumentati, nel corso dell'anno, da 78 a 102; si tratta, per la maggior parte, di soggetti di diritto lussemburghese, ma rilevante è anche la presenza di società francesi e irlandesi (Tav. aVIII.10). I fondi esteri armonizzati sono prevalentemente caratterizzati da una struttura multicompartimentale in forza della quale il patrimonio gestito è suddiviso in più distinti sub-patrimoni o comparti, ciascuno dei quali è connotato da una propria specifica politica di investimento e viene valorizzato in modo autonomo. L'incremento del numero dei comparti è stato, nel corso del 1998, di particolare entità, passando da 603 a 833. Tale dato è ancor più significativo se si considera che numerosi comparti obbligazionari, specializzati in singoli paesi europei, sono stati fusi tra loro in seguito all'introduzione dell'Euro.

L'attività istruttoria svolta dall'Istituto, in ordine all'offerta al pubblico di quote e azioni di Oicr di diritto italiano e di diritto estero armonizzato, ha dato luogo complessivamente alla pubblicazione di 183 prospetti informativi, confermando sostanzialmente il dato del precedente anno; i prospetti riguardanti Oicr di diritto nazionale sono stati 131 (in lieve diminuzione rispetto al 1997), mentre quelli concernenti Oicr esteri armonizzati risultano pari a 52 (in aumento di circa il 10 per cento rispetto al 1997). I dati sopra riportati si riferiscono sia ai prospetti relativi all'offerta di quote e azioni di Oicr, sia all'aggiornamento integrale di prospetti già pubblicati, per effetto di modifiche apportate alla parte fissa.

Per ciò che attiene ai fondi mobiliari chiusi, nel corso del 1998 sono stati depositati 2 prospetti informativi. Nel complesso, i fondi chiusi che hanno completato l'attività di raccolta delle adesioni risultano 8; di questi, 6 hanno già iniziato l'attività di investimento (Tav. aVIII.11). A cinque anni dall'introduzione della legge istitutiva, il numero di fondi operativi risulta dunque ancora piuttosto esiguo. I fondi chiusi operativi risultano aver effettuato investimenti, a fine 1998, per circa 770 miliardi; di questi, l'ammontare investito in azioni non quotate, che dovrebbero costituire a regime la forma di investimento tipica, è ancora molto basso (123 miliardi, pari a circa il 16 per cento del portafoglio).

Nel corso del 1998 è stata definita, nei suoi tratti essenziali, la normativa secondaria dei fondi pensione, attuativa del D.Lgs. 21 aprile 1993, n. 124, istitutivo della previdenza complementare in Italia. Nell'ambito di tale attività la Commissione ha modificato la delibera 6430/92, in materia di sollecitazione del pubblico risparmio, al fine di prevedere uno schema-tipo di prospetto informativo per i fondi pensione aperti a contribuzione definita.

Il completamento del quadro normativo ha consentito l'istituzione dei primi fondi pensione aperti che, una volta ottenuta l'autorizzazione della Commissione di vigilanza sui fondi pensione, hanno potuto iniziare presso la Consob l'iter istruttorio per la pubblicazione del prospetto informativo. Alla fine del 1998 sono stati quindi depositati 18 prospetti relativi ad altrettanti fondi (Tav. aVIII.12); di questi, 14 sono divenuti operativi nel corso dell'anno. Con riferimento alla tipologia dei soggetti istitutori, 8 fondi sono di matrice assicurativa, un fondo è di matrice bancaria,

un fondo è stato istituito da una Sim, mentre i rimanenti 8 sono riconducibili a Sgr di emanazione bancaria.

L'attività di vigilanza

Il D.Lgs. 415/96 prima e il D.Lgs. 58/98 poi, hanno sottolineato la necessità che gli intermediari si dotino di risorse, strutture organizzative e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare che l'attività svolta sia improntata a principi di trasparenza e correttezza dei comportamenti e di sana e prudente gestione.

Nell'ambito dell'attività di vigilanza ha assunto fondamentale importanza l'accertamento in fase ispettiva del grado di affidabilità e di efficacia dell'assetto organizzativo-procedurale dell'intermediario; più che alla ricerca di singole ipotesi di violazione, nel nuovo quadro normativo, la vigilanza è volta all'individuazione delle cause dei comportamenti irregolari, quali carenze strutturali e organizzative, disfunzioni procedurali, comportamenti di singoli dipendenti.

TAV. VIII.3

ATTIVITÀ ISPETTIVA

	1995	1996	1997	1998
<i>ACCERTAMENTI ISPETTIVI</i>				
DELIBERATI	34	41	16	24
INIZIATI	43	38	25	20
CONCLUSI	35	30	31	22
<i>TIPOLOGIA DEI SOGGETTI ISPEZIONATI</i>				
SIM ¹	14	28	12 ²	6
BANCHE	23	7	5	9
AGENTI DI CAMBIO	6	3	6	3
SOCIETÀ DI GESTIONE FONDI COMUNI	--	--	1	--
PROMOTORI FINANZIARI	--	--	1	--
<i>TOTALE</i>	<i>43</i>	<i>38</i>	<i>25</i>	<i>18</i>

¹ Sono incluse le società fiduciarie. ² Di cui una impresa di investimento comunitaria.

Dei 24 accertamenti pianificati nel 1998 (Tav. VIII.3), 16 hanno trovato il presupposto proprio nella verifica dell'adeguatezza degli assetti organizzativo-procedurali. Analogamente, delle 18 ispezioni riguardanti intermediari iniziate nel corso dell'anno, 12 sono state finalizzate a verificare l'adeguatezza dei sistemi organizzativi, procedurali e di controllo interno adottati. Con riguardo alla tipologia dei soggetti, sono state eseguite ispezioni nei confronti di 6 Sim, 9 banche e 3 agenti di cambio.

Dall'esame dei dati di vigilanza inviati dagli intermediari, è emerso un considerevole incremento nel corso del 1998 dell'utilizzo degli strumenti finanziari derivati.

Le verifiche ispettive effettuate presso alcuni soggetti autorizzati hanno frequentemente evidenziato la presenza di assetti organizzativi inadeguati all'uso di tali strumenti e una scarsa attenzione alle problematiche del controllo interno. In generale, si è evidenziata una non sufficiente conoscenza, da parte sia degli intermediari che della loro clientela, dei rischi che le operazioni su strumenti finanziari derivati comportano.

In particolare, dai controlli effettuati nei confronti di soggetti che svolgono il servizio di gestione patrimoniale è risultato, in alcuni casi, un impiego degli strumenti finanziari derivati eccessivo rispetto alle dimensioni medie dei patrimoni amministrati o addirittura in contrasto con le previsioni contrattuali. L'attività in derivati svolta da alcuni intermediari autorizzati alla prestazione del servizio di raccolta di ordini o di negoziazione ha assunto talvolta la sostanza di un servizio di gestione individuale. Nei confronti di numerosi soggetti ispezionati sono inoltre emerse irregolarità, anche gravi, nella gestione della liquidità della clientela e per quanto attiene alla corretta registrazione dei margini di garanzia nei conti dei clienti e all'utilizzo delle relative disponibilità.

Alla luce di tali evidenze si è proceduto a un'analisi organica dei dati trasmessi dagli intermediari con le segnalazioni periodiche di vigilanza, con gli obiettivi di disporre di una visione globale del fenomeno, identificare i soggetti maggiormente a rischio e predisporre un adeguato piano di controlli. Sulla base di alcuni parametri indicativi del grado di pericolosità dell'operatività in derivati, sono stati convocati gli operatori che presentavano un più elevato profilo di rischio, al fine di verificare l'adeguatezza delle strutture e delle procedure interne adottate; in un caso, si è provveduto a convocare il consiglio di amministrazione di una Sim chiedendo allo stesso di assumere misure finalizzate alla riduzione dei rischi e a un miglior controllo delle attività in derivati

L'attività di vigilanza sugli intermediari ha tratto beneficio dagli esposti degli investitori. Nel 1998 sono stati ricevuti 337 esposti (Tav. VIII.4), più della metà di quelli complessivamente pervenuti nel triennio 1995-97. La maggior parte di questi (230) ha riguardato le banche, mentre i restanti sono relativi a Sim (91) e ad agenti di cambio (16).

La negoziazione e la raccolta di ordini sono i servizi di investimento per i quali si riscontra il maggior numero di esposti, il 49 per cento; il dato evidenzia peraltro un calo rispetto alla media del triennio precedente (56 per cento). Coerentemente con le dinamiche e le tendenze del settore, è cresciuto il numero di lamentele riguardanti le gestioni individuali di portafogli, dal 26 per cento del triennio 1995-97 al 31 per

cento del 1998. In questo ambito, risulta elevata la quota di esposti nei confronti delle Sim, pari al 39 per cento del totale, nonostante il patrimonio da queste gestito sia proporzionalmente inferiore.

TAV. VIII.4

ESPOSTI DEGLI INVESTITORI

	BANCHE		SIM ¹ E AGENTI DI CAMBIO		TOTALE	
	1995-97	1998	1995-97	1998	1995-97	1998
NEGOZIAZIONE E RACCOLTA ORDINI						
INFORMATIVA PREVENTIVA SU STRUMENTI FINANZIARI	13	21	3	5	16	26
ONERI COMMISSIONALI	25	5	2	0	27	5
OPERAZIONI NON ADEGUATE SENZA PREVENTIVA CONFERMA DEL CLIENTE	40	12	15	5	55	17
ESECUZIONE ORDINI	112	75	49	9	161	84
ALTRO	41	15	70	18	111	33
GESTIONE DI PATRIMONI						
RISPETTO DEL CONTRATTO	13	32	50	25	63	57
RENDIMENTI INSODDISFACENTI	26	13	28	8	54	21
ALTRO	15	18	39	9	54	27
COLLOCAMENTO						
ASSEGNAZIONE LOTTO PRENOTATO O ORDINATO	53	19	1	19	54	38
OFFERTA FUORI SEDE						
RAPPRESENTAZIONE CARATTERISTICHE PRODOTTI/SERVIZI	3	7	23	2	26	9
ESECUZIONE DISPOSIZIONI	4	1	18	4	22	5
ALTRO	4	12	13	3	17	15
TOTALE	349	230	311	107	660	337

¹ Sono incluse le società fiduciarie.

Nell'ambito della negoziazione e raccolta di ordini, la maggior parte degli esposti (il 77 per cento) riguarda le banche. Principale oggetto di lamentela è risultata la mancata o errata esecuzione di ordini e l'inadeguatezza delle informazioni fornite con riguardo alle operazioni effettuate. La causa principale sembra collegata alla presenza di inefficienze organizzative e procedurali, connessa all'articolazione territoriale degli intermediari bancari.

Con riguardo alle gestioni individuali di patrimoni, gli investitori hanno segnalato soprattutto il mancato rispetto di clausole contrattuali, i ritardi nell'esecuzione di disposizioni particolari e il conseguimento di rendimenti insoddisfacenti.

I provvedimenti cautelari e sanzionatori

La disciplina dei provvedimenti di natura cautelare e sanzionatoria dettata dal D.Lgs. 415/96 è stata integralmente trasposta nel Testo unico della finanza, che ha riorganizzato anche la disciplina inerente al sistema sanzionatorio previsto per gli agenti di cambio.

TAV. VIII.5

PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI ADOTTATI O PROPOSTI DALL'ISTITUTO

PROVVEDIMENTO CONCLUSIVO	SIM			BANCHE			AGENTI DI CAMBIO		
	1996	1997	1998	1996	1997	1998	1996	1997	1998
RICHIAMO	--	--	--	--	--	--	--	4	1
SANZIONE PECUNIARIA	12	4	20	17	4	10	--	3	5
SOSPENSIONE	8	--	--	--	--	--	1	2	2
COMMISSARIAMENTO	8	--	--	--	--	--	--	--	1
CANCELLAZIONE SANZIONATORIA	2	--	--	--	--	--	--	--	1 ¹
ESCLUSIONE DALLE BORSE VALORI	--	--	--	--	--	--	2	4	1
SOSPENSIONE ORGANI AMMINISTRATIVI	1	3	1	--	--	--	--	--	--
AMMINISTRAZIONE STRAORDINARIA	2	3	3	--	--	--	--	--	--
LIQUIDAZIONE COATTA AMMINISTRATIVA	--	3	1	--	--	--	--	--	--

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Si tratta di un caso di cancellazione dal ruolo unico.

Nel corso del 1998, la Commissione ha disposto (Tav. VIII.5) un provvedimento di sospensione d'urgenza degli organi amministrativi di una Sim, ai sensi dell'art. 31 del D.Lgs. 415/96, poi sfociato nella proposta di adozione di un provvedimento di liquidazione coatta amministrativa (art. 34 del medesimo decreto). Sono stati inoltre proposti tre provvedimenti di amministrazione straordinaria di altrettante Sim, due dei quali congiuntamente alla Banca d'Italia.

Tutti i provvedimenti proposti sono stati poi adottati dal Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica.

Il provvedimento di sospensione d'urgenza è stato assunto nei confronti della Eagle Sim, un intermediario di ridotte dimensioni, che in assenza di adeguati presidi organizzativi e nonostante l'emergere di una situazione di grave squilibrio finanziario e di un rilevante contenzioso con la clientela, aveva continuato ad accrescere l'operatività in strumenti finanziari derivati per conto dei clienti. Vista l'irreversibilità della crisi della Sim, comunicata dal commissario, la Consob e la Banca d'Italia hanno poi proposto l'adozione del provvedimento di liquidazione coatta amministrativa.

I provvedimenti di amministrazione straordinaria, tutti riguardanti intermediari di non rilevanti dimensioni, hanno utilizzato informazioni provenienti dall'impiego di diversi strumenti di vigilanza. In particolare, il provvedimento nei confronti della Murchio Sim è stato proposto in base alle risultanze degli accertamenti condotti in sede ispettiva; quello nei confronti della Global Sim grazie agli elementi raccolti nell'esercizio dei poteri di vigilanza informativa e a seguito della convocazione degli esponenti aziendali; infine, il provvedimento nei confronti della Gestiservice Sim è stato proposto sulla base delle informazioni comunicate dalla Banca d'Italia in seguito a verifiche ispettive da questa effettuate. Significativa è la circostanza che, in tutti i casi menzionati, siano emersi profili critici con riguardo alla prestazione di servizi d'investimento aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati.

Sulla base delle risultanze acquisite in sede ispettiva, la Commissione ha inoltre sospeso un agente di cambio dall'esercizio dell'attività per un periodo di sessanta giorni e ha contestualmente nominato un commissario ai sensi dell'art. 201 del Testo unico.

Anche nel corso del 1998, l'attività sanzionatoria ha riguardato fatti in gran parte accaduti prima del settembre 1996, periodo nel quale vigevano le disposizioni contenute nella legge 1/91.

Come già illustrato nella relazione dello scorso anno, in assenza di norme transitorie e di coordinamento tra i due regimi sanzionatori, quello dettato dalla legge 1/91 e quello di cui al D.Lgs. 415/96 (ora Testo unico), l'Istituto ha ritenuto opportuno portare a conclusione, secondo la procedura prevista dalla citata legge 1/91, i provvedimenti istruttori già avviati nei confronti dei singoli intermediari, dandone notizia al Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica. Il Consiglio di Stato, con parere 1317 del 3 dicembre 1998, ha precisato che i procedimenti sanzionatori già avviati ai sensi della legge 1/91 dovranno essere rivisti alla luce della nuova normativa e ha fornito indicazioni circa l'applicazione del generale principio del favor rei. L'Istituto sta quindi provvedendo alla riformulazione delle proposte di sanzione, tenendo conto dell'interpretazione suddetta.

Nel corso dell'anno, sono state inviate al Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica 35 proposte di sanzione (Tav. VIII.5), di cui 20 relative a Sim, 10 a banche e 5 ad agenti di cambio; in particolare, per le Sim e le banche le proposte hanno riguardato, rispettivamente, 65 e 84 esponenti aziendali. È stata inoltre proposta una sanzione ai sensi dell'art. 40, comma 1, del D.Lgs. 415/96 (utilizzo abusivo della denominazione "Sim") nei confronti di 2 esponenti aziendali di un soggetto non autorizzato.

Per un agente di cambio nei cui confronti era stata applicata la sanzione amministrativa pecuniaria, il Tesoro ha successivamente disposto, a seguito della dichiarazione d'insolvenza, la cancellazione dal ruolo

unico nazionale; nei confronti di questo agente di cambio l'Istituto aveva nel frattempo adottato un provvedimento urgente di esclusione temporanea dai locali delle borse valori e dalle contrattazioni su circuito telematico ai sensi dell'art. 7 del D.P.R. 31 marzo 1975, n. 138.

Nel corso del primo semestre 1998, la Commissione ha irrogato la sanzione del richiamo nei confronti di un agente di cambio, ex art. 7 della legge 157/91, per omessa tenuta delle registrazioni elettroniche degli ordini e delle operazioni.

Infine, il Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica ha disposto la sospensione dall'esercizio dell'attività, rispettivamente per 15 e 20 giorni, di 2 agenti di cambio, a conclusione di un procedimento sanzionatorio avviato nell'anno precedente su segnalazione dell'Istituto.

I sistemi di indennizzo

La disciplina dei sistemi di indennizzo degli investitori in caso di crisi degli intermediari autorizzati o abilitati a prestare in Italia servizi di investimento, contenuta nel D.Lgs. 415/96, è stata sostanzialmente riprodotta nel Testo unico. L'unica variazione riguarda l'attribuzione della competenza per le cause relative alle richieste di indennizzo al giudice del luogo ove ha sede legale il sistema di indennizzo.

La disciplina consente la nascita di più sistemi di indennizzo di natura privata, assoggettati a una regolamentazione uniforme, in ragione dell'importanza del ruolo svolto per la tutela degli investitori.

Attualmente, l'unico sistema di indennizzo operante in Italia è il Fondo nazionale di garanzia, originariamente istituito ai sensi dell'art. 15 della legge 1/91 e riconosciuto *ex lege* sistema di indennizzo dall'art. 62 del decreto Eurosim.

In tale veste, il Fondo ha deliberato il nuovo statuto e il regolamento operativo, approvati con D.M. del Tesoro del 30 giugno 1998. Tra le novità introdotte dallo statuto e dal regolamento operativo, si segnalano quelle relative ai crediti ammessi al beneficio, ai casi e alla procedura di esclusione degli intermediari aderenti e al regime contributivo.

In particolare, il Fondo indennizza gli investitori per i crediti derivanti dalla prestazione dei servizi di investimento e per quelli derivanti dalla custodia e amministrazione di strumenti finanziari; l'indennizzo non può comunque superare i 20.000 Ecu. L'esclusione degli intermediari dal Fondo è deliberata nei confronti dei soggetti che non hanno comunicato i dati concernenti la base contributiva, ovvero non hanno versato i contributi e la quota relativa all'eventuale copertura assicurativa per un periodo superiore a tre mesi; in caso di esclusione dell'intermediario e di mancata adesione ad altro sistema di indennizzo l'autorizzazione alla prestazione dei servizi di investimento è revocata. Per quanto riguarda il regime contributivo, si prevede che gli intermediari sono tenuti al pagamento di un contributo annuale in quota fissa e di un contributo in ammontare variabile, determinato secondo le modalità stabilite dallo statuto, per la copertura finanziaria rispettivamente delle spese di funzionamento e degli interventi istituzionali del Fondo.

La disciplina dettata dal nuovo statuto e dal nuovo regolamento operativo del Fondo nazionale di garanzia si applica alle procedure concorsuali per le quali lo stato passivo è stato reso esecutivo successivamente al 31 gennaio 1998.

Nel corso del 1998, sono risultate insolventi due Sim, la Eagle Sim e la Global Sim (Tav. VIII.6); nei confronti di tali intermediari la Commissione aveva peraltro deliberato rispettivamente un provvedimento di sospensione d'urgenza degli organi amministrativi e una proposta di amministrazione straordinaria. Le due insolvenze daranno luogo a interventi del Fondo nazionale di garanzia.

TAV. VIII.6

INTERVENTI DEL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA EX ART. 59 D.LGS. 58/98
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 1998)

		SIM	AGENTI DI CAMBIO	TOTALE
INSOLVENZE ¹	1997	4	1	5
	1998	2	3	5
	<i>TOTALE INSOLVENZE</i>	6	4	10
<i>DI CUI CON AVVENUTO DEPOSITO DELLO STATO PASSIVO</i>		5	2	7
NUMERO CREDITORI AMMESSI		310	99	409
IMPORTO CREDITI AMMESSI ²		17.094	10.927	28.021
<i>INTERVENTI DEL FONDO³</i>		<i>6.091</i>	<i>1.755</i>	<i>7.846</i>

Fonte: Elaborazioni Consob su dati del Fondo nazionale di garanzia. ¹ Il cui stato passivo sia stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998. ² Valori in milioni di lire. ³ Valori in milioni di lire. Gli interventi sono subordinati all'ammissione delle istanze all'indennizzo.

Il Fondo di garanzia continua inoltre a operare secondo il vecchio regime per la copertura delle insolvenze di intermediari il cui stato passivo sia stato depositato anteriormente al 1° febbraio 1998 (Tav. aVIII.13). A tal fine il decreto Eurosim ha previsto l'istituzione di una gestione speciale, nella quale sono confluite le attività e le passività del Fondo nazionale di garanzia, secondo le modalità stabilite dal Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica, con D.M. del 18 giugno 1998. Alla copertura finanziaria della gestione speciale concorrono gli intermediari aderenti al Fondo e il Tesoro, che ha trasferito al Fondo stesso le disponibilità di cui all'art. 58, comma 4, del D.Lgs. 415/96.

La vigilanza sui promotori finanziari

I provvedimenti assunti nei confronti dei promotori finanziari hanno tratto origine sia dall'esame delle segnalazioni provenienti dagli intermediari e dai privati sia a seguito di accertamenti ispettivi effettuati presso intermediari.

Le principali fattispecie di illeciti hanno riguardato: la violazione della normativa disciplinante i mezzi di pagamento che i promotori possono ricevere dagli investitori a fronte delle operazioni dagli stessi disposte; la trasmissione all'intermediario di appartenenza di disposizioni di investimento o disinvestimento all'insaputa dei clienti; la conclusione di operazioni non adeguate alle esigenze della clientela; la non corretta presentazione agli investitori delle caratteristiche dei prodotti finanziari offerti; la mancata osservanza dei principi generali riguardanti le regole di comportamento cui i promotori sono tenuti ad uniformarsi. Inoltre, in un numero non trascurabile di casi, gli accertamenti condotti hanno fatto emergere ipotesi di abusivo esercizio del servizio di gestione di portafogli individuali.

TAV. VIII.7

PROVVEDIMENTI NEI CONFRONTI DEI PROMOTORI

TIPO DI PROVVEDIMENTO	1995	1996	1997	1998
<i>SANZIONI</i>				
RICHIAMO	1	--	8	11
RADIAZIONE DALL'ALBO	34	22	39	86
SOSPENSIONE DALL'ALBO A TEMPO DETERMINATO	--	1	5	73
<i>PROVVEDIMENTI CAUTELARI</i>				
SOSPENSIONE DELL'ATTIVITÀ A TEMPO DETERMINATO ¹	53	48	64	76
SOSPENSIONE DELL'ATTIVITÀ A TEMPO INDETERMINATO ²	4	12	--	--
<i>TOTALE</i>	<i>92</i>	<i>83</i>	<i>116</i>	<i>246</i>

¹ Il dato include i provvedimenti adottati ai sensi dell'art. 45, comma 4, D.Lgs. 415/96 e, a far tempo dal 1° luglio 1998, ai sensi dell'art. 55, comma 2, D.Lgs. 58/98. ² Il dato include i provvedimenti adottati ai sensi dell'art. 16, comma 7, 1ª parte, del regolamento Consob 5388/91 e successive modifiche.

Complessivamente, nel corso dell'anno, sono stati adottati nei confronti di promotori 246 provvedimenti cautelari e sanzionatori, con un incremento del 112 per cento rispetto al 1997. Le violazioni accertate hanno dato luogo a 170 provvedimenti di tipo sanzionatorio (Tav. VIII.7), di cui 11 consistenti nel richiamo e 73 nella sospensione a tempo determinato dall'albo. In presenza di violazioni particolarmente gravi si è proceduto all'adozione di provvedimenti di radiazione con conseguente cancellazione dall'albo (86 casi).

La Commissione ha inoltre disposto 76 provvedimenti di sospensione cautelare dall'attività di altrettanti promotori finanziari per un periodo di due mesi; tali provvedimenti sono stati adottati nei casi in cui si è ravvisata, a fronte di circostanze di rilevante gravità, l'esigenza di tutelare prontamente l'interesse degli investitori, anche potenziali.

Nell'anno trascorso si è verificato un consistente incremento dei soggetti iscritti all'albo (Tav. aVIII.14): al 31 dicembre 1998, infatti, risultano iscritti 33.063 promotori a fronte dei 27.994 rilevati l'anno precedente, con un *turnover* di oltre il 17 per cento, in decisa crescita rispetto agli anni precedenti.

Tale incremento, che contrasta con l'andamento del numero di soggetti iscritti degli ultimi anni, è in parte riconducibile all'applicazione del D.M. 322/97 che, ai fini dell'iscrizione all'albo, ha introdotto, accanto al superamento delle apposite prove valutative indette dalla Consob, anche la cosiddetta iscrizione di diritto (di cui si sono avvalsi 1.271 promotori).

Di converso, rispetto al 1997, si rileva una diminuzione del 28,5 per cento del numero dei soggetti cancellati dall'albo: si sono registrate, infatti, 1.402 cancellazioni a fronte delle 1.961 del 1997. Nel dettaglio, si osserva che 1.044 cancellazioni derivano da istanza di parte (Tav. aVIII.15), mentre 90 provvedimenti risultano adottati su iniziativa dell'Istituto.

Nell'anno appena trascorso, ha trovato piena applicazione il regolamento approvato con delibera 10629/97 il quale, tra l'altro, ha diversamente disciplinato le cause di cancellazione dall'albo, eliminando la cancellazione per inattività. Permane, viceversa, quale causa di cancellazione, la perdita dei requisiti di onorabilità, cui rinvia il D.M. 322/97, in relazione alla quale, su proposta delle Commissioni regionali per l'albo dei promotori, sono stati adottati 240 provvedimenti.

L'attività interpretativa

La Commissione ha svolto un'intensa attività di interpretazione della normativa concernente la prestazione dei servizi d'investimento e i promotori finanziari. Nel corso del 1998, i quesiti interpretativi a cui è stata data risposta hanno riguardato, in prevalenza (85 per cento circa), le norme regolamentari emanate dalla Commissione e, nei rimanenti casi, temi attinenti all'interpretazione delle norme primarie.

Tale ultima tipologia di quesiti ha avuto ad oggetto principalmente la definizione dei servizi d'investimento e la nozione di strumenti finanziari, in relazione all'esigenza di precisare l'ambito di applicazione della riserva di legge. I quesiti posti con riguardo alle norme regolamentari hanno riguardato in gran parte il tema delle gestioni patrimoniali (27 per cento circa del totale) e le problematiche sollevate dalle norme sul controllo interno e sulla registrazione degli ordini e delle operazioni (25 per cento); i restanti quesiti hanno riguardato per lo più l'offerta fuori sede e i servizi di negoziazione e di collocamento.

In risposta a un quesito relativo al servizio di gestione individuale di portafogli, la Commissione ha ammesso, modificando un proprio precedente orientamento, che le società

fiduciarie autorizzate ai sensi della legge 1966/39, cosiddette fiduciarie statiche, possono intrattenere rapporti con gli intermediari autorizzati per conto dei propri fiducianti.

La posizione precedente era basata sul convincimento che l'interposizione della fiduciaria statica tra intermediario e investitore finale non garantisse la personalizzazione del rapporto. Il riesame della questione, condotto anche alla luce della nuova disciplina regolamentare sui servizi di investimento, ha consentito di focalizzare meglio gli elementi che concorrono a conferire al rapporto con il cliente la caratteristica della personalizzazione e di giungere alla conclusione che essa non consiste tanto nella conoscenza dei dati anagrafici dell'investitore, quanto delle caratteristiche dello stesso che rilevano ai fini della prestazione dei servizi (obiettivi d'investimento, situazione finanziaria, esperienza in materia di strumenti finanziari, propensione al rischio), nonché delle sue effettive volontà. Ciò ha consentito di ritenere ammissibile la fattispecie, a condizione che all'intermediario siano comunicate le informazioni necessarie.

Sempre in materia di gestione individuale di portafogli, la Commissione, in risposta alle esigenze di chiarificazione rappresentate dalle associazioni di categoria degli intermediari, ha poi emanato una comunicazione applicativa riguardante i criteri da adottare per la misurazione della leva finanziaria, parametro previsto nelle norme regolamentari e il cui livello massimo deve essere indicato nei contratti. La comunicazione, oltre a contenere indicazioni tecniche per il calcolo in relazione alle più comuni operazioni che producono effetti di leva (finanziamenti, operazioni a termine, riporti, *futures*, opzioni e *swaps*), fornisce anche alcuni chiarimenti circa l'impostazione generale dell'attuale regolamentazione del servizio di gestione, illustrando il concetto della rischiosità di base della gestione, chiarendo le finalità del *benchmark* e le implicazioni sul controllo interno derivanti dall'impiego di modalità operative che prevedono l'utilizzo dell'effetto di leva.

Infine, è stata riconosciuta la possibilità per gli intermediari di inserire nelle gestioni individuali anche Oicr esteri, armonizzati e non, per i quali non siano state osservate le procedure previste dall'art. 42 del D.Lgs. 58/98 in materia di commercializzazione in Italia; la Commissione ha, infatti, ritenuto che il caso in esame non ricada nell'ambito di applicazione della disciplina in quanto l'iniziativa volta all'acquisto degli Oicr è assunta autonomamente dall'intermediario. Si è, peraltro, precisato che le concrete modalità di inserimento nelle gestioni di tali Oicr non devono configurare un'elusione della disciplina.

In materia di attività di negoziazione e raccolta di ordini, sono stati formulati chiarimenti in ordine all'applicazione pratica degli obblighi informativi nei confronti dei clienti che operano su strumenti finanziari derivati; è stato precisato che le relative operazioni, indipendentemente dalle finalità per le quali sono state disposte, soggiacciono sempre alla disciplina di settore e che la valutazione della relativa adeguatezza alle caratteristiche dell'investitore non può mai essere omessa.

Sono state, infine, fornite indicazioni operative circa le modalità che devono essere seguite nella ricezione di ordini di negoziazione di strumenti finanziari via Internet, ammettendo la possibilità di rilasciare al cliente l'attestazione dell'ordine attraverso la rete, e raccomandando che le modalità tecniche utilizzate consentano al cliente di acquisire la disponibilità dell'attestazione.

È stato inoltre specificato che l'utilizzo di Internet quale strumento di dialogo con gli investitori non esenta gli intermediari dal rispetto degli obblighi regolamentari, con particolare riguardo a quelli concernenti la valutazione delle operazioni non adeguate e il rispetto delle priorità nell'esecuzione e nella trasmissione degli ordini.

Nel corso del 1998 numerosi sono stati anche i chiarimenti forniti dall'Istituto in materia di promotori finanziari. In tale ambito, hanno costituito oggetto di riflessione le questioni sollevate dalla disciplina ministeriale in materia di requisiti di onorabilità e di professionalità prescritti per l'iscrizione all'albo dei promotori, nonché di iscrizione di diritto allo stesso albo.

Con specifico riferimento a tale ultimo aspetto, è stato precisato che la professionalità rilevante ai fini dell'iscrizione di diritto è collegata esclusivamente allo svolgimento dei servizi di investimento e non anche dei servizi accessori. È stato inoltre ribadito che il detto requisito professionale è connesso al possesso della qualifica di funzionario di banca o di impresa di investimento ovvero, qualora il soggetto non disponga di tale qualifica, alla circostanza che il medesimo sia, ovvero sia stato, preposto a una dipendenza o a una unità operativa o, comunque, responsabile della stessa, ovvero responsabile del controllo interno. In ordine alla durata di tale attività, è stato ritenuto sufficiente che essa, pur in presenza di interruzioni, risulti pari, complessivamente, ad almeno un triennio.

Sotto altro profilo, è stato chiarito che, con l'avvenuta abrogazione dell'istituto del praticantato, gli aspiranti promotori non possono più condurre trattative con la clientela, neppure sotto la diretta vigilanza di un promotore finanziario regolarmente iscritto all'albo.

A seguito di specifici quesiti formulati dagli operatori si sono altresì fornite delucidazioni in merito al regime delle incompatibilità professionali dei promotori.

In proposito, è stata ribadita la natura non esaustiva delle disposizioni regolamentari in materia e non si sono individuati profili di incompatibilità tra l'attività di promotore e le figure professionali di broker di assicurazioni, agente di assicurazioni e consulente assicurativo. Si è tuttavia specificato che sussiste, con riguardo al contestuale esercizio dell'attività di promotore e delle attività in questione, una duplice limitazione, soggettiva e oggettiva; in primo luogo, i collaboratori della società o della agenzia di assicurazioni devono presentarsi alla clientela esclusivamente in qualità di agenti e astenersi dal rappresentare la propria qualità di promotori; in secondo luogo, essi devono promuovere o collocare prodotti assicurativi diversi da quelli offerti dall'intermediario per conto del quale operano in qualità di promotori.

Si è infine ammesso che un promotore, iscritto all'albo ma non legato ad alcun intermediario, può rimanere comunque iscritto all'albo medesimo e svolgere attività di consulenza in modo privato, non costituendo più la stessa un'attività riservata.

IX. IL CONTROLLO GIURISDIZIONALE

Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Nel corso del 1998 sono stati complessivamente presentati 88 ricorsi contro provvedimenti adottati o proposti dall'Istituto, di cui 58 avanti al giudice amministrativo (Tav. aIX.1) e 30 avanti al giudice ordinario (Tav. aIX.2).

TAV. IX.1

**RICORSI CONTRO ATTI DELL'ISTITUTO
E IMPUGNAZIONI DI SANZIONI AMMINISTRATIVE**
(ESITI AL 31 DICEMBRE 1998)

	GIUDICE AMMINISTRATIVO ¹			GIUDICE ORDINARIO ²		
	1996	1997	1998	1996	1997	1998
ACCOLTI	2	--	--	--	--	--
RESPINTI	4	--	3	3	2	3
IN CORSO	27	26	55	--	--	27
DI CUI:						
- ACCOLTA SOSPENSIVA	5	2	6	--	--	16
- RESPINTA SOSPENSIVA	5	12	19	--	--	--
<i>TOTALE RICORSI</i>	<i>33</i>	<i>26</i>	<i>58</i>	<i>3</i>	<i>2</i>	<i>30</i>

Fonte: Consob. ¹ Tar e Consiglio di Stato. ² Pretori e Corti d'Appello.

La Tav. IX.1 evidenzia, oltre alla estrema lunghezza dei giudizi (dei 36 instaurati nel 1996 ben 27 sono tuttora in corso), la tendenza da parte dei giudici ordinari (in special modo dei Pretori) a pronunciarsi favorevolmente sulle istanze di sospensione degli effetti dei provvedimenti impugnati.

Il notevole incremento dei ricorsi (pari a oltre il 200 per cento) trova in parte spiegazione nella più penetrante azione di vigilanza svolta nei confronti dei promotori finanziari che ha generato un altrettanto significativo aumento (da 11 a 62) delle relative impugnazioni; di queste, 42 sono state presentate avanti al giudice amministrativo e 19 avanti alle Preture.

I 19 ricorsi in opposizione presentati da promotori finanziari avanti alle Preture - 12 dei quali presentati anche avanti ai Tar per l'annullamento dei medesimi provvedimenti - testimoniano le difficoltà di interpretazione dell'art. 196, comma 3, del D.Lgs. 58/98, il quale dichiara applicabili alle sanzioni irrogabili nei confronti dei promotori le disposizioni contenute nella legge 689/81. Tale richiamo ha indotto alcuni promotori destinatari di provvedimenti sanzionatori a contenuto non pecuniario (radiazioni e sospensioni sanzionatorie) a impugnare tali provvedimenti non innanzi al Tar, bensì innanzi al Pretore, ovvero a entrambi. Si confida che nel 1999 i competenti organi giurisdizionali si pronuncino risolutivamente in ordine alla questione della Autorità titolare della giurisdizione nei procedimenti di impugnazione delle misure sanzionatorie della specie.

Per quanto attiene al contenzioso instaurato da intermediari mobiliari acquista significatività, per la prima volta, il dato relativo alle opposizioni contro sanzioni pecuniarie presentate, avanti alle Corti d'Appello, dagli esponenti aziendali di Sim e banche (Tav. aIX.2); i ricorsi della specie sono stati 10, presentati complessivamente da 37 esponenti aziendali.

Quanto al contenzioso amministrativo concernente gli esiti della vigilanza nei confronti delle società di revisione (Tav. aIX.1), il numero dei ricorsi (2) conferma il dato relativo al 1997.

Degna di menzione è l'impugnazione proposta da un consigliere di amministrazione di una società quotata contro il regolamento Consob 11520/98 nella parte in cui dispone che la nota integrativa al bilancio prevista dall'art. 2427 c.c. contenga l'indicazione, nominativa e secondo criteri prestabiliti, dei compensi corrisposti agli amministratori, ai sindaci e ai direttori generali, a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma anche da società controllate. L'impugnazione è stata proposta ritenendo che la norma regolamentare non si sia limitata a integrare il precetto contenuto nella menzionata disposizione civilistica, ma lo abbia modificato nonostante fosse allo stesso gerarchicamente subordinata; l'attuazione del Testo unico sarebbe stata, a giudizio del ricorrente, illegittimamente compiuta da parte dell'Istituto e, per di più, in contrasto con la normativa sulla privacy.

Infine, e con riferimento alla fase procedimentale interna, nel corso del 1998 il Tar del Lazio ha affermato l'esclusione del diritto di accesso ai documenti amministrativi posseduti dall'Istituto in ragione dell'attività di vigilanza, in quanto coperti dal segreto d'ufficio ai sensi dell'art. 4, comma 10, del D.Lgs. 58/98. Resta, peraltro, aperto il problema delle richieste di accesso connesse all'esercizio del diritto alla difesa formulate da soggetti nei cui confronti siano in corso procedimenti sanzionatori.

La verifica in sede giurisdizionale dei comportamenti dell'Istituto

Nel 1998 sono state proposte nei confronti dell'Istituto 5 azioni per il risarcimento dei danni; i relativi procedimenti sono tuttora in corso (Tav. aIX.3). La responsabilità civile della Commissione è stata prospettata sulla base, in quattro casi, della presunta omessa o negligente vigilanza su intermediari e, nel caso rimanente, della pretesa illegittimità dei provvedimenti interdittivi assunti con riferimento a una abusiva attività di sollecitazione all'investimento.

Con riguardo alle motivazioni poste a fondamento delle pretese risarcitorie avanzate nel triennio 1996-1998, possono individuarsi tre categorie generali. Nella prima possono ricondursi i casi (13) in cui l'Istituto è stato chiamato in causa dai risparmiatori per asserita omessa vigilanza sugli intermediari mobiliari, prevalentemente Sim e agenti di cambio. Nella seconda possono ricomprendersi i giudizi civili (3) basati su presunte omissioni da parte dell'Istituto nello svolgimento dell'attività di vigilanza sull'osservanza della normativa in materia di Opa obbligatoria e sollecitazione all'investimento. L'ultima tipologia riguarda una sola ipotesi in cui la responsabilità civile è stata prospettata per fatto illecito di un dipendente ex art. 28 della Costituzione, a termini del quale la responsabilità per fatto illecito del dipendente si estende all'ente pubblico di appartenenza.

Con specifico riferimento alla prima categoria, la chiamata in responsabilità dell'Istituto generalmente risulta esercitata in presenza di situazioni di insolvenza o di grave illiquidità dell'intermediario, con l'intento di recuperare il valore dell'investimento perduto. In sostanza, a dire dei risparmiatori, il danno loro causato dagli intermediari sarebbe imputabile all'Istituto per non aver diligentemente esercitato i poteri-doveri di controllo e di vigilanza previsti dalla legislazione di settore.

Una disamina dei casi concreti nei quali è stata prospettata una responsabilità risarcitoria della Commissione consente di ritenere, allo stato attuale, non ravvisabile - in via di principio - la possibilità di un risarcimento dei danni conseguenti a presunta omessa vigilanza. E ciò essenzialmente sulla base di due argomentazioni emergenti dagli orientamenti giurisprudenziali in materia: l'insussistenza di posizioni di diritto soggettivo in capo al privato a fronte dell'attività di vigilanza esercitata dalla pubblica amministrazione nell'ambito delle proprie attribuzioni istituzionali; l'irrisarcibilità del danno per lesione di interessi legittimi.

In linea con tali orientamenti è la sentenza del 28 febbraio 1998, n. 3919, con cui il Tribunale di Roma ha respinto la domanda di risarcimento - relativa a un procedimento instaurato nel 1995 - nella quale gli attori lamentavano il ritardo della Commissione nell'ispezionare una società fiduciaria, malgrado gli stessi avessero segnalato in un esposto presunte irregolarità nella gestione sociale.

In particolare, il Tribunale ha riaffermato il consolidato principio secondo cui "la pretesa di risarcimento formulata dal privato nei confronti della P.A. ai sensi dell'art. 2043 c.c. richiede che sia stato posto in essere un comportamento «illecito» - e non soltanto «illegittimo» - da parte di quest'ultima e che venga quindi violato un diritto soggettivo di cui il soggetto sia titolare". Secondo il Tribunale, tuttavia, nel caso di specie "gli istanti non risultano titolari di alcuna specifica posizione nei confronti della Consob (...) che possa essere qualificata come posizione di diritto soggettivo, e sia perciò diversa da quella che spetta a qualsiasi privato di fronte all'attività ispettiva e di vigilanza esercitata da una pubblica amministrazione per il perseguimento del pubblico interesse nell'ambito delle sue attribuzioni istituzionali".

Ciò premesso, il Tribunale ha sottolineato che la "circostanza che la Consob non abbia prestato tempestiva e istantanea attenzione alla denuncia presentata dall'attore (...), il fatto che non sia stata

immediatamente avviata la richiesta di attività ispettiva (...), la circostanza infine che sia stata disposta la sospensione della [società] dall'albo delle Sim solo dopo un mese (e il ritardo, d'altra parte, non appare esagerato o eccessivo, tenuto conto della complessità delle indagini necessarie e della palese insufficienza degli elementi inizialmente forniti dall'interessato), non dà luogo ad alcun profilo che sia suscettibile di valutazione ai sensi delle disposizioni invocate". Di particolare rilievo è poi l'ulteriore affermazione, secondo cui, a fronte delle segnalazioni e degli esposti provenienti da privati, la Consob "come tutte le altre amministrazioni pubbliche a cui siano affidati compiti ispettivi e di controllo nell'interesse generale, ha piena discrezionalità nel valutare le vicende concrete che le vengono continuamente sottoposte, dovendo necessariamente comparare e adeguare le limitate risorse disponibili al numero e alla varietà degli interventi richiesti (...), avendo sempre in considerazione - nel superiore interesse dell'economia collettiva e al fine di evitare disfunzioni alla sua corretta gestione - non solo le posizioni rappresentate dai soggetti denunciati, ma anche quelle di cui sono legittimamente portatori gli enti denunciati".

Quanto al secondo gruppo di pretese risarcitorie, avanzate nei confronti dell'Istituto per presunte omissioni sull'osservanza della disciplina in materia di Opa obbligatoria e di sollecitazione all'investimento, esse riguardano, rispettivamente, la mancata promozione di offerte pubbliche di acquisto a fronte dell'asserita sussistenza dei presupposti di legge, la mancata pubblicazione del prospetto informativo in presenza di una presunta attività di sollecitazione del pubblico risparmio e l'asserita illegittima adozione di provvedimenti interdittivi di un'operazione di sollecitazione in assenza di prospetto informativo. Tali azioni sono ancora in corso.

Nel 1998 ha invece avuto esito l'azione risarcitoria proposta nei confronti dell'Istituto nel 1995 a seguito delle deliberazioni con cui questo, nello svolgimento della propria attività interpretativa, aveva ritenuto insussistenti i presupposti per l'applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria.

La fattispecie riguardava l'acquisizione del controllo della Ferruzzi Finanziaria Spa da parte di un *pool* di banche al fine di recuperare i propri crediti, nel contesto di una più ampia operazione di salvataggio del gruppo di appartenenza; l'azione risarcitoria era stata fondata sulla pubblicazione di un comunicato stampa nel quale l'Istituto, oltre ad affermare l'insussistenza delle condizioni per la promozione dell'Opa, si impegnava a vigilare sulla composizione dell'assetto azionario della società oggetto di acquisizione delle partecipazioni. Detto comunicato, secondo la tesi dell'attore, avrebbe determinato un falso affidamento circa la garanzia dell'effettiva realizzazione del piano di ristrutturazione e il buon esito dell'operazione.

In proposito, il Tribunale di Milano con sentenza del 23 giugno 1997, n. 6806, ha respinto la richiesta di risarcimento e ha accolto favorevolmente le tesi difensive dell'Istituto, ribadendo i sopra riportati orientamenti giurisprudenziali. Di particolare importanza, in tale contesto, è l'enunciazione del principio per cui l'attività interpretativa svolta dalla Commissione, con riferimento alle disposizioni normative di settore, è parte integrante dei suoi poteri discrezionali e non può essere di per sé ritenuta idonea a configurare un comportamento illecito.

Detta pronuncia è stata impugnata dall'attore e il giudizio di secondo grado si è concluso con sentenza, emessa dalla Corte d'Appello di Milano in data 21 ottobre 1998, che ha confermato integralmente la sentenza di primo grado impugnata e condannato l'attore al pagamento delle spese di giudizio.

Di rilievo appaiono le motivazioni della Corte laddove riafferma la validità delle argomentazioni, adottate dall'Istituto e accolte dal Tribunale, in base alle quali deve ritenersi esclusa, nel caso di specie, l'obbligatorietà dell'Opa. In particolare, la Corte ha fatto presente che tale conclusione ha trovato accoglimento legislativo nel Testo unico della finanza il quale prevede espressamente, tra le altre, una ipotesi di esenzione dall'applicazione della disciplina dell'Opa obbligatoria nel caso di operazioni dirette al salvataggio di società in crisi (art. 106, comma 5), attribuendo alla Consob il compito di stabilire con regolamento i casi concreti in cui ricorrano le ipotesi indicate dalla legge. Anche con riferimento all'altra motivazione alla base della pretesa risarcitoria - affidamento indotto negli investitori dall'autorevolezza della vigilanza dell'Istituto e successiva inadempienza degli obblighi derivanti dal suo ruolo istituzionale - la Corte d'Appello ha messo in luce che "non vi era, né poteva esservi, alcuna manifestazione del proposito di imporre un'Opa nella mera eventualità che il piano di risanamento non avesse dato in diciotto mesi i risultati sperati dagli investitori, e tanto meno di assicurare la realizzazione di un progetto di risanamento finanziario. E si deve comunque escludere che (...) alla scadenza del termine di diciotto mesi si siano verificate le condizioni per un'Opa obbligatoria (...) e che alla Consob possa essere attribuita un'inadempienza per non aver fatto quanto le competeva in ordine a essa".

In merito alla terza categoria generale sopra enunciata, in cui la responsabilità civile dell'Istituto era stata ipotizzata sulla base di un fatto illecito di un dipendente ex art. 28 della Costituzione, si è concluso, favorevolmente per la Commissione, il procedimento penale svoltosi presso il Tribunale di Genova nei confronti del medesimo dipendente. Con sentenza del 1° ottobre 1998, il Tribunale di Genova ha infatti rigettato la domanda di risarcimento del danno proposta dalla parte civile.

Le segnalazioni di ipotesi di reato

Nel 1998 la Commissione ha segnalato all'Autorità Giudiziaria 156 ipotesi di reato; di queste, 19 hanno riguardato soggetti vari (Tav. IX.2 e Tav. aIX.4) e 137 hanno riguardato promotori finanziari.

La riduzione del numero di segnalazioni inoltrate all'Autorità Giudiziaria è da ricondurre alle modifiche introdotte dal D.Lgs. 58/98 che ha depenalizzato, come più volte auspicato nel passato dalla Commissione, numerose ipotesi di reato.

TAV. IX.2

IPOTESI DI REATO SEGNALATE ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA¹

INFRAZIONI A	IPOTESI DI REATO		
	1996	1997	1998
LEGGE 216/74	148	92	1
D.P.R. 136/75	1	--	--
LEGGE 77/83	3	3	--
LEGGE 1/91, D.LGS. 415/96 ²	28	36	9
LEGGE 15/80	11	3	--
D.LGS. 84/92	1	--	--
D.LGS. 86/92	3	--	--
D.LGS. 385/93	2	3	--
CODICE CIVILE	4	2	--
CODICE PENALE	22	11	4
LEGGE FALLIMENTARE	2	--	--
D.L. 429/82	--	--	1
D.LGS. 58/98 ³	—	—	4
<i>TOTALE</i>	<i>225</i>	<i>150</i>	<i>19</i>

Fonte: Consob. ¹ Escluse le presunte violazioni della legge 157/91 e del D.Lgs. 58/98 in materia di *insider trading* e di aggio e le ipotesi di reato segnalate a carico di promotori finanziari. ² Legge 1/91 per le ipotesi di reato relative a fatti avvenuti prima del 1° settembre 1996; D.Lgs. 415/96 per le ipotesi di reato relative a fatti avvenuti tra il 1° settembre 1996 e il 30 giugno 1998. ³ Per le ipotesi di reato relative a fatti successivi al 1° luglio 1998.

Diversamente dagli anni precedenti, l'attività di vigilanza non ha dato luogo a segnalazioni di ipotesi di reati societari (Tav. aIX.5); in materia di intermediazione mobiliare ed escludendo le ipotesi di reato a carico di promotori finanziari, vanno registrati la diminuzione rispetto al 1997 delle segnalazioni concernenti l'esercizio abusivo di servizi di investimento, da 28 a 6, e dell'attività abusiva di promotore finanziario, da 4 a 2, e l'aumento delle segnalazioni concernenti la confusione di patrimoni, da 2 a 5 (Tav. IX.3).

TAV. IX.3

**IPOTESI DI REATO CONCERNENTI L'INTERMEDIAZIONE
MOBILIARE SEGNALATE ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA¹**

TIPOLOGIA DI REATO	1996	1997	1998
ABUSIVO ESERCIZIO SERVIZI DI INVESTIMENTO	17	28	6
ABUSIVO ESERCIZIO ATTIVITÀ DI PROMOTORE FINANZIARIO	11	4	2
GESTIONE INFEDELE	--	2	--
CONFUSIONE DI PATRIMONI	--	2	5

Fonte: Consob. ¹ Escluse le ipotesi di reato segnalate a carico di promotori finanziari.

Le ipotesi di reato concernenti i promotori finanziari risultano più che raddoppiate rispetto al 1997 (137 rispetto a 58); l'incremento è dovuto principalmente alla più incisiva azione di vigilanza svolta sul settore. Le segnalazioni hanno riguardato per lo più ipotesi di violazione delle disposizioni del c.p. in materia di appropriazione indebita e truffa, nonché quelle del D.Lgs. 415/96 e del Testo unico in materia di esercizio abusivo dell'attività di gestione individuale di portafogli per conto terzi.

L'attività di supporto all'Autorità Giudiziaria

L'attività di supporto all'Autorità Giudiziaria ha continuato a svolgersi nell'anno trascorso sia prestando la consueta collaborazione, sia attraverso l'intervento dell'Istituto nei procedimenti penali avviati per la violazione della normativa in materia di *insider trading* e di aggioaggio su strumenti finanziari.

Quanto al primo aspetto, la Commissione ha fornito all'Autorità Giudiziaria oltre 50 risposte a richieste di informazioni concernenti gli accertamenti svolti o i soggetti vigilati.

Con riferimento al secondo aspetto, nel 1998 l'Istituto è intervenuto, quale persona offesa dal reato, in un procedimento penale - tuttora in corso - concernente sia un'ipotesi di abuso di informazioni privilegiate, sia un'ipotesi di aggioaggio su strumenti finanziari (Tav. aIX.6).

Nell'anno sono poi state emesse due sentenze di patteggiamento relative a distinti procedimenti in materia di *insider trading* in cui l'Istituto è intervenuto nel 1997: uno di essi si è

definitivamente concluso; con riguardo all'altro, avviato nei confronti di più soggetti, va registrata l'emissione di una sentenza di patteggiamento riguardante un solo imputato.

Nel 1998, infine, sono pervenuti alla Commissione, in qualità di parte offesa ex art. 408 c.p.p., quattro avvisi di richieste di archiviazione - di procedimenti penali concernenti ipotesi di *insider trading* - inviati dai rispettivi pubblici ministeri ai relativi giudici per le indagini preliminari. In un caso, la richiesta di archiviazione era dovuta all'avvenuta prescrizione del reato; in altri due casi, la richiesta di archiviazione è apparsa condivisibile alla luce degli ulteriori elementi emersi nel corso delle indagini preliminari. Nell'ultimo caso, invece, non condividendo le motivazioni poste a fondamento della richiesta di archiviazione, l'Istituto ha proposto opposizione ai sensi dell'art. 410 c.p.p.. Detta opposizione tuttavia non è stata accolta.

X. LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

La cooperazione internazionale

Nel 1998 l'Istituto ha ricevuto 37 richieste di cooperazione da parte di Autorità estere, valore in linea con quello del 1997 (Tav. X.1); le richieste hanno per lo più riguardato i requisiti di onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali e dei partecipanti al capitale di Sim che intendono istituire sedi di attività all'estero. Si osserva, inoltre, una diminuzione (da sei a tre) delle richieste concernenti indagini su casi di *insider trading* e manipolazione e l'assenza di richieste in materia di partecipazioni rilevanti, risultate particolarmente numerose lo scorso anno.

In crescita risultano le richieste di collaborazione inviate dall'Istituto ad Autorità estere; tali richieste riguardano prevalentemente ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e di aggioaggio (19) nonché la verifica del possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità (12). La cooperazione ricevuta ha consentito alla Commissione di acquisire le informazioni necessarie per la denuncia all'Autorità Giudiziaria di due casi di aggioaggio.

TAV. X.1

COOPERAZIONE INTERNAZIONALE (RICHIESTE DI COLLABORAZIONE)

OGGETTO	DALLA CONSOB AD AUTORITÀ ESTERE			DA AUTORITÀ ESTERE ALLA CONSOB		
	1996	1997	1998	1996	1997	1998
<i>INSIDER TRADING</i>	33	11	17	5	5	2
MANIPOLAZIONE	1	4	2	--	1	1
SOLLECITAZIONE E ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE ABUSIVE	19	8	7	7	4	3
TRASPARENZA E INFORMATIVA SOCIETARIA	1	2	--	2	2	1
PARTECIPAZIONI RILEVANTI AL CAPITALE DI SOCIETÀ QUOTATE E DI INTERMEDIARI AUTORIZZATI	6	3	--	--	12	--
REQUISITI DI ONORABILITÀ E PROFESSIONALITÀ	3	3	12	14	15	30
<i>TOTALE</i>	<i>63</i>	<i>31</i>	<i>38</i>	<i>28</i>	<i>39</i>	<i>37</i>

I poteri della Consob in un confronto internazionale

Ogni comparazione dei poteri delle Autorità di vigilanza operanti nei vari paesi risulta necessariamente condizionata dalla circostanza che ciascuna di esse opera in un contesto normativo diverso. Tali differenze possono avere ad oggetto non solo l'estensione delle competenze delle singole Autorità su tutti i segmenti del mercato finanziario o solo su alcuni di essi, ovvero la qualificazione come illeciti amministrativi o penali delle violazioni della normativa di settore, ma anche la posizione stessa dell'Autorità all'interno dello Stato di appartenenza (agenzie governative, indipendenti, di autoregolamentazione).

Ciò premesso, la tendenza in atto a livello internazionale sembra essere quella di assegnare alle Autorità di controllo del settore dei valori mobiliari poteri finalizzati, oltre che alla verifica del rispetto da parte dei soggetti tradizionalmente vigilati (intermediari, emittenti, revisori, etc.) delle regole loro imposte, anche alla prevenzione e alla repressione di illeciti penali, da chiunque posti in essere, in cui siano coinvolti risparmiatori.

Tale tendenza, iniziata con l'introduzione nei singoli ordinamenti nazionali delle normative in materia di *insider trading* e manipolazione, si va oggi sempre più estendendo anche in altri settori, quali la repressione dell'abusivo esercizio di servizi di investimento e dell'abusiva offerta di strumenti finanziari (anche via Internet) e, più in generale, delle frodi finanziarie.

Altrettanto significativa appare la scelta compiuta da taluni ordinamenti di assegnare alle Autorità di vigilanza il potere di intervenire nelle controversie tra risparmiatori e soggetti vigilati; talvolta come arbitro indipendente al quale le parti possono decidere di ricorrere in luogo del giudice ordinario, talaltra in veste di organo paragiudiziario, cui la legge rimette il compito di stabilire l'ammontare dei danni da risarcire agli investitori a causa delle violazioni compiute dagli intermediari.

Nella Tavola è riportata una comparazione tra i poteri di indagine e di *enforcement* assegnati alla Consob e quelli di cui dispongono la Sec statunitense, la Fsa del Regno Unito e la Cob francese.

Dal confronto emerge, in primo luogo, che l'insieme dei poteri di cui dispone l'Istituto è meno ampio di quello delle Autorità estere considerate. Le differenze assumono particolare rilievo nella comparazione della Consob non tanto con la Sec, che nell'ordinamento statunitense assume la veste di una vera e propria magistratura economica con poteri del tutto simili a quella penale ordinaria, o con la Fsa del Regno Unito, paese che vanta una lunga tradizione nella regolamentazione del settore finanziario, quanto con la Cob; e ciò in quanto l'ordinamento giuridico amministrativo francese è, analogamente a quello italiano, appartenente alla tradizione continentale.

Il Testo unico della finanza ha indubbiamente rafforzato le capacità di intervento della Commissione nei casi di violazione di norme di legge o di regolamento da parte dei soggetti ordinariamente sottoposti al suo controllo. In particolare, i provvedimenti ingiuntivi consentono ora di ordinare agli intermediari di porre termine alle irregolarità riscontrate e di vietare l'effettuazione di operazioni; essi si sono aggiunti ai poteri di cui l'Istituto tradizionalmente già disponeva (poteri interdittivi in materia di sollecitazione all'investimento, poteri di ordinare la messa a disposizione del pubblico delle notizie e dei documenti necessari per l'informazione degli investitori).

RIQUADRO 11

CONFRONTO TRA I POTERI IN MATERIA DI INDAGINE E DI ENFORCEMENT
DELLE PRINCIPALI AUTORITÀ DI VIGILANZA

POTERI	CONSOB (ITALIA)	SEC (USA)	FSA (UK)	COB (FRANCIA)
SEQUESTRO DI DOCUMENTI	NO	sì	sì	sì
ISPETTIVI NEI CONFRONTI DEI SOGGETTI VIGILATI	sì	sì	sì	sì
ISPETTIVI NEI CONFRONTI DI CHIUNQUE	NO	sì	sì ¹	sì
RICHIESTA DI DATI E NOTIZIE E DI AUDIZIONE NEI CONFRONTI DEI SOGGETTI VIGILATI	sì	sì	sì	sì
RICHIESTA DI DATI E NOTIZIE E DI AUDIZIONE NEI CONFRONTI DI CHIUNQUE	NO ²	sì	sì ¹	sì
CONSERVATIVI - <i>FREEZING OF THE ASSETS</i>	NO	sì	sì ³	sì ⁴
INGIUNTIVI E INTERDITTIVI NEI CONFRONTI DEI SOGGETTI VIGILATI	sì	sì ⁵	sì	sì
CONTROLLO DEI MESSAGGI PUBBLICITARI	sì ⁶	NO	sì	sì
SANZIONATORI DIRETTI	NO ⁷	sì	sì ⁸	sì ⁸
COMPOSIZIONE DELLE CONTROVERSIE	NO	NO	sì ⁹	sì
AVVIO AZIONE CIVILE	NO	NO	sì	sì

¹ La Fsa può disporre indagini nei confronti di chiunque sia sospettato di avere esercitato abusivamente l'attività di intermediazione; violato il divieto di impiegare soggetti ritenuti non idonei dalla Fsa; ostacolato i poteri investigativi della Fsa; non comunicato l'acquisizione di partecipazioni in soggetti abilitati; comunicato informazioni false o ingannevoli alla Fsa ovvero ad *auditors*. Possono essere assoggettati ad indagine anche i rappresentanti dei soggetti abilitati a prestare servizi di investimento, le società legate da particolari rapporti partecipativi o di associazione con i soggetti abilitati e i soggetti che hanno cessato di prestare servizi di investimento. Questi devono, tuttavia, essere informati dalla Fsa dell'apertura di indagini nei loro confronti. ² Solo per le indagini su *insider trading* e manipolazione. ³ Nei casi di esercizio abusivo di *investment business* e di violazione delle regole di correttezza. ⁴ La Cob dispone del potere di richiedere all'Autorità Giudiziaria di adottare in via d'urgenza provvedimenti di congelamento di attivi nei confronti di chiunque, ove ricorrano ipotesi di frodi agli investitori. ⁵ La Sec può richiedere alle corti federali di emanare provvedimenti di natura inibitoria. ⁶ Limitatamente a messaggi pubblicitari relativi a sollecitazioni all'investimento. ⁷ Nei confronti dei soli promotori finanziari. ⁸ Le sanzioni sono generalmente accompagnate da provvedimenti di censura e talvolta dall'obbligo di restituzione dei profitti illecitamente conseguiti. ⁹ La Fsa ha il potere di imporre ai soggetti sottoposti alla propria autorità il pagamento di somme di denaro a favore di coloro che sono stati danneggiati a causa di violazioni di norme di legge o di regolamento.

Permane tuttavia l'impossibilità per la Commissione di esercitare i propri poteri di vigilanza informativa e ispettiva nei confronti di soggetti non ordinariamente sottoposti al suo controllo e, soprattutto, di assumere (o proporre l'assunzione di) iniziative quali il *freezing of the assets* o il sequestro di documentazione a fronte di ipotesi di *insider trading*, frodi o altri illeciti penalmente sanzionati. A tutt'oggi, e con esclusivo riferimento ai casi in cui sussista un fondato sospetto di esercizio abusivo di servizi di investimento o del servizio di gestione collettiva del risparmio, la Commissione può solo denunciare i fatti al pubblico ministero ai fini dell'adozione dei provvedimenti previsti dall'art. 2409 c.c..

La maggior parte delle richieste di collaborazione ricevute e avanzate dall'Istituto (pari, rispettivamente, a 31 e 33) ha riguardato Autorità di Stati appartenenti all'Unione Europea (Tav. aX.1).

Nel corso dell'anno sono inoltre stati stipulati accordi di cooperazione con la Hungarian Banking and Capital Market Supervision e la Australian Securities and Investments Commission. *Memoranda of understanding* e gli accordi complessivamente sottoscritti dalla Commissione sono a oggi 17.

L'Istituto, in alcune circostanze, non ha potuto rispondere adeguatamente alle richieste di cooperazione a causa del diverso assetto dei poteri di cui dispone rispetto alle analoghe Autorità estere. Nel riquadro 11 è fornito un breve esame dei poteri della Consob nel contesto internazionale.

Le iniziative in ambito internazionale

Nel 1998 l'Istituto, oltre a fornire il proprio contributo alle istituzioni dell'Unione Europea, ha preso parte alle iniziative di numerose organizzazioni internazionali, nonché agli incontri di *Wilton Park*, organizzati dal Ministero del tesoro del Regno Unito e relativi alla cooperazione internazionale e a quelli che si tengono annualmente a Boca Raton e Bürgenstock tra le Autorità di vigilanza sui mercati di prodotti derivati.

Nel corso della Conferenza Annuale di Nairobi, la Consob è stata, inoltre, rieletta membro del Comitato esecutivo della Iosco (International Organization of Securities Commissions), ove è presente ininterrottamente dal 1986.

Le crisi finanziarie che hanno caratterizzato il 1998, e i cui effetti a livello internazionale sono stati accentuati dalla sempre maggiore integrazione tra i mercati, hanno fatto emergere l'esigenza di un più elevato grado di cooperazione fra i vari paesi e le rispettive Autorità di controllo, al fine di assicurare una più efficace vigilanza preventiva sugli intermediari e i mercati e di ridurre i potenziali rischi sistemici.

Negli anni più recenti, l'attività delle *High Leveraged Institutions* (HLIs), e in particolare degli *hedge funds*, è cresciuta considerevolmente, facendo emergere l'esigenza di una più approfondita comprensione dei rischi derivanti al sistema finanziario dai rapporti tra questi soggetti, da un lato, e le banche e gli intermediari mobiliari, dall'altro. La recente crisi del *Long Term Capital Management* (LtcM) ha evidenziato le carenze nei sistemi adottati dagli intermediari finanziari per la gestione e il controllo dei rischi assunti nei confronti delle HLIs. Della questione si è approfonditamente interessata la Iosco.

In particolare, il Comitato tecnico della Iosco ha costituito una speciale task force di esperti alla quale è stato demandato il compito di verificare l'applicabilità ai rapporti tra HLIs e intermediari finanziari

dei principi sinora elaborati in sede Iosco in materia di gestione del rischio, controllo interno, sistemi di settlement, informativa e trasparenza, e di coordinare le iniziative del Comitato tecnico stesso con quelle analoghe assunte dal G7 e dal Comitato di Basilea. A tale riguardo, il Comitato tecnico della Iosco ha accolto favorevolmente le raccomandazioni pubblicate dal Comitato di Basilea nel mese di gennaio del 1999; in essa viene considerata, tra l'altro, l'opportunità per i regulators nazionali di imporre alle banche che intrattengono rapporti con le HLI coefficienti di patrimonializzazione anche più stringenti rispetto a quelli previsti dall'accordo di Basilea e prospettata la possibilità di vietare del tutto alle banche l'operatività con controparti particolarmente rischiose. L'attuazione da parte delle banche e delle Autorità di vigilanza delle misure sopra indicate dovrebbe indurre gli HLI a ridurre la rischiosità dei propri portafogli e, di conseguenza, il rischio sistemico generato dal loro possibile default.

Una delle iniziative intraprese in ambito internazionale che ha preso vita proprio dalla necessità di meglio fronteggiare l'evoluzione dei mercati finanziari è quella del Joint Forum on Financial Conglomerates (Riquadro 12).

La Iosco, inoltre, nel corso della Conferenza Annuale di Nairobi, ha adottato gli *Objectives and Principles for Securities Regulation*; si tratta della prima codificazione degli standard minimi della normativa in materia di mercati mobiliari in cui sono individuati i principi cui deve uniformarsi e gli obiettivi cui deve tendere l'attività di regolamentazione e vigilanza dei mercati mobiliari.

Gli obiettivi degli Iosco *Principles* sono tre: tutelare gli investitori; garantire mercati corretti, efficienti e trasparenti; contenere il rischio sistemico. I destinatari del documento sono le Autorità facenti parte della Iosco, i governi e i legislatori nazionali e, più in generale, tutti coloro che hanno competenze in materia di regolamentazione dei mercati mobiliari. Sebbene gli atti della Iosco non siano giuridicamente vincolanti, gli aderenti si sono impegnati a rispettarli e ad adoperarsi, ove non dispongano dei necessari poteri, al fine di ottenere modifiche alla propria legislazione interna.

L'importanza e la rappresentatività dell'organizzazione che li ha adottati, unite alla vastità e complessità dei temi trattati, fanno dei Principles un insieme di regole essenziali per lo sviluppo dei mercati mobiliari. L'avvio dell'iniziativa è stato deciso dal Comitato esecutivo su proposta del Comitato tecnico al fine di dare un corpus organico alle raccomandazioni adottate e agli standard di regolamentazione e vigilanza da applicare a livello internazionale. Il lavoro è stato materialmente condotto da una task-force composta da un ristretto numero di partecipanti in rappresentanza delle Commissioni di vigilanza dei principali mercati mondiali (tra cui la Consob), operante sotto la responsabilità dei Presidenti dei tre Comitati (esecutivo, tecnico, mercati emergenti).

Sempre nel corso della Conferenza Annuale, la Iosco ha poi approvato un documento sull'uso di Internet nel settore dell'intermediazione mobiliare. Il documento evidenzia il ruolo fondamentale delle Autorità di vigilanza nella diffusione presso il pubblico di informazioni inerenti all'utilizzo di Internet; l'opportunità che le Autorità di vigilanza non ostacolino senza fondato motivo l'uso di Internet, in considerazione dell'elevato potenziale rappresentato dalle caratteristiche di questo strumento e dei conseguenti benefici che può arrecare allo sviluppo del settore finanziario;

Le attività del Joint Forum on Financial Conglomerates

Le integrazioni sempre più strette tra i vari segmenti del mercato finanziario (mobiliare, bancario e assicurativo) e il connesso svilupparsi nel tempo di conglomerati finanziari hanno evidenziato l'esigenza di una maggiore integrazione tra i lavori della Iosco, del Comitato di Basilea e dell'*International Association of Insurance Supervisors*. Al fine specifico di coordinare le proprie iniziative, le tre organizzazioni internazionali hanno costituito il *Joint Forum on Financial Conglomerates*.

Nel corso del 1998, il *Joint Forum*, oltre ad approfondire le problematiche connesse alla valutazione dei requisiti patrimoniali a livello consolidato e ai requisiti di onorabilità e professionalità degli azionisti di riferimento e degli esponenti aziendali delle conglomerate, si è in particolare occupato della cooperazione a fini di vigilanza sui conglomerati attivi a livello internazionale.

la necessità di rafforzare, ai fini della prevenzione delle frodi e, in generale, della vigilanza sulla prestazione di servizi via rete, la cooperazione fra le Autorità di controllo.

La rilevanza della questione ha spinto l'Unione Europea ad accelerare i lavori per l'adozione di una direttiva sulle vendite a distanza di servizi finanziari. La nuova direttiva dovrebbe completare la normativa comunitaria sulla vendita di beni e servizi di largo consumo (97/7/CEE) che, a causa delle difficoltà all'epoca incontrate, non trova applicazione con riguardo ai servizi finanziari.

Durante l'anno la Commissione Europea ha inoltre avviato una ricerca sullo stato di realizzazione del mercato interno nel settore dei servizi finanziari e sulle necessarie iniziative da intraprendere nel futuro. I risultati della ricerca sono confluiti nella comunicazione intitolata "Quadro d'azione per i servizi finanziari"; con riferimento al mercato mobiliare, i punti salienti del documento riguardano le iniziative volte a migliorare la trasparenza delle società quotate e i sistemi di governo delle *public companies*, a razionalizzare la disciplina comunitaria del risparmio gestito, a rendere più effettivi i meccanismi di protezione dei piccoli investitori e a chiarire la ripartizione delle responsabilità di controllo tra Autorità del paese di origine e del paese ospitante.

L'Unione Europea si è anche interessata ai problemi inerenti al cosiddetto governo societario. In particolare, il 1998 ha segnato la ripresa delle discussioni sullo statuto della società europea che è all'attenzione degli Stati membri da oltre venti anni. La creazione di uno *status* giuridico di società europea rappresenta un'importante occasione per consentire a società costituite nei diversi Stati membri di superare una definizione giuridica dell'impresa che risente fortemente delle specificità nazionali.

RIQUADRO 12

In tale ambito, è stata esaminata la possibilità di individuare un *coordinating supervisor*, sono stati elaborati principi guida per l'individuazione in concreto di tale autorità e del ruolo che questa dovrebbe svolgere, oltre che nell'attività di vigilanza ordinaria, in situazioni di emergenza. Il ruolo di *coordinator* dovrebbe essere svolto dall'autorità responsabile della vigilanza consolidata della conglomerata o da quella competente per il settore di attività preponderante in termini di attivo patrimoniale o fatturato consolidato. Ovviamente, l'affidamento di un tale compito, da concordare caso per caso tra le varie autorità competenti, non potrà prescindere dalla verifica in concreto sia della specifica composizione di ciascun conglomerato, sia delle strutture di cui le varie autorità sono dotate e del quadro normativo in cui le stesse operano (con particolare riguardo ai poteri di indagine e alla capacità di scambiare informazioni con altre istituzioni di controllo nazionali ed estere).

La proposta, in sintesi, ha lo scopo di consentire a società costituite nei vari Stati appartenenti alla UE di operare fusioni, di creare società holding o filiali ovviando alle difficoltà derivanti dai differenti ordinamenti di appartenenza. Con essa, pertanto, si vuole fornire al mercato interno uno strumento che renda più agevole l'operatività in ambito continentale dei soggetti economici.

Il tema del governo societario è stato trattato anche in ambito Ocse, dove è stato istituito un apposito comitato per la predisposizione di linee guida in materia. In particolare, sono stati individuati alcuni principi di base concernenti i diritti degli azionisti, il ruolo delle diverse parti (azionisti, lavoratori, creditori, etc.) interessate al governo dell'impresa, la trasparenza e la diffusione dell'informazione e i doveri e gli obblighi degli amministratori e degli *auditors*.

Queste linee guida, anche se rivolte ai governi dei paesi membri dell'Ocse, sono destinate a essere utilizzate in forma più diffusa, per l'intenzione manifestata dal Fondo Monetario Internazionale e dalla Banca Mondiale di avvalersene quale riferimento nella concessione dei loro finanziamenti.

A livello comunitario va ancora registrata la presentazione di una proposta di modifica delle direttive sul prospetto (80/390/CEE e 89/298/CEE) volta ad agevolare le offerte transfrontaliere attraverso una migliore definizione delle norme sul mutuo riconoscimento. La proposta focalizza l'attenzione sulla necessità di agevolare la raccolta di capitale da parte delle piccole e medie imprese, ma investe anche gli emittenti multinazionali, ai quali deve essere consentito di utilizzare un unico documento riconosciuto in tutti i principali mercati. Anche la Iosco e il Fesco (Forum of European Securities Commissions) si sono occupati della materia.

In particolare, la Iosco ha adottato un documento sulle informazioni da diffondere nel caso di offerte multinazionali. Gli emittenti che si atterranno agli standard ivi indicati potranno così redigere un unico

documento d'offerta. Il Fesco ha invece istituito un apposito gruppo di lavoro, presieduto dal Presidente della Consob, sulla revisione del prospetto informativo. L'iniziativa è stata già presentata alla Commissione Europea che partecipa al Forum in qualità di membro osservatore.

Infine, sempre in ambito comunitario, occorre dare conto della ripresa delle iniziative per la modifica della direttiva 85/611/CEE, concernente gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari; il 17 luglio 1998 la Commissione Europea ha adottato due nuove proposte di direttiva in materia.

Con esse ci si propone di estendere l'ambito dell'armonizzazione anche ai fondi specializzati nell'investimento in depositi bancari, strumenti del mercato monetario, altri fondi o strumenti derivati; di riformare i requisiti per l'autorizzazione delle società di gestione; di dare piena applicazione al principio della libera prestazione dei servizi e di introdurre uno schema di prospetto informativo semplificato. È inoltre prevista la possibilità per le società di gestione di prestare anche il servizio di gestione individuale di portafogli e alcuni servizi accessori.

I primi interventi del Fesco

Istituito l'8 dicembre 1997 dai Presidenti delle Commissioni di valori mobiliari appartenenti allo spazio economico europeo con l'obiettivo di raggiungere una più ampia integrazione del mercato europeo dei servizi finanziari, nel suo primo anno di attività il Fesco ha già conseguito importanti risultati. Tra questi, meritano di essere ricordate le iniziative in tema di armonizzazione delle regole di condotta degli intermediari mobiliari, le raccomandazioni adottate in materia di requisiti di onorabilità e professionalità di esponenti aziendali e partecipanti al capitale di imprese di investimento e, soprattutto, la firma nel gennaio scorso del "Memorandum multilaterale sullo scambio di informazioni e la vigilanza sulle attività mobiliari".

Con tale Memorandum tutte le Autorità partecipanti al Fesco si sono impegnate alla massima reciproca collaborazione e assistenza al fine di potenziare l'attività di vigilanza in materia di insider trading e manipolazione, prestazione dei servizi di investimento e dei servizi di consulenza e custodia di strumenti finanziari, mercati (ivi inclusi gli scambi di titoli quotati effettuati fuori mercato), informazione dovuta dagli emittenti quotati e dagli offerenti strumenti finanziari. Il Memorandum multilaterale integra i precedenti memoranda bilaterali sottoscritti tra le Autorità degli Stati aderenti e li sostituisce nelle parti eventualmente in contrasto.

L'accordo costituisce il punto di avvio dell'operatività del Gruppo di Coordinamento del Fesco per lo scambio di informazioni e la vigilanza (Fescopol) che riunisce i responsabili della vigilanza sulle attività mobiliari di ciascuna Autorità. Scopo del Fescopol sarà quello di scambiare periodicamente e informalmente dati e notizie sui problemi che le Autorità incontrano nell'adempimento dei loro compiti, proporre emendamenti per migliorare l'attuazione del Memorandum multilaterale e suggerire integrazioni allo stesso sugli aspetti pratici e tecnici della collaborazione.

XI. L'AMMINISTRAZIONE E IL BILANCIO DELLA CONSOB

La gestione finanziaria

Le entrate complessive per l'esercizio 1998 ammontano a 124,6 miliardi di lire (Tav. XI.1), di cui 39 relativi a entrate contributive (pari al 31,3 per cento del totale). La quota maggiore delle entrate contributive del 1998 deriva dai promotori finanziari (pari al 28,2 per cento circa del totale delle entrate contributive; Tav. aXI.1); seguono le entrate derivanti dagli emittenti (pari al 25,8 per cento circa).

L'aumento delle spese correnti nel 1998 rispetto all'esercizio 1997 è dovuto in larga misura all'incremento delle spese per acquisizione di beni e servizi, passate da 21,1 a 30,2 miliardi di lire. Tale aumento è da ricondursi a maggiori oneri derivanti da contratti di manutenzione oltre che agli oneri connessi alla progettazione dei lavori di ristrutturazione di nuovi locali per la sede dell'Istituto in Milano.

Nella parte conclusiva dell'anno è stato approvato il bilancio di previsione dell'esercizio 1999. Le previsioni di spesa per detto esercizio, in conformità ai principi normativi di riferimento, sono contenute entro i limiti complessivi, costituiti per 55 miliardi dal fondo a carico dello Stato, per 53,4 miliardi dalle entrate contributive di cui all'art. 40 della legge 724/94 e per 4,8 miliardi da altre entrate proprie dell'Istituto. Si aggiunge, infine, che l'“Avanzo di amministrazione (presunto)” nelle due distinte componenti di “Avanzo di amministrazione disponibile (presunto)” e di “Avanzo di amministrazione generato dalle prenotazioni di impegno trasferite all'esercizio successivo ai sensi dell'art. 19 del Regolamento di contabilità (presunto)” è di 31,7 miliardi. L'incremento percentuale delle spese correnti previste per l'anno 1999, rispetto al corrispondente dato di previsione iniziale 1998, è pari al 3,1 per cento ed è riconnesso essenzialmente al completamento dell'organico di legge programmato per il 1999. Infine, il considerevole aumento della previsione 1999 per le spese in conto capitale (pari complessivamente a 37 miliardi) tiene conto degli oneri per i lavori di ristrutturazione dell'immobile destinato a nuova sede dell'Istituto in Milano, delle iniziative dirette all'acquisizione di nuovi locali in Roma, oltre che della prosecuzione del programma (già avviato nel 1998) di ammodernamento e potenziamento del sistema informatico.

Le entrate contributive previste per l'anno 1999 ammontano al 47,1 per cento del totale delle entrate e derivano per il 23,6 per cento circa dai promotori finanziari, per il 20 per cento circa dagli emittenti e per l'11,2 per cento circa dalle banche. Il 14 per cento circa delle entrate contributive 1999 è rappresentato dalla introduzione del nuovo contributo sulle negoziazioni.

Nei primi giorni del 1999, la Commissione ha definito il regime contributivo valevole per detto anno (delibere 11785/99 e 11786/99), secondo quanto previsto dall'art. 40 della legge 23 dicembre 1994, n. 724, che ha introdotto il nuovo sistema di finanziamento dell'Istituto. La Commissione ha individuato le attività a fronte delle quali esigere contribuzioni, i soggetti tenuti al loro pagamento, la misura delle singole contribuzioni dovute.

Nella definizione dei nuovi provvedimenti si è anzitutto tenuto conto che, anche sotto il profilo del regime contributivo, il 1999 costituisce un anno di transizione. Infatti, il processo di definizione della normativa di attuazione del D.Lgs. 58/98 sta solo ora concludendosi e i nuovi regolamenti diverranno compiutamente operativi solo nei prossimi mesi.

TAV. XI.1

SCHEMA RIASSUNTIVO ENTRATE E SPESE
(MILIARDI DI LIRE)

VOCI	1996 ¹	1997 ¹	1998 ²
<i>ENTRATE</i>			
AVANZO DI AMMINISTRAZIONE ³	6,9	8,5	32,4
FONDO A CARICO DELLO STATO	49,4	58,4 ⁴	50,0
ENTRATE PROPRIE:			
- ENTRATE DA CORRISPETTIVI ISTRUTTORI	4,2	2,5	2,6
- ENTRATE DA CORRISPETTIVI PER PARTECIPAZIONE A ESAMI	1,1	1,1	1,2
- ENTRATE DA CONTRIBUTI DI VIGILANZA	34,8	42,0	35,2
- ENTRATE DIVERSE	2,4	4,6	3,2 ⁵
<i>TOTALE ENTRATE</i>	<i>98,8</i>	<i>117,1</i>	<i>124,6</i>
<i>SPESE</i>			
SPESE CORRENTI:			
- SPESE PER I COMPONENTI LA COMMISSIONE	2,0	2,4	2,9
- SPESE PER IL PERSONALE	60,8	64,6	64,1
- SPESE PER ACQUISIZIONE DI BENI E SERVIZI	21,3	21,1	30,2
- ONERI PER RIPRISTINO E AMPLIAMENTO IMMOBILIZZAZIONI ⁶	--	1,9	2,7
- SPESE NON CLASSIFICABILI	3,5	2,9	1,9
<i>TOTALE SPESE CORRENTI</i>	<i>87,6</i>	<i>92,9</i>	<i>101,8</i>
SPESE IN CONTO CAPITALE	5,5	1,0	22,8
<i>TOTALE SPESE</i>	<i>93,1</i>	<i>93,9</i>	<i>124,6</i>

¹ Dati consuntivi. ² Dati di preventivo definitivo. ³ L'avanzo del 1997 è dato dalla differenza tra il totale delle entrate e il totale delle spese, e dalle differenze derivanti dalla gestione dei residui, non indicate nella tavola e pari a 9,2 miliardi di lire. L'avanzo 1997 è riportato tra le entrate 1998. ⁴ Importo al netto del fondo entrate ex art. 40, legge 724/94, in attesa di destinazione restituito al Ministero del tesoro (1,6 miliardi). ⁵ Interessi attivi sulla presunta giacenza media di cassa relativa ai conti correnti fruttiferi di cui all'art. 40, comma 5, legge 724/94, e interessi moratori dovuti per ritardato pagamento delle entrate contributive. ⁶ Tale categoria è stata introdotta per iscrivere le componenti di costo dei beni strumentali mobili e immobili dell'Istituto di competenza economica dell'esercizio.

In relazione a ciò si è ritenuto opportuno attestarsi, per quanto possibile, sui provvedimenti vavevoli per il 1998, apportando a questi ultimi essenzialmente le modifiche e integrazioni indotte dall'emanazione del Testo unico, riconnesse all'abrogazione di disposizioni preesistenti e all'attribuzione all'Istituto di nuove funzioni. L'unica eccezione è costituita dalla introduzione del contributo sulle negoziazioni.

Con riferimento a tale contributo, va innanzitutto rammentato che i primi provvedimenti attuativi del nuovo sistema di finanziamento dell'Istituto, recanti il regime contributivo per l'anno 1996, contemplavano

un contributo sulle negoziazioni avente ad oggetto gli strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati nazionali, ovvero anche al di fuori degli stessi secondo le modalità operative della best execution e dei blocchi. L'applicazione di tale contributo era, peraltro, normativamente sospesa fino al 31 dicembre 1996 in relazione agli aspetti problematici dell'applicazione stessa (coesistenza con la tassa sui contratti di borsa). Nelle delibere riguardanti il regime contributivo per l'anno 1997 venne poi inserito un espresso rinvio a successivo provvedimento per l'introduzione del contributo sulle negoziazioni, subordinata al "verificarsi dei necessari presupposti", identificati nella revisione del regime impositivo dei contratti di borsa e nel consolidamento del nuovo sistema normativo in materia di mercati mobiliari derivante dalla riforma in senso privatistico dei mercati stessi. L'applicazione di tale contributo era comunque esclusa per l'esercizio 1997. In prosieguo, nei provvedimenti relativi al regime contributivo per l'anno 1998 si è riproposta la stessa norma di carattere programmatico. Alla data di adozione degli stessi si era, infatti, realizzato il primo dei due presupposti indicati per l'applicazione del nuovo contributo (cioè la revisione del regime impositivo dei contratti di borsa), mentre non poteva ancora ritenersi realizzato l'ulteriore e necessario presupposto identificato nel consolidamento del nuovo assetto normativo del mercato (realizzatosi nel 1998).

Sotto il profilo giuridico, il contributo sulle negoziazioni trova fonti normative negli articoli 74, 76, 185 e 187 del D.Lgs. 58/98 che attribuiscono all'Istituto compiti di vigilanza sui mercati regolamentati, riguardanti la trasparenza e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni (artt. 74 e 76) e compiti in materia di repressione dei fenomeni di aggio e di *insider trading* (artt. 185 e 187), inquadrabili nell'ambito della generale funzione di vigilanza sui mercati. Il nuovo contributo è, pertanto, specificamente finalizzato ad assicurare (unitamente alle altre fonti di finanziamento) la copertura finanziaria dei costi Consob relativi al controllo dei mercati.

Sono assoggettate a contribuzione le negoziazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari quotati effettuate nei mercati regolamentati, ovvero anche al di fuori degli stessi secondo le modalità operative della *best execution* e dei blocchi. Queste ultime transazioni rilevano sia ai fini della generale funzione di vigilanza sui mercati regolamentati, in quanto assoggettate agli obblighi di comunicazione alla Consob e al mercato previsti dall'art. 65, lett. b), del D.Lgs. 58/98, sia ai fini della repressione dei fenomeni di aggio e di *insider trading*.

È peraltro previsto un regime di esenzione dal contributo per i mercati Mif, Mto, Idem, Mpr e Mot. Ciò in ragione, per i mercati di strumenti finanziari derivati, della loro maggiore esposizione alla concorrenza internazionale e per il Mot dell'opportunità, da un lato, di non disincentivare la quotazione delle obbligazioni bancarie e, dall'altro, di non incentivare la negoziazione fuori mercato dei titoli di Stato. Anche tenuto conto della esenzione operata per il Mot, un regime di esenzione dal contributo è altresì previsto per le negoziazioni sul Mts.

La misura delle aliquote di contribuzione è fissata in lire 4 per milione di controvalore negoziato.

Altra modifica di rilievo è quella apportata al criterio di applicazione del contributo di vigilanza dovuto dalle società di revisione. Il contributo in parola era originariamente commisurato

all'ammontare del corrispettivo complessivo relativo a ciascun incarico triennale acquisito dalle società di revisione, inteso quale parametro della dimensione operativa di detti soggetti.

Tale modello di tariffazione, introdotto nei primi provvedimenti sul regime contributivo (riguardanti l'esercizio 1996), in quanto legato al ciclo triennale dei conferimenti di incarico, rendeva instabile il gettito riviniente dal settore. L'entità della contribuzione annuale complessiva era, infatti, influenzata dal differente numero e dalla diversa dimensione operativa dei soggetti che conferiscono l'incarico di revisione. Inoltre, la recente estensione dell'obbligo di revisione alle società controllate da società con azioni quotate nei mercati regolamentati (art. 165 del D.Lgs. 58/98) origina un notevole incremento del numero degli incarichi di revisione, rendendo assai complesso l'accertamento della correttezza dei versamenti di volta in volta effettuati dalle società di revisione.

In luogo dell'ammontare del corrispettivo complessivo triennale pattuito, il nuovo parametro di riferimento è individuato nell'ammontare dei ricavi da corrispettivi per attività di revisione sul bilancio di esercizio e sul bilancio consolidato dei soggetti cui si applicano le disposizioni contenute nella Parte IV, Titolo III, Capo II, Sezione VI, del D.Lgs. 58/98 (cosiddetta attività di revisione "legale"), contabilizzati nel bilancio della società di revisione chiuso nell'esercizio antecedente a quello cui la contribuzione si riferisce.

Tale nuovo criterio elimina l'instabilità di gettito legata alla distribuzione ciclica degli incarichi nei diversi esercizi, riduce il numero dei versamenti annuali (un solo versamento per ciascuna società di revisione, quindi al massimo 24 versamenti, essendo 24 le società di revisione iscritte all'albo) e semplifica le operazioni di accertamento, in quanto fondate sulla verifica dei ricavi risultanti dalla documentazione di bilancio.

Per quanto, infine, attiene alla misura delle singole contribuzioni, i provvedimenti presentano una invarianza generalizzata delle tariffe relative alle contribuzioni già previste per l'esercizio 1998. Tali tariffe sono state calibrate in misura tale da generare per l'esercizio 1999 una previsione complessiva di entrate contributive pari a 53,4 miliardi di lire, in linea con il dato di previsione segnalato al Ministro del tesoro nel luglio 1998 ai sensi del citato art. 40 della legge 724/94.

L'organizzazione interna e le risorse umane

Nel 1998 è stato avviato un progetto di ridefinizione della struttura organizzativa dell'Istituto, finalizzato a razionalizzare la ripartizione delle competenze tra le diverse unità organizzative. Detta razionalizzazione è funzionale al raggiungimento di alcuni importanti obiettivi, quali l'unicità dell'interlocutore Consob per i soggetti vigilati, la riduzione e il miglioramento degli snodi di coordinamento, la riagggregazione delle competenze degli uffici in modo più omogeneo.

L'impostazione dell'intervento, tuttora in corso, è basata su una metodologia di analisi delle attività dell'Istituto in una logica di "processo", la cui applicazione, partendo dall'individuazione degli obiettivi istituzionali, comporta la loro associazione a specifici processi, nonché l'individuazione degli atti finali e strumentali necessari per la loro concreta realizzazione.

L'utilizzo di tale metodologia è finalizzato inoltre all'avvio, previsto per il 1999, di un progetto teso a razionalizzare e sistematizzare il fenomeno delle "procedure" e più in generale quello della "documentazione organizzativa" dell'Istituto.

Nel corso del 1998 l'organico (Tavv. aXI.2 e aXI.3) è stato modificato con l'immissione nelle funzioni di cinque dipendenti di ruolo e di due dipendenti con contratto di lavoro subordinato a tempo determinato, a fronte della cessazione dal servizio di ventisette dipendenti, di cui uno per dimissioni d'ufficio e ventisei per dimissioni volontarie.

Secondo quanto previsto dall'art. 62 della legge 27 dicembre 1997, n. 449 (legge finanziaria), è stata altresì avviata e portata a completamento la procedura concorsuale interna per l'immissione in ruolo, avvenuta nel gennaio 1999, di sessanta dipendenti assunti con contratto di lavoro subordinato a tempo determinato.

L'ulteriore rafforzamento e completamento dell'organico di ruolo dell'Istituto sarà realizzato, nel corso dell'anno 1999, mediante l'assunzione con concorsi pubblici, limitando conseguentemente il ricorso allo strumento del contratto a tempo determinato alle situazioni realmente contingenti atte a giustificare una prestazione professionale limitata nel tempo, e/o connesse all'esigenza di utilizzare professionalità con competenze elevate e molto specialistiche.

Sono proseguite le attività di formazione del personale già programmate, soprattutto nell'ambito dell'addestramento informatico e dello sviluppo tecnico-professionale. In proposito, è stato avviato un ciclo di pianificazione delle attività, strutturato su base annuale e costruito sui bisogni formativi rilevati e sulle segnalazioni effettuate dalle singole unità organizzative. Si è dato particolare rilievo ai piani formativi relativi al personale neo assunto, per il quale è stato predisposto un programma che alterna la formazione in aula con l'addestramento operativo.

Per quanto riguarda il sistema previdenziale, nel corso del 1998 si è provveduto alla stipula degli accordi negoziali concernenti le modifiche da apportare al regolamento sul trattamento di quiescenza del personale di ruolo in servizio alla data del 27 aprile 1993. Tale accordo ha armonizzato le norme ivi contenute alle modifiche legislative intervenute in materia di previdenza complementare. Nel corso del 1998 si è avviato, inoltre, l'esame della questione relativa alla costituzione di un nuovo fondo per garantire un trattamento pensionistico complementare, ai sensi di quanto disposto dal D.Lgs. 21 aprile 1993, n. 124, per i dipendenti assunti dopo il 28 aprile del 1993.

Le relazioni con l'esterno

L'attività di relazioni con l'esterno ha conosciuto anche nel 1998 un significativo impulso. A una leggera diminuzione delle richieste formali (trasmesse con lettera o telefax) - poco più di 1.000 in tutto, a fronte delle oltre 1.100 del 1997 (Tav. aXI.4) - si è accompagnata infatti una

notevole crescita del numero delle richieste informali (telefoniche, via *e-mail* o formulate da soggetti che si sono recati direttamente presso le sedi dell'Istituto) che sono state pari in media a circa 320 al giorno (a fronte delle 250 circa del 1997).

Le richieste di informazioni, provenienti da operatori professionali, risparmiatori e studiosi, hanno avuto ad oggetto soprattutto aspetti relativi agli assetti proprietari delle società quotate, alle procedure d'iscrizione agli albi (promotori finanziari, società di intermediazione mobiliare e società di revisione) e alle attività autorizzate delle Sim. Le richieste di documentazione hanno riguardato principalmente deliberazioni della Commissione, prospetti informativi depositati presso l'Archivio Consob, testi integrati e aggiornati di regolamenti e comunicazioni di carattere generale, con particolare riferimento ai provvedimenti attuativi del Testo unico della finanza.

Dal 1° luglio del 1998 è attivo il sito Internet, che si articola in otto sezioni: "La Consob", "Normativa e provvedimenti", "Newsletter", "Relazione annuale", "Novità", "Archivi", "Pubblicazioni", "Per il risparmiatore".

La sezione "La Consob" contiene una presentazione dell'Istituzione con informazioni su funzioni e organizzazione dell'Istituto. La sezione "Normativa e provvedimenti" riporta, invece, i testi vigenti delle leggi e dei regolamenti che disciplinano il mercato mobiliare (nonché dei provvedimenti, di carattere generale e non) adottati. Nella sezione "Newsletter" è possibile consultare le edizioni settimanali del notiziario "Consob Informa". Vi è, inoltre, un'apposita sezione dove è possibile consultare le Relazioni annuali della Consob, mentre nella sezione "Archivi" si possono consultare gli albi delle Sim, delle fiduciarie e delle società di revisione, e acquisire altre informazioni contenute nei data-base dell'Istituto, fra cui, in particolare, i dati relativi alle variazioni delle partecipazioni rilevanti in società quotate. La sezione "Novità" contiene le ultime notizie su documenti e informazioni relativi all'attività dell'Istituto. Nella sezione "Per il risparmiatore", infine, sono riportati il documento sulla valutazione dei rischi degli investimenti in strumenti finanziari definito dalla Commissione nel 1997 e una serie di regole poste a tutela dei risparmiatori.

Per la consultazione dei documenti contenuti nel sito è disponibile un motore di ricerca semantica che guida l'utente nella selezione delle informazioni. I documenti contenuti nella sezione "Normativa e provvedimenti" e "Newsletter" possono essere consultati inserendo qualunque combinazione di parole e/o di date.

Oltre alla recente realizzazione di una nuova Sezione riguardante le società quotate che contiene informazioni, dettagliate e di sintesi, sugli assetti proprietari e sulla composizione degli organi sociali, è prevista nel corso del 1999 la creazione di nuove sezioni nelle quali saranno inseriti, tra l'altro, l'elenco dei prospetti informativi depositati presso l'Archivio Consob e la modulistica relativa a procedimenti istruttori (iscrizione agli albi; autorizzazione allo svolgimento di attività di intermediazione; modelli per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti in società quotate, ecc.).

APPENDICE

INDICE DELLE TAVOLE STATISTICHE

II. LA PROPRIETÀ DELLE SOCIETÀ QUOTATE

Tav. aII.1	Distribuzione delle società quotate secondo due indici di concentrazione proprietaria
Tav. aII.2	Indici di concentrazione proprietaria e dimensione delle società quotate
Tav. aII.3	Società quotate per tipologia di soggetto controllante
Tav. aII.4	Partecipazione all'assemblea ordinaria per l'approvazione del bilancio 1997
Tav. aII.5	Patti di sindacato in società quotate
Tav. aII.6	Offerte pubbliche di acquisto realizzate nel 1998 su società quotate
Tav. aII.7	Adesioni alle offerte pubbliche di acquisto realizzate nel 1998 su società quotate
Tav. aII.8	Cessioni di partecipazioni di società quotate a controllo pubblico tramite trattativa diretta
Tav. aII.9	Società privatizzate in borsa incluse nel Mib30

III. LA SOLLECITAZIONE ALL'INVESTIMENTO

Tav. aIII.1	Offerte finalizzate all'ammissione a quotazione in borsa
Tav. aIII.2	Società ammesse a quotazione in borsa: esiti delle offerte
Tav. aIII.3	L'attività di <i>investment banking</i> nelle offerte finalizzate alla quotazione
Tav. aIII.4	Collocamento di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate
Tav. aIII.5	Collocamento di titoli obbligazionari quotati

IV. L'INFORMAZIONE SUGLI EMITTENTI QUOTATI

Tav. aIV.1	Piani di <i>stok option</i> approvati dalle società quotate incluse nel Mib30
------------	---

V. LE SOCIETÀ DI REVISIONE

Tav. aV.1	Distribuzione degli incarichi alle società di revisione
Tav. aV.2	Concentrazione del mercato della revisione contabile
Tav. aV.3	Attività delle società di revisione sui bilanci dell'esercizio 1997

VI. I MERCATI REGOLAMENTATI

Tav. aVI.1	Borsa italiana: principali indicatori
Tav. aVI.2	Scambi su strumenti finanziari quotati in borsa e all'Idem
Tav. aVI.3	Titoli di Stato e obbligazioni private quotate
Tav. aVI.4	Obbligazioni: ammissioni a quotazione sul Mot 1995-1998

VII. L'ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE E L'AGGIOTAGGIO

Tav. aVII.1	Richieste di dati e notizie in materia di informazioni privilegiate e aggioaggio
Tav. aVII.2	Operatori coinvolti in ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e di aggioaggio segnalate all'Autorità Giudiziaria

VIII. GLI INTERMEDIARI MOBILIARI

Tav. aVIII.1	Gestioni patrimoniali di Sim e banche
Tav. aVIII.2	Offerta fuori sede di strumenti finanziari
Tav. aVIII.3	Sim: iscrizioni e cancellazioni dall'albo
Tav. aVIII.4	Sim: delibere Consob
Tav. aVIII.5	Intermediari per servizi di investimento autorizzati
Tav. aVIII.6	Patrimoni gestiti dagli Oicr nell'Unione Europea e negli Stati Uniti
Tav. aVIII.7	Struttura del mercato dei fondi mobiliari aperti in Italia: operatori di diritto nazionale
Tav. aVIII.8	Patrimonio gestito e numero fondi per società di gestione
Tav. aVIII.9	Assetti proprietari delle società di gestione di fondi comuni
Tav. aVIII.10	Struttura del mercato degli Oicr in Italia: operatori di diritto estero
Tav. aVIII.11	Fondi mobiliari chiusi di diritto italiano
Tav. aVIII.12	Fondi pensione aperti per tipologia di soggetto istitutore
Tav. aVIII.13	Gestione speciale del Fondo nazionale di garanzia
Tav. aVIII.14	Iscrizioni e cancellazioni dall'albo dei promotori
Tav. aVIII.15	Provvedimenti di cancellazione dall'albo dei promotori

IX. IL CONTROLLO GIURISDIZIONALE

Tav. aIX.1	Ricorsi presentati avanti al giudice amministrativo contro i provvedimenti dell'Istituto e del Ministro del tesoro su proposta dell'Istituto negli anni 1996-1998
Tav. aIX.2	Impugnazioni di sanzioni amministrative presentate avanti al giudice ordinario negli anni 1996-1998
Tav. aIX.3	Azioni contro l'Istituto per il risarcimento dei danni

Tav. aIX.4	Ipotesi di reato segnalate all'Autorità Giudiziaria
Tav. aIX.5	Ipotesi di reati societari segnalate all'Autorità Giudiziaria
Tav. aIX.6	Interventi dell'Istituto in procedimenti penali in rappresentanza degli interessi lesi

X. LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

Tav. aX.1	La cooperazione internazionale
-----------	--------------------------------

XI. L'AMMINISTRAZIONE E IL BILANCIO DELLA CONSOB

Tav. aXI.1	Contribuzioni dai soggetti vigilati al finanziamento dell'Istituto
Tav. aXI.2	Il personale
Tav. aXI.3	Distribuzione del personale per qualifica e per unità organizzativa
Tav. aXI.4	Richieste di documentazione e informazioni sull'attività dell'Istituto
Tav. aXI.5	Dati sull'attività dell'Istituto

**DISTRIBUZIONE DELLE SOCIETÀ QUOTATE
SECONDO DUE INDICI DI CONCENTRAZIONE PROPRIETARIA**
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 1998)

PERCENTUALE DEL CAPITALE VOTANTE	NUMERO SOCIETÀ			PESO ¹		
	1996	1997	1998	1996	1997	1998
<i>QUOTA DEL PRIMO AZIONISTA</i>						
2 - 5	5	8	13	3,2	6,1	14,2
5 - 10	4	6	2	3,3	14,4	2,1
10 - 20	17	13	26	8,5	8,1	25,5
20 - 33	23	30	23	8,7	13,7	7,9
33 - 50	29	28	26	9,4	9,6	18,1
> 50	130	120	128	66,8	48,1	32,3
<i>TOTALE</i>	<i>208</i>	<i>205</i>	<i>218</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>
<i>SOMMA DELLE QUOTE RILEVANTI²</i>						
2 - 5	2	2	8	0,6	0,4	2,1
5 - 10	1	2	4	1,0	0,8	9,8
10 - 20	3	5	1	2,1	15,4	0,5
20 - 33	6	6	8	15,2	14,3	16,3
33 - 50	12	17	21	6,9	10,0	24,6
> 50	184	173	176	74,3	59,0	46,7
<i>TOTALE</i>	<i>208</i>	<i>205</i>	<i>218</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

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

Tav. aII.2

INDICI DI CONCENTRAZIONE PROPRIETARIA E DIMENSIONE DELLE SOCIETÀ QUOTATE
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 1998)

DECILE ¹	QUOTA DEL PRIMO AZIONISTA ²	QUOTA DEI PRIMI TRE AZIONISTI ²	QUOTA DEL MERCATO ²
1	53,5	67,1	28,6
2	54,9	64,9	31,0
3	47,9	57,6	35,0
4	41,1	54,1	36,4
5	54,6	66,3	31,0
6	49,2	59,3	36,6
7	50,5	56,9	40,1
8	49,2	55,8	42,0
9	35,9	44,4	54,1
10	34,5	42,4	53,9
<i>TOTALE</i>	<i>47,1</i>	<i>56,9</i>	<i>38,9</i>

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ I decili sono determinati sulla base della capitalizzazione di borsa a fine 1998. ² Dati in percentuale; medie semplici.

Tav. aII.3

SOCIETÀ QUOTATE PER TIPOLOGIA DI SOGGETTO CONTROLLANTE
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

TIPOLOGIA DEL SOGGETTO CONTROLLANTE	1996		1997		1998	
	NUMERO DI SOCIETÀ	PESO ¹	NUMERO DI SOCIETÀ	PESO ¹	NUMERO DI SOCIETÀ	PESO ¹
PERSONA FISICA	45	6,4	42	5,4	51	4,6
BANCA	12	2,7	9	4,2	12	4,1
FONDAZIONI	5	3,6	5	2,4	5	2,4
ASSICURAZIONI	2	2,2	3	2,3	3	2,6
SOCIETÀ DI CAPITALI	54	15,1	55	25,2	52	21,5
SOGGETTO ESTERO	17	4,0	18	3,0	21	3,1
STATO	21	45,0	17	18,0	15	15,6
PATTO DI SINDACATO	26	4,8	27	6,3	24	7,4
<i>TOTALE CONTROLLATE</i>	<i>182</i>	<i>83,7</i>	<i>176</i>	<i>66,8</i>	<i>183</i>	<i>61,3</i>
NON CONTROLLATE	26	16,2	29	33,2	35	38,7
<i>TOTALE</i>	<i>208</i>	<i>100,0</i>	<i>205</i>	<i>100,0</i>	<i>218</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ In percentuale sulla capitalizzazione ordinaria di borsa.

**PARTECIPAZIONE ALL'ASSEMBLEA ORDINARIA
PER L'APPROVAZIONE DEL BILANCIO 1997**

SOCIETÀ	AZIONISTI DA LIBRO SOCI	AZIONISTI PRESENTI IN ASSEMBLEA	CAPITALE SOCIALE RAPPRESENTATO ¹	INDICE DI CONCENTRAZIONE ²
ALITALIA	39.937	26	85,1	85,1
ALLEANZA ASSICURAZIONI	25.307	49	61,9	57,0
ASSICURAZIONI GENERALI	134.065	484	33,1	16,6
BANCA COMMERCIALE ITALIANA	170.135	282	25,1	12,9
BANCA DI ROMA	22.086	89	41,5	44,9
BANCA FIDEURAM	4.848	13	74,3	74,1
BANCA INTESA	....	75	67,9	60,0
BENETTON GROUP	6.520	9	70,2	70,2
COMPART	51.000	34	48,1	32,7
EDISON	19.610	34	63,6	61,3
ENI	....	744	54,9	51,2
FIAT	177.406	187	44,7	21,9
FINMECCANICA	15.433	20	62,4	62,1
HPI	....	66	50,8	32,3
INA	216.957	52	33,8	28,3
ITALGAS	57.049	30	48,7	46,9
MEDIASET	232.000	33	63,2	58,9
MEDIOBANCA	50.100	149	51,9	25,2
MEDIOLANUM	19.137	23	72,1	65,4
MONTEDISON	1.658	44	39,8	38,0
OLIVETTI	70.000	36	6,5	8,7
PARMALAT FINANZIARIA	11.758	66	52,5	52,7
PIRELLI	23.000	77	52,2	46,1
RAS	33.987	40	52,1	51,4
ROLO BANCA 1473	30.000	140	74,7	73,31
SAIPEM	4.884	13	44,1	43,2
SAN PAOLO - IMI	....	170	41,3	29,1
TELECOM ITALIA	40.211	3.518	20,5	7,5
TIM	38.000	262	63,7	60,1
UNICREDIT	86.147	71	22,5	10,0
<i>MEDIA</i>			50,8	42,7

Fonte: Verbali assembleari e Taccuino dell'azionista 1997. ¹ Valori in percentuale. ² Somma delle quote dei primi 3 azionisti.

PATTI DI SINDACATO IN SOCIETÀ QUOTATE
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 1998)

SOCIETÀ OGGETTO	TIPO PATTO	SCADENZA	QUOTA SINDACATA ¹	NUMERO PARTECIPANTI
ACQUEDOTTO DE FERRARI GALLIERA SPA	BLOCCO	01/07/2003	71,49	31
ACQUEDOTTO NICOLAY SPA	BLOCCO	26/06/1999	50,22	2
	NOMINA AMMINISTRATORI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO			
AUSILIARE SPA	UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	INDEFINITA	81,25	5
BANCA AGRICOLA MANTOVANA SCRL	NOMINA AMMINISTRATORI	15/03/2002	70	2
BANCA AGRICOLA MANTOVANA SCRL	CONSULTAZIONE	31/12/2000	--	4
BANCA CARIGE SPA	BLOCCO NOMINA	30/06/2004	5,99	2
BANCA COMMERCIALE ITALIANA SPA ²	CONSULTAZIONE VOTO	30/06/2000	0,02	112
BANCA COMMERCIALE ITALIANA SPA ²	CONSULTAZIONE VOTO	30/05/2001	0,21	952
BANCA DI ROMA SPA	BLOCCO VOTO NOMINA AMMINISTRATORI	9/12/2000	24,05	3 ³
BANCA INTERMOBILIARE DI INVESTIMENTI SPA	BLOCCO	24/06/2002	50,10	2
BANCA INTESA SPA	BLOCCO VOTO	31.12.2002	63,41	9
BANCA LOMBARDA SPA	BLOCCO VOTO	30/06/1999	28,76	129
BANCA POPOLARE DI CREMA SCRL	CONSULTAZIONE	INDEFINITA	--	637
BANCA POPOLARE DI CREMONA SCRL	BLOCCO	27/03/2000	0,54	OLTRE 1000 PICCOLI AZIONISTI
BANCA POPOLARE DI SPOLETO SPA	VOTO NOMINA AMMINISTRATORI	INDEFINITA	78,11	2
BANCO DI NAPOLI SPA	BLOCCO	INDEFINITA	7,00	2
BANCA NAZIONALE DEL LAVORO SPA	BLOCCO VOTO NOMINA AMMINISTRATORI	31/12/2001	25,00	3
BANCA NAZIONALE DEL LAVORO SPA	BLOCCO	31/03/2000	25,00	4
BULGARI SPA	BLOCCO VOTO NOMINA AMMINISTRATORI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	17/07/2000	55,59	3
CARRARO SPA	NOMINA AMMINISTRATORI	31/12/1998	57,28	4
CASTELGARDEN SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI	26/6/2000	42,86	8
CEMENTERIA DI AUGUSTA SPA	NOMINA AMMINISTRATORI	31/12/2004	68,81	2
CEMENTERIA DI BARLETTA SPA	NOMINA AMMINISTRATORI	31/12/2004	84,38	2

Fonte: Comunicazioni ai sensi dell'art. 122 del D.Lgs. 58/98. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Valori in percentuale del capitale ordinario. ² Accordi tra dipendenti. ³ Si tratta di accordi "stellari" stipulati, in occasione delle offerte pubbliche di vendita realizzate nell'ambito del processo di privatizzazione, tra il venditore e gli azionisti stabili.

- SEGUE -

APPENDICE

- SEGUE TAV. all.5 -

SOCIETÀ OGGETTO	TIPO PATTO	SCADENZA	QUOTA SINDACATA	NUMERO PARTECIPANTI
CLASSEDITORI SPA ⁴	BLOCCO VOTO	21/5/1999	52,7	9
CLASSEDITORI SPA ⁴	BLOCCO	28/10/2001	0,119	DIPENDENTI E COLLABORATORI
CLASSEDITORI SPA ⁵	BLOCCO VOTO	28/10/1999	0,07	18
COFIDE SPA	BLOCCO VOTO	30/06/2000	48,99	7
CREDITO BERGAMASCO SPA	BLOCCO	31.1.2003	6,87	2
CREDITO BERGAMASCO SPA	BLOCCO	13.2.2002	11,44	2
CREDITO FONDIARIO E INDUSTRIALE SPA	BLOCCO VOTO	31/03/1999	52,60	2
CREDITO ITALIANO SPA ²	CONSULTAZIONE VOTO	01/03/2014	0,26	691
CREDITO ITALIANO SPA ²	CONSULTAZIONE	INDEFINITA	--	21
CREMONINI SPA ⁴	BLOCCO VOTO	11/12/1999	56,7	6
CREMONINI SPA ⁴	BLOCCO	11/12/1999	--	DIPENDENTI
CSP SPA	BLOCCO VOTO	31/12/2000	50,20	7
DEROMA HOLDING SPA	BLOCCO CONSULTAZIONE NOMINA AMMINISTRATORI	APPROVAZION E BILANCIO 1998	51,41	83
ESAOTE SPA	BLOCCO	24/06/1999	33,17	25
FALCK SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	31/12/2000	38,25	36
FIAT SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	30/06/1999	30,19	4
FIAT SPA	BLOCCO	INDEFINITA	2,22	2
FINARTE CASA D'ASTE SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	31/12/2001	51,11	15
FINREX SPA	NOMINA AMMINISTRATORI	INDEFINITA	100,00	2
FRETTE SPA	BLOCCO	19/02/1999	43,42	11
GARBOLI-REP	BLOCCO	30/10/2001	91,14	2
GEMINA SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	31/12/2000	42,87	9

⁴ Accordi di "lock-up". ⁵ Accordo stipulato solo su azioni ordinarie di categoria "B".

- SEGUE -

- SEGUE Tav. aII.5 -

SOCIETÀ OGGETTO	TIPO PATTO	SCADENZA	QUOTA SINDACATA	NUMERO PARTECIPANTI
GENERALI SPA	BLOCCO CONSULTAZIONE	31/12/2001	10,74	2
GILDEMEISTER ITALIANA SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI	30/06/2000	48,15	5
GIM SPA	BLOCCO UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	31/12/2000	42,84	11
GIOVANNI CRESPI SPA	BLOCCO VOTO NOMINA	11/09/1999	50,027	8
HOLDING DI PARTECIPAZIONI INDUSTRIALI SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	31/12/2001	43,122	13
IDRA PRESSE SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI	11/6/2001	59,63	2
IFIL SPA	BLOCCO NOMINA	13/10/2001	4,59	2
IMPREGILO SPA	BLOCCO	INDEFINITA	7,35	8
IST. BANCARIO S.PAOLO DI TORINO- IMI SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI	31/12/2000	13,39	7 ³
ITTIERRE HOLDING SPA ⁶	BLOCCO	10/09/2002	0,8	3
ITTIERRE HOLDING SPA ⁶	BLOCCO	13/10/2000	0,6	273
LA DORIA SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	30/06/2000	70,00	8
LA GAIANA SPA	BLOCCO UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	31/12/1999	75,59	4
LA RINASCENTE SPA	NOMINA AMMINISTRATORI	06/05/2002	40,50	2
LOCAT SPA	BLOCCO VOTO NOMINA AMMINISTRATORI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	18/12/2002	89,91	2
LOGITALIA GESTIONI SPA	NOMINA AMMINISTRATORI	INDEFINITA	100,00	2
MANULI RUBBER INDUSTRIES SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	31/12/2000	40,00	6
MARANGONI SPA	BLOCCO VOTO	30/06/1999	58,99	4
MEDIASET SPA	BLOCCO	INDEFINITA	53,60	2
MEDIASET SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI	INDEFINITA	66,00	4
MEDIASET SPA	NOMINA AMMINISTRATORI	INDEFINITA	57,00	8

⁶ Accordo stipulato tra PA Investments Sa (azionista di controllo) e alcuni dipendenti.

- SEGUE -

APPENDICE

- SEGUE TAV. all.5 -

SOCIETÀ OGGETTO	TIPO PATTO	SCADENZA	QUOTA SINDACATA	NUMERO PARTECIPANTI
MEDIOBANCA SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	30/06/2001	49,98	31
MEDIOLANUM SPA	BLOCCO VOTO	31/12/2005	51,00	5
MEDIOLANUM SPA	BLOCCO VOTO	31/12/2007	36,8	4
MILANO ASSICURAZIONI SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI	31/12/2003	64,06	2
NECCHI SPA	BLOCCO VOTO	30/09/1999	29,12	11
PIRELLI & C. ACCOMANDITA PER AZIONI	BLOCCO UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	15/4/2001	56,46	10
PIRELLI SPA	BLOCCO	01/08/2003	2,44	2
PREMUDA SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI	31/12/2001	45,0	3
RENO DE MEDICI SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI	30/09/2002	37,25	3
RENO DE MEDICI SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI	14/12/2012	26,22	2
RENO DE MEDICI SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	14/12/2002	42,72	3
ROLAND EUROPE SPA	BLOCCO VOTO	30/04/1999	69,37	6
ROLO BANCA 1473 SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI	31/12/2003	72,99	5
SAES GETTERS SPA	BLOCCO UNIFORMITÀ DI INDIRIZZO	31/12/1999	66,30 (67,37 ORD.)	24
SAVINO DEL BENE SPA	BLOCCO VOTO	APPROVAZION E BILANCIO 1998	48,27	8
SIRTI SPA	BLOCCO VOTO	06/05/2001	52,00	3
SMI SPA	BLOCCO	31/12/2001	48,27	5
SNIA BPD SPA	BLOCCO VOTO	20/10/2001	15	2
TELECOM ITALIA SPA	BLOCCO	31/12/2000	6,62	12 ³
TELECOM ITALIA SPA ²	CONSULTAZIONE	31/12/2050	--	252
UNICEM SPA	BLOCCO NOMINA AMMINISTRATORI	31/12/2004	50,49	2
UNIONE IMMOBILIARE SPA ⁷	BLOCCO	31/4/1999	14,6	3

⁷ Accordo di "lock-up" e impegno a non votare determinate delibere assembleari preso dall'Ina Spa nei confronti dell'Imi Spa (Sponsor) e della Morgan Stanley (Global Coordinator).

OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO REALIZZATE NEL 1998 SU SOCIETÀ QUOTATE

SOCIETÀ OFFERENTE	AZIONI OGGETTO DELL'OFFERTA	NATURA DELL'OFFERTA	DURATA OFFERTA	PREZZO OFFERTO ¹ (LIRE)	TITOLI RICHIESTI ²
BRACCO HOLDING B.V.	ESAOTE ORD	SUCCESSIVA	16.02-17.04	4.850	16,8
BUZZI CEMENTI	UNICEM ORD	INCREMENTALE	04.03-24.03	18.800	20,4
SOFID	SERFI ORD	RESIDUALE	23.03-10.04	14.800	9,3
FERROCEMENTO RECCHI	SOC. ITAL. CONDOTTE D'ACQUA ORD	RESIDUALE	02.04-23.04	131	4,2
FININVEST	STANDA ORD	RESIDUALE	16.04-07.05	20.780	2,1
	STANDA RNC			8.460	13,9
OTTOBI	SEAT ORD	SUCCESSIVA	20.04-11.05	713	38,7
	SEAT RNC			466	99,1
CREDITO EMILIANO HOLDING	BCA DELLA PROVINCIA DI NAPOLI ORD	SUCCESSIVA	01.06-19.06	1.275	48,1
IMMOBILIARE DORINO	BONAPARTE ORD	SUCCESSIVA	02.06-22.06	30	42,2
BONAPARTE	AEDES ORD	SUCCESSIVA	04.06-24.06	15.000	67,4
	AEDES RNC			7.500	74,4
BANCA DI ROMA	SANITÀ ORD	SUCCESSIVA	03.08-11.09	156	9,0
SIEMENS AG	TELECO CAVI ORD	VOLONTARIA	19.10-02.12	8.800	9,5
	TELECO CAVI RNC			7.200	100,0
OLIVETTI	TECNOST ORD	VOLONTARIA	19.11-10.12	5.400	49,9
MONTE DEI PASCHI DI SIENA	BCA AGRICOLA MANTOVANA ORD	PREVENTIVA	10.12-15.01	35.000	70,0
	BCA AGR. MANTOVANA OBBL. CONV.			27.500	70,0
	BCA AGR. MANTOVANA OBBL. CONV.			89.900	70,0
FIN. PART	FRETTE ORD.	PREVENTIVA	11.12-21.01	18.000	100,0

Fonte: Documenti di offerta. ¹ Prezzo offerto per azione. ² In percentuale dei titoli emessi della stessa categoria.

**ADESIONI ALLE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO
REALIZZATE NEL 1998 SU SOCIETÀ QUOTATE**

SOCIETÀ OFFERENTE	AZIONI OGGETTO DELL'OFFERTA	TITOLI ACQUISTATI ¹	QUOTA POSSEDUTA DALL'OFFERENTE ²	VALORE OFFERTA ³
BRACCO HOLDING B.V.	ESAOTE ORD	95,4	42,7	35,3
BUZZI CEMENTI	UNICEM ORD	100,0	40,8	244,4
SOFID	SERFI ORD	94,1	99,5	37,4
FERROCEMENTO RECCHI	SOC. ITAL. CONDOTTE D'ACQUA ORD	91,2	49,5	4,0
FININVEST	STANDA ORD	16,5	98,2	2,0
	STANDA RNC	0,3	86,3	0,1
OTTOBI	SEAT ORD	0,2	61,3	1,6
	SEAT RNC	0,1	1,0	0,4
CREDITO EMILIANO HOLDING	BCA DELLA PROVINCIA DI NAPOLI ORD	0,2	52,0	0,1
IMMOBILIARE DORINO	BONAPARTE ORD	0,6	42,5	0,1
BONAPARTE	AEDES ORD	75,0	50,6	127,5
	AEDES RNC	53,5	39,8	25,1
BANCA DI ROMA	SANITÀ ORD	71,0	58,3	7,8
SIEMENS AG	TELECO CAVI ORD	95,9	99,6	24,1
	TELECO CAVI RNC	92,6	92,6	40,0
OLIVETTI	TECNOST ORD	74,8	87,4	121,5
MONTE DEI PASCHI DI SIENA	BCA AGRICOLA MANTOVANA ORD	100,0	70,9	2.871,1
	BCA AGR. MANTOVANA OBBL. CONV.	100,0	70,0	233,7
	BCA AGR. MANTOVANA OBBL. CONV.	100,0	70,0	13,2
FIN. PART	FRETTE ORD.	87,6	87,6	92,5

Fonte: Avvisi della Borsa Italiana Spa. ¹ In percentuale dei titoli richiesti. ² Dopo l'Opa, in percentuale del capitale sociale. ³ Valori in miliardi di lire, calcolati sulla base del numero dei titoli effettivamente acquistati.

**CESSIONI DI PARTECIPAZIONI DI SOCIETÀ QUOTATE A CONTROLLO PUBBLICO
TRAMITE TRATTATIVA DIRETTA**
(1996 - 1998)

SOCIETÀ	ACQUIRENTE	DATA DI COMPLETAMENTO DELLA CESSIONE	QUOTA CEDUTA ¹	CONTROVALORE COMPLESSIVO ²	DATA DELL'OPA SUCCESSIVA ³
DALMINE	TECHINT SIDERCA	27.02.96	84,1	302	9.04.96
SEAT	ABN-AMRO BAIN CAPITAL COMIT BC PARTNERS CVC CAPITAL PARTNER INVESTITORI ASS. DE AGOSTINI SOFIPA	25.11.97	61,3 ⁴	1.643	—
BANCO DI NAPOLI ⁵	INA-BNL	11.06.97	60,0	62	—
SAN PAOLO ⁶	IFI/IFIL IMI BANCO SANTANDER REALE MUTUA ASSIC. MONTE PASCHI KREDIETBANK	23.04.97	19,0	1.150	—
	ALTRI ⁷ (INA, HDI, CREDIT LOC. FRANCE, CREDIT COMM. BELGIQUE)	24.04.97	3,0	260	
TELECOM ⁶	AT&T UNISOURCE IMI CREDIT CREDIT SUISSE ASS. GENERALI COMPAGNIA S.PAOLO IFIL COMIT MONTE PASCHI FONDAZ. CARIPLIO INA ALLEANZA ASS. ROLO BANCA	29-30.09.97	9,0	3.950 ⁸	—
BANCO DI ROMA ⁶	TORO ⁹ ALTRI ⁷	09.12.97 09.12.97	4,1 15,1	300 1.236,8	—
BNL ⁶	BANCO BILBAO VIZCAYA INA BCA POP VICENTINA	29/09/98	25,0	2.585	—

Fonte: Consob e Ministero del tesoro, Relazione al Parlamento. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ In percentuale sul capitale ordinario. ² Valori in miliardi di lire. ³ Data di inizio dell'Opa. ⁴ La cessione ha riguardato anche lo 0,8 per cento del capitale rappresentato da azioni di risparmio. ⁵ Operazione effettuata mediante asta competitiva. ⁶ La data è relativa alla stipula dell'accordo. Dati riferiti al nucleo stabile. ⁷ Azionisti non facenti parte del nucleo stabile. ⁸ Il dato non comprende il corrispettivo della vendita dell'1,2 per cento di azioni ordinarie ad AT&T e Unisource, subordinata alla conclusione di alleanze strategiche con Telecom. ⁹ Il dato non include la cessione di obbligazioni convertibili per 333 miliardi.

SOCIETÀ PRIVATIZZATE IN BORSA INCLUSE NEL MIB30
(1998)

AZIONI ORDINARIE	CAPITALIZZAZIONE		SCAMBI		RAPPORTO DI TURNOVER ⁵	QUOTA DEL MERCATO ⁶		RAPPORTO DI TURNOVER ⁷	VARIAZIONE DEL PREZZO ⁸
	MLD. ¹	% ²	MLD. ³	% ⁴		MLD.	%		
UNICREDIT	45.692,8	4,9	32.207,9	3,9	82,2	22.800,7	49,9	141,3	78,6
COMIT	20.431	2,2	33.331,9	4,1	185,0	14.628,5	71,6	227,9	88,1
INA	17.568,0	1,9	26.682,2	3,3	157,4	13.105,7	74,6	203,6	44,2
ENI	87.209,8	9,4	61.728,9	7,5	70,1	55.029,3	63,1	112,2	7,7
S. PAOLO - IMI	41.071,4	4,4	20.029,3	2,5	58,0	25.833,9	62,9	119,2 ⁹	72,6
TELECOM	73.839,9	7,9	77.247,9	9,4	112,1	69.261,8	93,8	111,5	25,1
BANCA DI ROMA	15.028,2	1,6	29.372,9	3,6	181,2	8.298,5	55,2	354,1	61,3

Fonte: Borsa Italiana Spa e Consob. ¹ Dati al 31 dicembre 1998. ² In rapporto alla capitalizzazione totale di borsa. ³ Controvalore degli scambi nel corso del 1998. ⁴ In rapporto agli scambi totali in borsa. ⁵ Rapporto percentuale tra controvalore degli scambi e capitalizzazione media. ⁶ Quota del capitale votante non posseduta da azionisti rilevanti ai sensi dell'art. 120 del D.Lgs. 58/98 al 30 dicembre 1998. Le partecipazioni degli Oicr, anche se rilevanti, sono incluse nella quota del mercato. ⁷ Rapporto percentuale tra il controvalore degli scambi e la quota del mercato. ⁸ Dal 31 dicembre 1997 al 31 dicembre 1998; valori in percentuale. ⁹ Rapporti tra scambi e la media del valore della quota di mercato al 31 dicembre 1997 e al 31 dicembre 1998.

TAV. aIII.1

OFFERTE FINALIZZATE ALL'AMMISSIONE A QUOTAZIONE IN BORSA
(MILIARDI DI LIRE)

	CAPITALIZZAZIONE ¹	OFFERTA		OFFERTA TOTALE ²
		DI SOTTOSCRIZIONE	DI VENDITA	
1995	43.833	517	6.566	33,2
1996	10.746	1.396	1.830	26,6
1997	4.117	440	1.174	35,4
1998 ³	7.418	1.179	2.382	41,7

Fonte: Consob. ¹ Capitalizzazione delle società ammesse a quotazione, calcolata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni prima dell'offerta medesima. ² Misurata in rapporto alla capitalizzazione al prezzo di offerta, tenuto conto dell'eventuale aumento di capitale. Valori in percentuale, ponderati per l'ammontare delle offerte. Il dato del 1995 non comprende l'Eni. ³ I dati non comprendono una società, già quotata su altri mercati regolamentati esteri.

TAV. aIII.2

SOCIETÀ AMMESSE A QUOTAZIONE IN BORSA: ESITI DELLE OFFERTE¹

	QUOTA ASSEGNATA AL PUBBLICO ²	QUOTA ASSEGNATA	QUOTA ASSEGNATA	RAPPORTO DOMANDA/OFFERTA	
		AGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI ITALIANI ²	AGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI ESTERI ²	OFFERTA PUBBLICA	OFFERTA ISTITUZIONALE
1995	42,3	15,6	42,1	3,3	6,8
1996	40,5	24,3	35,2	4,0	5,9
1997	31,4	24,5	44,1	9,2	9,4
1998 ³	44,4	27,2	28,4	4,5	18,0

Fonte: Consob. ¹ Dati ponderati per il valore delle offerte. ² Valori in percentuale. ³ I dati non comprendono una società, già quotata su altri mercati regolamentati esteri.

TAV. aIII.3

L'ATTIVITÀ DI INVESTMENT BANKING NELLE OFFERTE FINALIZZATE ALLA QUOTAZIONE
(CONCENTRAZIONE DEL MERCATO)

	GLOBAL COORDINATOR ¹			LEAD MANAGER ²		
	1996	1997	1998 ³	1996	1997	1998 ³
PRIMO SOGGETTO ⁴	64,3	36,8	20,7	69,0	57,0	58,5
PRIMI TRE SOGGETTI ⁴	88,9	71,0	59,8	90,2	79,0	87,6
PRIMI CINQUE SOGGETTI ⁴	93,9	89,0	74,6	94,2	91,4	93,0
NUMERO OPERAZIONI	12	10	15	12	10	15
VALORE OPERAZIONI ⁵	3.226	1.614	3.561	1.307	506	1.580

Fonte: Elaborazioni Consob su prospetti informativi. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Dati riferiti alle offerte globali. ² Dati riferiti alle sole offerte pubbliche in Italia. ³ I dati non comprendono una società, già quotata su altri mercati regolamentati esteri. ⁴ Valori in percentuale. ⁵ Miliardi di lire.

TAV. aIII.4

COLLOCAMENTO DI AZIONI E OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI DI SOCIETÀ QUOTATE
(VALORI IN MILIARDI DI LIRE)

DESTINATARI DELL'OFFERTA	EMISSIONI DI NUOVI TITOLI			OFFERTE DI TITOLI GIÀ IN CIRCOLAZIONE			TOTALE		
	1996	1997	1998	1996	1997	1998	1996	1997	1998
PUBBLICO	999	2.172	756	4.536	22.492	13.658	5.534	24.663	14.441
DIPENDENTI	49	202	617	582	2.689	863	631	2.890	1.480
INVESTITORI ISTITUZIONALI	374	438	2.104	5.742	10.499	7.306	6.116	10.937	9.410
AZIONISTI	3.044	7.644	13.716	7	--	--	3.050	7.644	13.716
<i>TOTALE</i>	<i>4.465</i>	<i>10.456</i>	<i>17.193</i>	<i>10.866</i>	<i>35.680</i>	<i>21.978</i>	<i>15.332</i>	<i>46.135</i>	<i>39.171</i>
<i>NUMERO OPERAZIONI</i>	<i>17</i>	<i>21</i>	<i>39</i>	<i>13</i>	<i>12</i>	<i>16</i>	<i>30</i>	<i>33</i>	<i>55</i>

Fonte: Prospetti, documenti informativi e avvisi della Borsa Italiana Spa. Si veda la sezione Note metodologiche.

COLLOCAMENTO DI TITOLI OBBLIGAZIONARI QUOTATI
(VALORI IN MILIARDI DI LIRE)

DESTINATARI DELL'OFFERTA	1996	1997	1998
PUBBLICO	12.727	13.028	18.840
DIPENDENTI	--	--	--
INVESTITORI ISTITUZIONALI	478	--	100
AZIONISTI	21	--	108
<i>TOTALE</i>	<i>13.225</i>	<i>13.028</i>	<i>19.048</i>
<i>DI CUI EMISSIONI BANCARIE</i>	<i>8.875</i>	<i>12.514</i>	<i>18.590</i>
<i>NUMERO OPERAZIONI</i>	<i>35</i>	<i>28</i>	<i>55</i>

Fonte: Prospetti, documenti informativi e avvisi della Borsa Italiana Spa. Si veda la sezione Note metodologiche.

PIANI DI STOCK OPTIONS APPROVATI DALLE SOCIETÀ QUOTATE INCLUSE NEL MIB30
(DATI AL 31 DICEMBRE 1998)

	NUMERO DI SOCIETÀ	FREQUENZA ¹
MODALITÀ DI ASSEGNAZIONE		
EX ART. 2349: ASSEGNAZIONE GRATUITA DI AZIONI	9	45
EX ART. 2441: AUMENTO DI CAPITALE RISERVATO	7	35
EX ART. 2357: ASSEGNAZIONE AZIONI PROPRIE A PAGAMENTO	2	10
MISTE	2	10
DESTINAZIONE DEL PIANO		
DIRIGENTI	14	70
QUADRI	0	0
IMPIEGATI E OPERAI	0	0
COLLABORATORI	2	10
MISTO	4	20
PESO DELLE STOCK OPTIONS SU CAPITALE SOCIALE		
< 1 PER CENTO	15	75
1 - 2 PER CENTO	2	10
> 2 PER CENTO	3	15
GESTIONE DEL PIANO		
CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE	15	75
ALTRO	5	25
PERIODO DI ASSEGNAZIONE DEI DIRITTI		
< 1 ANNO	5	25
1 - 3 ANNI	9	45
3 - 5 ANNI	6	30
> 5 ANNI	0	0

Fonte: Consob. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Dati in percentuale.

Tav. aV.1

DISTRIBUZIONE DEGLI INCARICHI ALLE SOCIETÀ DI REVISIONE

	FATTURATO ¹		NUMERO INCARICHI LEGALI ²		NUMERO INCARICHI VOLONTARI ³	
	1996	1997	1996	1997	1996	1997
PRIMA SOCIETÀ	144,1	154,8	141	141	1.020	1.036
PRIME TRE SOCIETÀ	359,5	389,5	304	341	2.578	2.740
PRIME SEI SOCIETÀ	599,1	592,9	485	571	5.267	5.365
<i>TOTALE⁴</i>	<i>649,6</i>	<i>656,2</i>	<i>577</i>	<i>683</i>	<i>6.950</i>	<i>7.163</i>

Fonte: Consob. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Miliardi di lire. ² Il numero degli incarichi di natura legale si riferisce alla revisione dei bilanci relativi agli esercizi chiusi al 31 dicembre 1997 svolti nel periodo 1° luglio 1997 - 30 giugno 1998, che sono stati approvati dalla Consob ai sensi dell'art. 2 del D.P.R. 31 marzo 1975, n. 136. ³ Il numero degli incarichi di natura volontaria si riferisce ai lavori di revisione dei bilanci relativi agli esercizi chiusi al 31 dicembre 1997 svolti nel periodo 1° luglio 1997 - 30 giugno 1998. ⁴ Si fa riferimento alle società di revisione iscritte nell'albo speciale tenuto dalla Consob.

Tav. aV.2

CONCENTRAZIONE DEL MERCATO DELLA REVISIONE CONTABILE¹
(VALORI IN PERCENTUALE)

	1992-94	1993-95	1994-96	1995-97	1996-98
PRIMA SOCIETÀ	26,6	26,6	25,1	25,6	27,0
PRIME TRE SOCIETÀ	60,0	59,1	58,6	60,5	63,2
PRIME SEI SOCIETÀ	95,1	95,4	95,8	95,3	95,5

Fonte: Consob, comunicazioni ai sensi del D.P.R. 136/75. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Misurata sugli incarichi legali.

ATTIVITÀ DELLE SOCIETÀ DI REVISIONE SUI BILANCI DELL'ESERCIZIO 1997

	SOCIETÀ QUOTATE AL MERCATO UFFICIALE	SOCIETÀ QUOTATE AL MERCATO RISTRETTO	SIM ¹
1. <i>BILANCI ESAMINATI</i>	204	28	217
- ESERCIZIO	204	28	217
- CONSOLIDATI	168	13	8
2. <i>CERTIFICAZIONI CON RICHIAMO DI INFORMATIVA</i>	177	20	92
3. <i>CERTIFICAZIONI RILASCIATE CON RILIEVI PER:</i>	5	1	--
- ECCEZIONI	2	1	--
- SCOPE LIMITATION	3	--	--
- INCERTEZZE	--	--	--
- GOING CONCERN	--	--	--
4. <i>CERTIFICAZIONI NON RILASCIATE - TIPOLOGIA DEI MOTIVI:</i>	1	--	--
- IMPOSSIBILITÀ AD ESPRIMERE GIUDIZIO	1	--	--
- GIUDIZIO AVVERSO	--	--	--
- GRAVI LIMITAZIONI ²	--	--	--

Fonte: Consob. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Sono incluse le società fiduciarie. ² Relative al procedimento di revisione.

BORSA ITALIANA: PRINCIPALI INDICATORI

ANNI	SOCIETÀ QUOTATE		TITOLI AZIONARI QUOTATI	CAPITALIZ- ZAZIONE ¹	SCAMBI ¹	RAPPORTO DI TURNOVER ²	AUMENTI DI CAPITALE ¹	VAR. MIB STORICO ²
	NAZIONALI	ESTERE						
1987	225	--	336	140.721	41.967	25,3	5277	-32,0
1988	228	--	338	176.827	41.269	26,0	3011	21,3
1989	235	--	348	215.244	53.410	27,2	7356	16,5
1990	229	--	340	168.135	50.700	26,4	9408	-25,1
1991	229	2	342	177.917	31.057	17,9	4854	-2,2
1992	226	3	342	173.080	34.649	19,7	3027	-11,7
1993	218	4	329	232.005	103.554	50,8	16192	37,4
1994	219	4	324	293.488	190.009	72,0	15058	3,3
1995	217	4	316	325.568	140.341	45,3	8689	-6,9
1996	213	4	307	386.157	156.521	44,0	3045	13,1
1997	209	4	301	600.042	337.548	68,5	7839	58,2
1998	218	5	304	931.472	818.962	106,9	16.035	41,0

Fonte: Borsa Italiana Spa. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Valori in miliardi di lire. ² Valori in percentuale.

SCAMBI SU STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI IN BORSA E ALL'IDEM

	1996	1997	1998
<i>TITOLI AZIONARI LIRE¹</i>			
ITALIANI	156.485	337.293	817.976
ESTERI	36	255	995
BLOCCHI	6.135	14.161	36.355
FUORI MERCATO	139	233	879
SPEZZATURE	567	2.016	3.667
<i>TOTALE TITOLI AZIONARI</i>	<i>LIRE¹</i>	<i>163.362</i>	<i>353.958</i>
	<i>EURO²</i>		<i>444.066</i>
<i>ALTRI VALORI MOBILIARI LIRE¹</i>			
WARRANT	2.922	9.461	18.398
OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI	2.619	2.983	6.158
DIRITTI	84	1.024	4.906
OBBLIGAZIONI	14.052	18.320	27.943
TITOLI DI STATO	266.914	323.557	311.172
<i>TOTALE ALTRI VALORI MOBILIARI</i>	<i>LIRE¹</i>	<i>286.591</i>	<i>368.577</i>
	<i>EURO²</i>		<i>190.354</i>
<i>STRUMENTI DERIVATI LIRE¹</i>			
FUTURES SULL'INDICE MIB30	400.929	925.004	1.893.190
FUTURES SULL'INDICE MIDEX	—	—	3.519
OPTIONS SULL'INDICE MIB30	71.383	242.226	517.463
OPTIONS SU AZIONI	2.704	25.003	41.017
<i>TOTALE STRUMENTI DERIVATI</i>	<i>LIRE¹</i>	<i>475.016</i>	<i>1.192.233</i>
	<i>EURO²</i>		<i>1.267.999</i>

Fonte: Borsa Italiana Spa. ¹ Valori in miliardi. ² Valori in milioni.

TITOLI DI STATO E OBBLIGAZIONI PRIVATE QUOTATE

	1995	1996	1997	1998 ¹
<i>TITOLI QUOTATI LIRE²</i>				
TITOLI DI STATO	1.263.206	1.760.970	1.793.855	1.868.442
OBBLIGAZIONI	58.435	71.354	89.321	85.953
<i>TOTALE TITOLI QUOTATI LIRE³</i>	<i>1.321.641</i>	<i>1.832.324</i>	<i>1.883.176</i>	<i>1.954.395</i>
				<i>EURO⁴</i>
				<i>1.009.361</i>
<i>TITOLI EMESSI LIRE²</i>				
TITOLI DI STATO	1.821.945	1.923.202	1.947.172	1.901.515
OBBLIGAZIONI	239.325	304.408	400.463	433.494
<i>TOTALE TITOLI EMESSI LIRE³</i>	<i>2.061.270</i>	<i>2.227.610</i>	<i>2.347.635</i>	<i>2.335.009</i>
				<i>EURO⁴</i>
				<i>1.205.932</i>
<i>TURNOVER DELLE OBBLIGAZIONI QUOTATE⁵</i>				
TITOLI DI STATO	9,26	13,88	16,62	16,36
OBBLIGAZIONI	3,99	4,62	4,57	6,45

Fonte: Banca d'Italia e Borsa Italiana Spa. ¹ I dati del 1998 si riferiscono al mese di giugno. ² Consistenze a fine periodo calcolate sulla base dei capitali nominali. Valori in miliardi. ³ Valori in miliardi. ⁴ Valori in milioni. ⁵ Rapporto fra controvalore degli scambi nel periodo e consistenze a fine periodo. Dati in percentuale.

OBBLIGAZIONI: AMMISSIONI A QUOTAZIONE SUL MOT 1995-1998

	N° EMISSIONI ¹	N° EMITTENTI	CONTROVALORE EMISSIONI	
			TOTALE	MEDIA
1995				
ISTITUZIONI INTERNAZIONALI	1	1	1.000	1.000
SETTORE PUBBLICO	1	1	5.000	5.000
BANCHE	5	5	2.358	471
IMPRESE PRIVATE	2	1	700	350
<i>TOTALE LIRE²</i>	9	8	9.058	1.006
1996				
ISTITUZIONI INTERNAZIONALI	3	1	2.500	833
SETTORE PUBBLICO	2	2	7.000	3.500
BANCHE	20	7	8.418	420
IMPRESE PRIVATE	2	2	350	175
<i>TOTALE LIRE²</i>	27	12	18.268	676
1997				
ISTITUZIONI INTERNAZIONALI	8	2	6.390	798
SETTORE PUBBLICO	4	4	2.297	574
BANCHE	100	17	29.108	291
IMPRESE PRIVATE	2	2	800	400
<i>TOTALE LIRE²</i>	114	25	38.595	338
1998				
ISTITUZIONI INTERNAZIONALI	4	2	2.000	500
SETTORE PUBBLICO	2	2	203	102
BANCHE	92	15	31.314	340
IMPRESE PRIVATE	7	6	700	117
<i>TOTALE LIRE²</i>	105	25	34.222	329
<i>EURO³</i>			17.674	170

Fonte: Consob e Borsa Italiana Spa. ¹ Titoli per i quali sono iniziate le contrattazioni nell'anno di riferimento. ² Valori in miliardi.

³ Valori in milioni.

Tav. aVII.1

**RICHIESTE DI DATI E NOTIZIE
IN MATERIA DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE E AGGIOTAGGIO**

SOGGETTI	1996	1997	1998
INTERMEDIARI AUTORIZZATI ¹	212	220	324
SOCIETÀ QUOTATE E LORO CONTROLLANTI	36	37	14
SOGGETTI PRIVATI	13	49	50
PUBBLICHE AMMINISTRAZIONI	10	22	10
AUTORITÀ ESTERE	33	11	17
<i>TOTALE</i>	<i>304</i>	<i>339</i>	<i>415</i>

¹ Banche, Sim, società di gestione del risparmio, agenti di cambio.

Tav. aVII.2

**OPERATORI COINVOLTI IN IPOTESI DI ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE
E DI AGGIOTAGGIO SEGNALATE ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA**

	ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE			AGGIOTAGGIO		
	1996	1997	1998	1996	1997	1998
INTERMEDIARI AUTORIZZATI ¹	3	11	17	--	3	7
OPERATORI ISTITUZIONALI ²	3	12	31	--	21	2
ALTRI OPERATORI	40	41	34	--	--	--
OPERATORI ESTERI	--	17	32	--	--	2
<i>TOTALE</i>	<i>46</i>	<i>81</i>	<i>114</i>	<i>--</i>	<i>24</i>	<i>11</i>

¹ Banche, Sim, società di gestione del risparmio, agenti di cambio. ² Soci, amministratori, dirigenti di società quotate.

TAV. aVIII.1

GESTIONI PATRIMONIALI DI SIM E BANCHE
(COMPOSIZIONE PERCENTUALE DEI PATRIMONI)

	SIM ¹			BANCHE		
	1996	1997	1998 ²	1996	1997	1998 ²
TITOLI DI STATO	55,5	48,7	32,5	78,8	60,6	58,0
OBBLIGAZIONI ITALIANE	11,7	7,2	8,9	8,2	6,1	5,0
OBBLIGAZIONI ESTERE	10,3	10,7	6,4	5,7	6,0	8,7
AZIONI	12,5	13,3	18,9	3,8	4,8	7,2
QUOTE DI OICR	7,5	17,5	28,5	0,4	19,0	14,4
LIQUIDITÀ E ALTRI VALORI MOBILIARI	2,5	2,6	4,8	3,1	3,5	6,7
<i>TOTALE</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Banca d'Italia. ¹ Sono incluse le società fiduciarie. ² Dati relativi al primo semestre.

TAV. aVIII.2

OFFERTA FUORI SEDE DI STRUMENTI FINANZIARI
(VALORI IN PERCENTUALE)

	SIM			BANCHE		
	1996	1997	1998 ¹	1996	1997	1998 ¹
TITOLI DI STATO	0,9	0,2	3,0	6,5	1,5	0,6
TITOLI OBBLIGAZIONARI	6,8	3,9	4,2	1,7	2,2	1,4
AZIONI E QUOTE	0,3	1,5	1,5	0,3	0,9	2,2
QUOTE DI OICR	87,9	92,1	89,2	83,8	88,3	92,2
ALTRI VALORI MOBILIARI	4,1	2,3	2,1	7,7	7,1	3,6
<i>TOTALE</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Elaborazione Consob su dati Banca d'Italia. ¹ Dati relativi al primo semestre.

TAV. aVIII.3

SIM: ISCRIZIONI E CANCELLAZIONI DALL'ALBO¹
(1991-1998)

ANNI	SIM ISCRITTE ALL'ALBO	ENTRATE	USCITE	TURNOVER ²
1991	255	255	—	—
1992	356	110	9	39,6
1993	326	19	49	- 8,4
1994	289	12	49	- 11,3
1995	284	20	25	- 1,7
1996	236	4	52	- 16,9
1997	212	3	27	- 10,2
1998	191	9	30	- 9,9
	<i>TOTALE</i>	432	241	

Fonte: Consob albo Sim. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Sono incluse le società fiduciarie. ² Valori in percentuale.

TAV. aVIII.4

SIM¹: DELIBERE CONSOB

VOCI	1992-1995	1996	1997	1998
ESTENSIONI AUTORIZZAZIONE	122	8	59	11
REVOCHE AUTORIZZAZIONE	45	3	1	7
CANCELLAZIONI DALL'ALBO	132	52	27	30
ISCRIZIONI ALL'ALBO	161	4	3	9

¹ Sono incluse le società fiduciarie.

TAV. aVIII.5

INTERMEDIARI PER SERVIZI DI INVESTIMENTO AUTORIZZATI

SERVIZI DI INVESTIMENTO	SIM		BANCHE	
	1997	1998	1997	1998
NEGOZIAZIONE PER CONTO PROPRIO	81	69	560	569
NEGOZIAZIONE PER CONTO TERZI	83	72	543	547
COLLOCAMENTO CON PREVENTIVA SOTTOSCRIZIONE O ACQUISTO A FERMO, OVVERO ASSUNZIONE DI GARANZIA NEI CONFRONTI DELL'EMITTENTE	44	38	224	240
COLLOCAMENTO SENZA PREVENTIVA SOTTOSCRIZIONE O ACQUISTO A FERMO, OVVERO ASSUNZIONE DI GARANZIA NEI CONFRONTI DELL'EMITTENTE	117	106	545	585
GESTIONE SU BASE INDIVIDUALE DI PORTAFOGLI DI INVESTIMENTO PER CONTO TERZI	113	102	192	220
RICEZIONE E TRASMISSIONE DI ORDINI E MEDIAZIONE	90	80	824	805
<i>TOTALE SOGGETTI AUTORIZZATI</i>	<i>212</i>	<i>191</i>	<i>829</i>	<i>806</i>

Fonte: Consob albo Sim, Banca d'Italia.

TAV. aVIII.6

PATRIMONI GESTITI DAGLI OICR NELL'UNIONE EUROPEA E NEGLI STATI UNITI¹

(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE - DATI IN MILIARDI DI DOLLARI)

PAESI	1995	1996	1997	1998 ²
FRANCIA	521,9	533,2	500,3	604,8
GERMANIA	134,1	137,8	147,2	175,6
REGNO UNITO	154,2	199,7	234,8	251,2
ITALIA	79,9	130,0	201,0	392,5
LUSSEMBURGO	324,3	340,1	377,3	462,6
SPAGNA	100,3	143,0	177,9	223,9
ALTRI PAESI U.E.	175,1	221,0	287,6	316,4
<i>TOTALE U.E.</i>	<i>1.489,9</i>	<i>1.704,7</i>	<i>1.926,0</i>	<i>2.426,9</i>
USA	2.810,8	3.556,9	4.496,3	4.927,6

Fonte: Elaborazioni Consob su dati FEFSI (Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement) e ICI (Investment Company Institute). ¹ Patrimonio gestito dalle Sicav e dai fondi mobiliari aperti di diritto nazionale: inclusi i monetari; esclusi i fondi speciali e immobiliari. ² Dati al 30 settembre. Il dato del Lussemburgo è riferito al 31 marzo; all'interno della voce "Altri Paesi UE" i dati dell'Irlanda e dell'Olanda sono riferiti al 31 dicembre 1997.

**STRUTTURA DEL MERCATO DEI FONDI MOBILIARI APERTI IN ITALIA:
OPERATORI DI DIRITTO NAZIONALE¹**
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

	1995	1996	1997	1998
SOCIETÀ DI GESTIONE DI FONDI APERTI OPERATIVE	54	53	53	59
<i>FONDI OPERATIVI</i>				
- AZIONARI	198	235	277	321
- BILANCIATI	60	57	53	57
- OBBLIGAZIONARI	201	239	296	325
<i>TOTALE</i>	<i>459</i>	<i>531</i>	<i>626</i>	<i>703</i>
<i>RACCOLTA NETTA LIRE²</i>				
- AZIONARI	- 3,8	- 4,0	30,0	46,5
- BILANCIATI	- 3,7	- 2,7	6,3	23,4
- OBBLIGAZIONARI	- 3,0	64,7	106,8	242,9
<i>TOTALE LIRE²</i>	<i>- 10,5</i>	<i>58,0</i>	<i>143,1</i>	<i>312,8</i>
<i>EURO³</i>				<i>161,5</i>
<i>PATRIMONIO LIRE²</i>				
- AZIONARI	35,9	34,7	78,0	143,2
- BILANCIATI	14,3	12,9	22,2	55,9
- OBBLIGAZIONARI	76,6	149,3	267,2	521,7
<i>TOTALE LIRE²</i>	<i>126,8</i>	<i>197,0</i>	<i>367,4</i>	<i>720,8</i>
<i>EURO³</i>				<i>372,3</i>

Fonte: Assogestioni e Consob. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ I dati riportati comprendono anche le Sicav. ² Valori in migliaia di miliardi. ³ Valori in miliardi.

TAV. aVIII.8

PATRIMONIO GESTITO E NUMERO FONDI PER SOCIETÀ DI GESTIONE¹
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

	1995	1996	1997	1998
SOCIETÀ DI GESTIONE	54	53	53	59
PATRIMONIO GESTITO LIRE ²	2,3	3,7	6,9	12,2
EURO ³				6,3
FONDI PER SOCIETÀ ⁴	8,5	10,0	11,8	11,9

Fonte: Assogestioni e Consob. ¹ Fondi comuni mobiliari aperti di diritto italiano. ² Valori medi in migliaia di miliardi. ³ Valori medi in miliardi. ⁴ Numero medio di fondi gestiti.

TAV. aVIII.9

ASSETTI PROPRIETARI DELLE SOCIETÀ DI GESTIONE DI FONDI COMUNI¹
(PERCENTUALI SUL TOTALE DEL PATRIMONIO GESTITO)

SOGGETTO CONTROLLANTE	1995	1996	1997	1998
GRUPPI BANCARI	74,0	80,8	83,8	93,9
GRUPPI ASSICURATIVI	7,9	12,1	7,9	5,1
ALTRE SOCIETÀ QUOTATE	8,7	--	--	--
JOINT VENTURE	5,6	4,2	6,0	0,1
INTERMEDIARI FINANZIARI NON BANCARI	2,5	1,8	1,2	0,2
PERSONE FISICHE	1,2	1,1	1,0	0,8
<i>TOTALE</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Elaborazioni Consob su dati contenuti nei prospetti informativi. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Situazione al 31 dicembre, riferita alle società di gestione di fondi comuni mobiliari aperti di diritto italiano.

TAV. aVIII.10

**STRUTTURA DEL MERCATO DEGLI OICR IN ITALIA:
OPERATORI DI DIRITTO ESTERO**

(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

	1996	1997	1998
<i>SOCIETÀ DI DIRITTO ESTERO</i> ¹	64	78	102
DI CUI CON SEDE LEGALE IN:			
- LUSSEMBURGO	53	65	86
- BELGIO	--	2	2
- GERMANIA	1	1	1
- FRANCIA	9	9	9
- IRLANDA	1	1	4
<i>FONDI/COMPARTI COMMERCIALIZZATI IN ITALIA</i>	446	603	833

Fonte: Elaborazioni Consob su dati contenuti nei prospetti informativi. ¹ Società che offrono al pubblico in Italia parti di organismi di investimento collettivo rientranti nell'ambito di applicazione delle direttive comunitarie.

TAV. aVIII.11

FONDI MOBILIARI CHIUSI DI DIRITTO ITALIANO

(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

	1996	1997	1998
NUMERO FONDI ¹	4	7	9
- DI CUI OPERATIVI ²	4	4	8
PATRIMONIO NETTO LIRE ³	720	890	1.100
EURO ⁴			568,1
INVESTIMENTI IN ESSERE LIRE ⁵	125	545	770
- DI CUI IN AZIONI NON QUOTATE	26	86	123

Fonte: Rendiconti annuali e relazioni semestrali. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Numero di fondi che hanno depositato il prospetto informativo presso la Consob. ² Fondi che hanno completato l'attività di raccolta. ³ Patrimonio nominale; valori in miliardi. ⁴ Patrimonio nominale; valori in milioni. ⁵ Valori in miliardi. Il dato del 1998 è riferito a 6 fondi, in quanto 2 fondi non avevano ancora iniziato, al 31 dicembre, l'attività di investimento.

FONDI PENSIONE APERTI PER TIPOLOGIA DI SOGGETTO ISTITUTORE

	1998 ¹
FONDI ²	18
DI CUI ISTITUITI DA:	
- BANCHE	1
- COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE	8
- SIM	1
- SGR	8

Fonte: Consob. ¹ Situazione al 31 dicembre. ² Si fa riferimento ai fondi per i quali è stato depositato presso la Consob il prospetto informativo.

GESTIONE SPECIALE DEL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA

VOCI	SIM	AGENTI DI CAMBIO	FIDUCIARIE	TOTALE
INSOLVENZE ¹				
1992	1	--	--	1
1993	5	1	3	9
1994	4	--	--	4
1995	3	1	--	4
1996	4	2	--	6
1997	1	--	--	1
<i>TOTALE INSOLVENZE</i>	<i>18</i>	<i>4</i>	<i>3</i>	<i>25</i>
NUMERO TOTALE CREDITORI AMMESSI	6.985	2.214	303	9.502
IMPORTO TOTALE CREDITI AMMESSI ²	324.520	335.538	23.515	683.573
NUMERO ISTANZE PERVENUTE AL FONDO ³	3.582	1.015	206	4.803
IMPORTO CREDITI ISTANZE PERVENUTE AL FONDO ⁴	242.758	183.800	22.888	449.446
<i>INDENNIZZI DELIBERATI DAL FONDO SULLE ISTANZE PERVENUTE⁵</i>	<i>60.094</i>	<i>8.781</i>	<i>5.723</i>	<i>74.598</i>
- INDENNIZZI IMPEGNATI A FRONTE DEL PATRIMONIO DISPONIBILE	46.028	1.869	5.677	53.574
- RESIDUI INDENNIZZI DA IMPEGNARE	14.066	6.912	46	21.024

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Fondo nazionale di garanzia. ¹ Il cui stato passivo sia stato depositato anteriormente al 1° febbraio 1998. ² Valori in milioni di lire. In alcuni casi, l'importo è già al netto del riparto parziale effettuato dal curatore. ³ Dati al 31 dicembre 1998. ⁴ Dati al 31 dicembre 1998; valori in milioni di lire. ⁵ Dati al 31 dicembre 1998; valori in milioni di lire. L'intervento del Fondo è pari al 25 per cento del credito iscritto nello stato passivo. Gli indennizzi ancora da deliberare a fronte delle istanze di intervento che potrebbero pervenire da tutti i creditori ammessi allo stato passivo delle 25 insolvenze, potrebbero richiedere ulteriori risorse finanziarie per circa 24 miliardi, per un totale di risorse necessarie al Fondo di 45 miliardi. Tali previsioni non includono gli indennizzi che potranno essere concessi ai creditori dell'agente di cambio Guido De Asmundis, fallito in società di fatto con Antonio De Asmundis.

TAV. aVIII.14

ISCRIZIONI E CANCELLAZIONI DALL'ALBO DEI PROMOTORI
(1995-1998)

ANNI	PROMOTORI ISCRITTI ALL'ALBO ¹	ENTRATE ²	USCITE ²	TURNOVER ³
1995	25.902	4.512	1.344	14,8
1996	27.105	3.236	1.443	6,9
1997	27.994	2.922	1.961	3,5
1998	33.063	6.358 ⁴	1.402	17,7
	<i>TOTALE</i>	<i>17.028</i>	<i>6.150</i>	

Fonte: Consob. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Al 31 dicembre di ogni anno. ² Nel dato non sono considerati i provvedimenti di revoca di precedenti delibere di iscrizione e cancellazione. ³ Valori in percentuale. ⁴ Di cui n. 1.271 iscritti di diritto ai sensi dell'art. 3 del D.M. 322/97.

TAV. aVIII.15

PROVVEDIMENTI DI CANCELLAZIONE DALL'ALBO DEI PROMOTORI

	1996	1997	1998
SU PROPOSTA DELLE COMMISSIONI REGIONALI	603	997	240
SU INIZIATIVA CONSOB	22	40	90 ¹
ALTRE CAUSE	818	924	1.072 ²
	<i>TOTALE</i>	<i>1.443</i>	<i>1.961</i>

Fonte: Consob. ¹ Di cui 86 provvedimenti di radiazione e 4 provvedimenti di revoca dell'iscrizione all'albo. ² Di cui 1.044 su istanza di parte.

**RICORSI PRESENTATI AVANTI AL GIUDICE AMMINISTRATIVO CONTRO I PROVVEDIMENTI
DELL'ISTITUTO E DEL MINISTRO DEL TESORO SU PROPOSTA DELL'ISTITUTO
NEGLI ANNI 1996-1998**

TIPOLOGIA RICORRENTI	RICORSI	OGGETTO ATTO	ESITO AL 31 DICEMBRE 1998 ¹	
			RICORSO AL TAR	APPELLO AL CONSIGLIO DI STATO
ANNO 1996				
PROMOTORI	9	CANCELLAZIONE ALBO	IN CORSO (1) RESPINTO (3) RESPINTA SOSPENSIVA (2) ACCOLTO (1) ACCOLTA SOSPENSIVA (2)	IN CORSO (1)
PROMOTORI	10	SOSPENSIONE ATTIVITÀ	IN CORSO (10)	
SIM	4	SOSPENSIONE ATTIVITÀ E COMMISSARIAMENTO	ACCOLTO (1) ACCOLTA SOSPENSIVA (1) RESPINTA SOSPENSIVA (2)	ACCOLTO APPELLO CONSOB (1) ACCOLTO APPELLO RICORRENTE (2)
	1	SOSPENSIONE ATTIVITÀ SOLLECITAZIONE E COMMISSARIAMENTO	IN CORSO (1)	
	1	DIVIETO ATTIVITÀ SOLLE- CITAZIONE E DIFFUSIONE ANNUNCI PUBBLICITARI	IN CORSO (1)	
SOCIETÀ DI REVISIONE	2	INTIMAZIONE A NON AVVALERSI DI SOCIO ²	RESPINTA SOSPENSIVA (1) IN CORSO (1)	RESPINTO APPELLO RICORRENTE (1)
SOCI DI SOCIETÀ DI REVISIONE	2	INTIMAZIONE A NON AVVALERSI DI SOCIO	RESPINTA SOSPENSIVA (1) INTERROTTO (1)	RESPINTO APPELLO RICORRENTE (1)
	1	SILENZIO-RIFIUTO SU ISTANZA DI ACCESSO ATTI	INTERROTTO (1)	
COMITATO DI AZIONISTI	1	SOSPENSIONE OPA	RESPINTA SOSPENSIVA (1)	ACCOLTO APPELLO RICORRENTE (1)
S.R.L.	1	ATTIVITÀ INTERME- DIAZIONE IN SWAPS	IN CORSO (1)	
SOC. COOP. E A.R.L.	1	DIVIETO DI ABUSIVA SOLLECITAZIONE	IN CORSO (1)	
TOTALE	33			

Fonte: Consob. ¹ Tra parentesi è indicato il numero dei casi. Accolta sospensiva/respinta sospensiva indica l'ordinanza di natura cautelare e provvisoria con la quale il Tar si pronuncia in ordine all'istanza del ricorrente di sospensione degli effetti del provvedimento impugnato; interrotto indica, nel caso di specie, il provvedimento del Tar con il quale il procedimento è stato dichiarato interrotto per cessazione della materia del contendere, avendo il ricorrente rinunciato all'istanza. ² Un ricorso ha altresì ad oggetto un provvedimento di revoca dell'incarico.

- SEGUE -

APPENDICE

- SEGUE Tav. aIX.1 -

TIPOLOGIA RICORRENTI	RICORSI	OGGETTO ATTO	ESITO AL 31 DICEMBRE 1998	
			RICORSO AL TAR	APPELLO AL CONSIGLIO DI STATO
ANNO 1997				
PROMOTORI	4	CANCELLAZIONE ALBO	RESPINTO (1) RESPINTA SOSPENSIVA (1) IN CORSO (2)	IN CORSO (1) IN CORSO (1)
PROMOTORI	6	SOSPENSIONE ATTIVITÀ	RESPINTA SOSPENSIVA (4) IN CORSO (2)	IN CORSO (1)
PROMOTORI	1	DINIEGO DI ISCRIZIONE	IN CORSO (1)	
SIM	1	P R O V V E D I M E N T O CAUTELARE EX ART. 31 D.LGS. 415/96	RESPINTA SOSPENSIVA (1)	
	2	AMM.NE STRAORDINARIA ³	RESPINTA SOSPENSIVA (2)	
SOCIETÀ DI REVISIONE	2	INTIMAZIONE A NON AVVALERSI DI SOCIO	RESPINTA SOSPENSIVA (1) RESPINTA SOSPENSIVA (1)	RESPINTO APPELLO RICORRENTE (1)
ASSOCIAZIONE DI PROMOTORI	1	REGOLAMENTO ALBO E ATTIVITÀ PROMOTORI	IN CORSO (1)	
SOCIETÀ QUOTATA	2	REVOCA QUOTAZIONE	IN CORSO (2)	
COMITATO AZIONISTI SOCIETÀ NON QUOTATA	1	SOSPENSIONE ABUSIVA SOLLECITAZIONE	IN CORSO (1)	
AGENTI DI CAMBIO	1	RICHIAMO EX ART. 7, CO. 1, LETT. A), LEGGE 157/91	ACCOLTA SOSPENSIVA (1)	
	1	ESCLUSIONE BORSA	ACCOLTA SOSPENSIVA (1)	
	2	D . M . S O S P E N S I O N E ATTIVITÀ	RESPINTA SOSPENSIVA (2)	RESPINTO APPELLO RICORRENTE (2)
	1	D E L I B E R A C O N S O B OGGETTO CONTRATTI A PREMIO	IN CORSO (1)	
TOTALE	25			

RICORSO STRAORDINARIO AL CAPO DELLO STATO

PROMOTORI	1	SOSPENSIONE ATTIVITÀ	IN CORSO (1)
-----------	---	----------------------	--------------

³ Il ricorso impugna sia la proposta della Consob, sia il provvedimento finale del Ministero del tesoro.

- SEGUE -

RELAZIONE PER L'ANNO 1998

- SEGUE Tav. aIX.1 -

TIPOLOGIA RICORRENTI	RICORSI	OGGETTO ATTO	ESITO AL 31 DICEMBRE 1998	
			RICORSO AL TAR	APPELLO AL CONSIGLIO DI STATO
ANNO 1998				
PROMOTORI	14 ⁴	RADIAZIONE	ACCOLTA SOSPENSIVA (3) RESPINTA SOSPENSIVA (4) IN CORSO (7)	RESPINTO APPELLO RICORRENTE (2)
PROMOTORI	14 ⁵	SOSPENSIONE SANZIONATORIA	ACCOLTA SOSPENSIVA (2) RESPINTA SOSPENSIVA (1) IN CORSO (11)	
PROMOTORI	9	SOSPENSIONE CAUTELARE	ACCOLTA SOSPENSIVA (1) RESPINTA SOSPENSIVA (4) IN CORSO (4)	
PROMOTORI	2	CANCELLAZIONE DALL'ALBO	ACCOLTA SOSPENSIVA (1) IN CORSO (1)	ACCOLTO APPELLO CONSOb (1)
PROMOTORI	2	DINIEGO ACCESSO ATTI	RESPINTO (2)	IN CORSO (1)
PROMOTORI	1 ⁶	DINIEGO ISCRIZIONE	IN CORSO (1)	
PROMOTORI	1	DELIBERA DI ANNULLAMENTO RADIAZIONE	IN CORSO (1)	
SIM	1	LIQUIDAZIONE COATTA AMMINISTRATIVA	RESPINTA SOSPENSIVA (1)	
SIM	2	AMM.NE STRAORDINARIA	RESPINTA SOSPENSIVA (1) IN CORSO (1)	
SIM	1	DINIEGO ESTENSIONE AUTORIZZAZIONE	IN CORSO (1)	
SIM	1	DINIEGO ACCESSO ATTI	RESPINTO (1)	
SIM	1	ACCERTAMENTO DEL PROV. IMPLICITO DI CANCELLAZIONE	RESPINTA SOSPENSIVA (1)	
AGENTI DI CAMBIO	2	SOSPENSIONE SANZIONATORIA ⁷	RESPINTA SOSPENSIVA (2)	
SOCIETÀ DI REVISIONE	2	INTIMAZIONE A NON AVVALERSI DI SOCIO	RESPINTA SOSPENSIVA (1) RESPINTA SOSPENSIVA (1)	RESPINTO APPELLO RICORRENTE (1)
MEMBRO CDA	1	DISPOSIZIONI REGOLAMENTARI ⁸	IN CORSO (1)	
AZIONISTA SOCIETÀ QUOTATA	1	DINIEGO ACCESSO ATTI	RESPINTO (1)	
ALTRI	2	DISPOSIZIONI REGOLAMENTARI ⁹	RESPINTA SOSPENSIVA (1) IN CORSO (1)	
ALTRI	1	PROVVEDIMENTO ANTITRUST PUBBLICITÀ INGANNEVOLE	RESPINTA SOSPENSIVA (1)	
TOTALE	58			

⁴ In tre casi, il ricorso è stato presentato anche avanti al Pretore. ⁵ In nove casi, il ricorso è stato presentato anche avanti al Pretore. In un ulteriore caso, il ricorso è stato presentato da un intermediario avverso 14 provvedimenti sanzionatori adottati nei confronti di altrettanti promotori finanziari, di cui 4 di radiazione e 10 di sospensione sanzionatoria. ⁶ Il ricorso è stato presentato contro la Commissione regionale del Lazio per l'albo dei promotori finanziari. ⁷ Provvedimenti disciplinari adottati dal Ministero del tesoro. ⁸ Art. 32 del regolamento Consob 11520/98. ⁹ Art. 80, comma 1, lett. a), del regolamento Consob 11522/98 e art. 5 del regolamento Consob 11523/98.

**IMPUGNAZIONI DI SANZIONI AMMINISTRATIVE
PRESENTATE AVANTI AL GIUDICE ORDINARIO NEGLI ANNI 1996-1998**

TIPOLOGIA RICORRENTI	RICORSI	AUTORITÀ ADITA	TIPOLOGIA SANZIONE ¹	ESITO AL 31 DICEMBRE 1998 ¹
1996				
SIM	3	PRETORE	PECUNIARIA (3)	RESPINTO RICORSO (3)
<i>TOTALE</i>	3			
1997				
BANCHE	2	PRETORE	PECUNIARIA (2)	RESPINTO RICORSO (2)
<i>TOTALE</i>	2			
1998				
PROMOTORI	19 ²	PRETORE	RADIAZIONE (3)	ACCOLTA SOSPENSIVA (3)
			SOSPENSIONE SANZIONATORIA (16)	ACCOLTA SOSPENSIVA (13) IN CORSO (3)
SIM	1	PRETORE	PECUNIARIA (1)	IN CORSO (1)
ESONENTI AZIENDALI SIM	4 ³	CORTE D'APPELLO	PECUNIARIA (4)	IN CORSO (4)
ESONENTI AZIENDALI BANCHE	6 ⁴	CORTE D'APPELLO	PECUNIARIA (6)	RESPINTO RICORSO (3) IN CORSO (3)
<i>TOTALE</i>	30			

Fonte: Consob. ¹ Tra parentesi è indicato il numero dei casi. ² In dodici casi, il ricorso è stato presentato anche avanti ai Tribunali Amministrativi Regionali. ³ Gli opposenti sono in totale sedici. ⁴ Gli opposenti sono in totale ventuno.

AZIONI CONTRO L'ISTITUTO PER IL RISARCIMENTO DEI DANNI

TIPOLOGIA RICORRENTI	1996	1997	1998	MOTIVI	ESITO AL 31 DICEMBRE 1998
CLIENTE SIM	1	1	4	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO	IN CORSO
	--	1	--	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO - CITAZIONE EX ART. 185, COMMA 2, C.P.	IN CORSO
	--	2	--	DIFFAMAZIONE	IN CORSO
FALLIMENTO SIM	--	1	--	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO	IN CORSO
SIM	--	1	--	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO - CHIAMATA IN CAUSA EX ART. 106, C.P.C.	IN CORSO
	--	1	--	DINIEGO ESTENSIONE AUTORIZZAZIONE	IN CORSO
AZIONISTA SOCIETÀ QUOTATA	1	--	--	ILLEGITTIMITÀ DELL'ESONERO CONSOB DALL'OBBLIGO DI PROMUOVERE OPA	IN CORSO
	1	--	--	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO	IN CORSO
CLIENTE AGENTE DI CAMBIO	1	--	--	FATTO ILLECITO DIPENDENTE	RESPINTA DOMANDA DI RISARCIMENTO IN 1° GRADO
CLIENTE AGENTE DI CAMBIO E SIM	1	--	--	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO	IN CORSO
COMITATO AZIONISTI	--	--	1	INTERDIZIONE ATTIVITÀ DI ABUSIVA SOLLECITAZIONE	IN CORSO
<i>TOTALE</i>	<i>5</i>	<i>7</i>	<i>5</i>		

Fonte: Consob.

IPOTESI DI REATO SEGNALATE ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA¹

TIPO DI SOGGETTO	1996	1997	1998	NORMA VIOLATA
LEGGE 216/74				
SOCIETÀ QUOTATA	1	1	--	ART. 1/3
SOCIETÀ QUOTATA	7	5	--	ART. 1/4
SOCIETÀ DI GESTIONE FONDI COMUNI	1	1	--	»
SOGGETTI TENUTI EX ART. 1/18-QUATER	--	1	--	»
PERSONA FISICA	10	5	--	ART. 1/5
ENTE CREDITIZIO	5	4	--	»
SOCIETÀ QUOTATA	9	3	--	»
SOCIETÀ ESTERA	7	14	--	»
FIDUCIARIA ISCRITTA ALL'ALBO SPECIALE	1	1	--	»
S.P.A. E S.R.L.	6	8	--	»
PERSONA FISICA	1	--	--	ART. 1/5 BIS
S.P.A. E S.R.L.	--	4	--	»
ENTE CREDITIZIO	1	--	--	»
SOCIETÀ ESTERA	--	2	--	»
PERSONA FISICA	91	37	--	ART. 1/17
S.P.A. (NON QUOTATA)	--	1	--	ART. 1/18 QUINQUIES
SIM	5	2	1	»
ENTE CREDITIZIO	--	1	--	»
SOCIETÀ ESTERA	--	1	--	»
SOCIETÀ DI GESTIONE FONDI COMUNI	3	--	--	»
SICAV	--	1	--	»
D.P.R. 136/75				
SOCIETÀ DI REVISIONE	1	--	--	ART. 14

Fonte: Consob. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Escluse le presunte violazioni della legge 157/91 e del D.Lgs. 58/98 in materia di *insider trading* e manipolazione e le ipotesi di reato segnalate a carico di promotori finanziari.

- SEGUE -

- SEGUE TAV. aIX.4 -

TIPO DI SOGGETTO	1996	1997	1998	NORMA VIOLATA
LEGGE 77/83				
SOCIETÀ ESTERA	--	1	--	ART. 10 QUATER
SIM	2	1	--	»
ENTE CREDITIZIO	--	1	--	»
SICAV	1	--	--	»
LEGGE 1/91, D.LGS. 415/96²				
S.R.L.	2	1	--	ART. 37, CO.1
SIM	8	7	--	»
FIDUCIARIA ISCRITTA ALL'ALBO SPECIALE	--	1	--	»
FIDUCIARIA NON ISCRITTA ALL'ALBO SPECIALE	1	--	--	»
S.P.A.	--	2	--	»
SOCIETÀ ESTERA	4	9	2	»
AGENTE DI CAMBIO	--	1	--	»
SOCIETÀ COOPERATIVA A R.L.	1	--	--	»
ENTE CREDITIZIO	--	4	--	»
ALTRI ENTI COLLETTIVI	--	1	--	»
PERSONA FISICA	1	1	2	»
SOCIETÀ EX ART. 106 D.LGS. 385/93	--	1	--	ART. 37, CO. 2
PERSONA FISICA	11	4	1	ART. 37, ULT. CO.
SIM	--	1	--	ART. 38
S.P.A.	--	1	--	»
AGENTI DI CAMBIO	--	2	4	ART.39
LEGGE 15/80				
SIM	5	1	--	ART. 13
S.R.L.	1	--	--	»
ENTE CREDITIZIO	2	--	--	»
FIDUCIARIA ISCRITTA ALL'ALBO SPECIALE	1	--	--	»
AGENTE DI CAMBIO	2	2	--	»
D.LGS. 84/92				
SIM	1	--	--	ART. 15

² Legge 1/91 per le ipotesi di reato relative a fatti avvenuti prima del 1° settembre 1996; D.Lgs. 415/96 per le ipotesi di reato relative a fatti avvenuti tra il 1° settembre 1996 e il 30 giugno 1998.

- SEGUE -

- SEGUE TAV. aIX.4 -

TIPO DI SOGGETTO	1996	1997	1998	NORMA VIOLATA
D.LGS. 86/92				
SIM	1	--	--	ART. 5
SOCIETÀ ESTERA	2	--	--	»
D.LGS. 385/93				
PERSONA FISICA	--	1	--	ART. 130
S.P.A.	1	1	--	»
SIM	1	1	--	ART. 132
CODICE CIVILE				
SOCIETÀ QUOTATA	1	--	--	ART. 2621, CO. 1
S.R.L.	1	--	--	»
S.P.A.	--	1	--	»
SIM	--	1	--	»
SIM	2	--	--	ART. 2631
CODICE PENALE				
PERSONA FISICA	5	--	--	ART. 596 BIS
PERSONA FISICA	4	1	3	ART. 640 E/O 646
AGENTE DI CAMBIO	1	4	--	»
SIM	6	3	--	»
SOCIETÀ ESTERA	2	1	--	»
SOCIETÀ QUOTATA	1	--	--	»
ENTI CREDITIZI	--	2	--	»
SOCIETÀ DI REVISIONE	1	--	--	ART. 644
SOCIETÀ ESTERA	2	--	--	ART. 718
S.P.A.	--	--	1	»
LEGGE FALLIMENTARE				
AGENTE DI CAMBIO	1	--	--	ARTT. 216, CO. 1, N. 2 E 217, CO. 1, N. 4
AGENTE DI CAMBIO	1	--	--	ART. 217, CO. 1, N. 4
D.L. 492/82				
AGENTE DI CAMBIO	--	--	1	ART. 4, CO. 1
D.Lgs. 58/98				
SOCIETÀ ESTERE	—	—	2	ART. 166, CO. 1
PERSONA FISICA	—	—	1	ART. 166, CO. 2
AGENTE DI CAMBIO	—	—	1	ART. 168
<i>TOTALE</i>	<i>225</i>	<i>150</i>	<i>19</i>	

TAV. aIX.5

IPOTESI DI REATI SOCIETARI SEGNALATE ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA¹

TIPOLOGIA DI REATO	1996	1997	1998
FALSE COMUNICAZIONE SOCIALI	2	2	--
CONFLITTI D'INTERESSI	2	--	--
BANCAROTTA FRAUDOLENTA	1	--	--
FALSITÀ NELLA CERTIFICAZIONE DI BILANCIO	1	--	--

Fonte: Consob. ¹ Concernenti le società per azioni (incluse le aziende di credito e le Sim) e le società di revisione.

TAV. aIX.6

**INTERVENTI DELL'ISTITUTO IN PROCEDIMENTI PENALI
IN RAPPRESENTANZA DEGLI INTERESSI LESI**

ANNI	INTERVENTI	REATO ¹	ESITO AL 31 DICEMBRE 1998
1996	1	INSIDER TRADING	IN CORSO
	1	ABUSIVO ESERCIZIO DI SERVIZI DI INVESTIMENTO	PATTEGGIAMENTO
1997	2	INSIDER TRADING	IN CORSO
	1	»	PATTEGGIAMENTO
	1 ²	»	IN CORSO; EMESSA SENTENZA PATTEGGIA- MENTO PER UN SOLO SOGGETTO
1998	1 ³	»	IN CORSO

¹ *Insider trading*: art. 2 legge 157/91, ora art. 180 D.Lgs. 58/98; abusivo esercizio di servizi di investimento: art. 14 legge 1/91, art. 37 D.Lgs. 415/96, ora art. 166 D.Lgs. 58/98. ² Il procedimento è stato avviato anche per i reati di agiotaggio su strumenti finanziari (art. 5, legge 157/91, ora art. 181, D.Lgs. 58/98) e di ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob in materia di *insider trading* (art. 8, comma 2, legge 157/91). ³ Il procedimento è stato avviato anche per il reato di agiotaggio su strumenti finanziari.

LA COOPERAZIONE INTERNAZIONALE
(RICHIESTE DI COLLABORAZIONE PER AREA GEOGRAFICA - 1998)

OGGETTO	PAESE	DALLA CONSOB AD AUTORITÀ ESTERE	DA AUTORITÀ ESTERE ALLA CONSOB
INSIDER TRADING	UE	15	1
	USA	1	1
	ALTRI	1	--
MANIPOLAZIONE DEI PREZZI DI VALORI MOBILIARI	UE	2	1
	USA	--	--
	ALTRI	--	--
SOLLECITAZIONE E ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE ABUSIVE	UE	4	2
	USA	2	--
	ALTRI	1	1
TRASPARENZA E INFORMATIVA SOCIETARIA	UE	--	1
	USA	--	--
	ALTRI	--	--
PARTECIPAZIONI RILEVANTI AL CAPITALE DI SOCIETÀ QUOTATE E DI INTERMEDIARI AUTORIZZATI	UE	--	--
	USA	--	--
	ALTRI	--	--
REQUISITI DI ONORABILITÀ E PROFESSIONALITÀ	UE	12	26
	USA	--	1
	ALTRI	--	3
<i>TOTALE</i>		38	37

CONTRIBUZIONI DAI SOGGETTI VIGILATI AL FINANZIAMENTO DELL'ISTITUTO
(MILIARDI DI LIRE)

CATEGORIE DI OPERATORI	1996 ¹	1997 ¹	1998 ²
INTERMEDIARI			
- SIM E AGENTI DI CAMBIO	2,0	1,3	1,0
- BANCHE	5,3	5,5	5,4
SOCIETÀ DI REVISIONE	2,2	4,4	3,5
PROMOTORI DI SERVIZI FINANZIARI ³	11,4	10,3	11,0
ORGANISMI DI MERCATO ⁴	2,2	2,3	2,4
EMITTENTI	11,8	11,9	10,1
OICR	2,5	2,6	3,1
SOGGETTI CHE SOLLECITANO IL PUBBLICO RISPARMIO	2,2	7,0	2,2
ALTRI ⁵	0,5	0,3	0,3
<i>TOTALE ENTRATE CONTRIBUTIVE</i>	<i>40,1</i>	<i>45,6</i>	<i>39,0</i>

¹ Dati consuntivi. ² Dati di preventivo. ³ Inclusi gli aspiranti e i praticanti promotori. ⁴ In tale categoria sono ricompresi il Consiglio di Borsa, ora Borsa Italiana Spa, i comitati di gestione Mif e Mts, ora Mif Spa e Mts Spa, la Cassa di compensazione e garanzia e la Monte Titoli Spa. ⁵ Fornitori di informazioni ex art. 25, legge 1/91, partecipanti ad esami per negozianti, soggetti proponenti annunci pubblicitari, soggetti proponenti attività ex art. 1/18-*septies*, legge 216/74.

IL PERSONALE¹

ANNI	DIPENDENTI DI RUOLO				DIPENDENTI A TEMPO DETERMINATO	TOTALE
	CARRIERA DIRETTIVA	CARRIERA OPERATIVA	CARRIERA DEI SERVIZI GENERALI	TOTALE		
1986	42	30	9	81	58	139
1987	60	35	11	106	70	176
1988	69	49	11	129	63	192
1989	76	57	15	148	65	213
1990	91	63	16	170	67	237
1991	88	67	16	171	72	243
1992	94	73	14	181	83	264
1993	134	72	16	222	96	318
1994	124	89	17	230	111	341
1995	125	119	16	260	118	378
1996	128	152	16	296	108	404
1997	125	161	21	307	96	403
1998	122	156	17	295	88	383

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Dati di fine anno.

DISTRIBUZIONE DEL PERSONALE PER QUALIFICA E PER UNITÀ ORGANIZZATIVA¹

	CARRIERA DIRETTIVA		CARRIERA OPERATIVA	CARRIERA DEI SERVIZI GENERALI	TOTALE

	SUPERIORE	INFERIORE			
<i>DIVISIONI</i>					
AFFARI CONTABILI	2	11	12	--	25
INFORMATIVA SOCIETARIA	6	18	16	--	40
MERCATI	3	7	14	--	24
INTERMEDIARI	8	15	66	5	94
AFFARI LEGALI	6	4	12	--	22
STUDI ECONOMICI	1	6	8	--	15
RISORSE	3	6	21	--	30
AFFARI GENERALI	6	6	36	15	63
ALTRI UFFICI ²	9	14	47	--	70
<i>TOTALE</i>	<i>44</i>	<i>87</i>	<i>232</i>	<i>20</i>	<i>383</i>

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Dati al 31 dicembre 1998. I contrattisti sono distribuiti secondo la loro equiparazione.

² Comprendono gli uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni ed il personale distaccato presso altre amministrazioni.

TAV. aXI.4

RICHIESTE DI DOCUMENTAZIONE E INFORMAZIONI SULL'ATTIVITÀ DELL'ISTITUTO

	1994	1995	1996	1997	1998
<i>SOGGETTI</i>					
INVESTITORI ISTITUZIONALI E OPERATORI PROFESSIONALI	326	683	716	673	597
RISPARMIATORI, STUDENTI E ALTRI SOGGETTI	179	315	484	441	448
<i>TOTALE</i>	<i>505</i>	<i>998</i>	<i>1200</i>	<i>1114</i>	<i>1045</i>
<i>OGGETTO DELLA RICHIESTA</i>					
DELIBERE, COMUNICAZIONI, PROSPETTI, ECC.	290	442	475	451	427
TESTI INTEGRATI DI LEGGI E REGOLAMENTI	105	325	401	367	300
RICHIESTA DATI E INFORMAZIONI	96	208	310	286	300
ALTRO	14	23	14	10	18
<i>TOTALE</i>	<i>505</i>	<i>998</i>	<i>1200</i>	<i>1114</i>	<i>1045</i>

TAV. aXI.5

DATI SULL'ATTIVITÀ DELL'ISTITUTO

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
RIUNIONI DELLA COMMISSIONE	174	187	220	221	215	167
PROVVEDIMENTI URGENTI DEL PRESIDENTE	107	129	88	112	127	1
DELIBERE DELLA COMMISSIONE ARTICOLANTE- SI IN PREMESSE E DISPOSITIVO	899	1296	742	721	722	617
RISPOSTE A SPECIFICI QUESITI CIRCA L'INTERPRETAZIONE DI NORME DI LEGGE O DI REGOLAMENTO	133	216	110	170	85	70

NOTE METODOLOGICHE

Avvertenze

- Nelle tavole della Relazione e dell'Appendice sono adoperati i seguenti segni convenzionali:
- rilevazione quantitativa nulla;
 - fenomeno non esistente;
 - ... fenomeno esistente ma dati non noti;
 - .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.
- L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra dei valori di alcune tavole, è dovuta agli arrotondamenti.

LA PROPRIETÀ DELLE SOCIETÀ QUOTATE

Tavv. II.1, II.2, e Tavv. aII.1, aII.2, aII.3

L'Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria è costruito a partire dalle comunicazioni inviate ai sensi dell'art. 1/5 della legge 216/74, e successivamente ai sensi dell'art.120 del D.Lgs. 58/98, in base al quale tutti coloro che partecipano in una società con azioni quotate in borsa, o ammesse alle negoziazioni nel mercato ristretto, in misura superiore al 2 per cento del capitale di questa, nonché le società con azioni quotate in borsa o ammesse alle negoziazioni nel mercato ristretto che partecipano in una società le cui azioni non sono quotate in borsa o ammesse alle negoziazioni nel mercato ristretto o in una società a responsabilità limitata in misura superiore al 10 per cento del capitale di questa, devono darne comunicazione scritta alla società stessa e alla Consob. Le successive variazioni della partecipazione devono essere comunicate entro trenta giorni da quello in cui la misura dell'aumento o della diminuzione ha superato la metà della percentuale stessa o la partecipazione si è ridotta entro il limite percentuale. Ai fini del calcolo della percentuale di cui sopra, per capitale della società si intende quello sottoscritto rappresentato da azioni o quote con diritto di voto.

Non sono considerate le banche popolari quotate in borsa e negoziate nel mercato ristretto per le quali vige il limite al possesso azionario del 2 per cento, le società estere quotate in borsa per le quali non si applicano gli obblighi di cui sopra e le società sulle quali, alla fine dell'anno, risulta in corso un'Opa residuale. Per quota media del mercato si intende la quota media detenuta dai soggetti non tenuti agli obblighi di dichiarazione.

Tav. II.3 e Tav. aII.5

Le informazioni sui patti di sindacato sono ricavate dalle comunicazioni di cui all'art.122 del D.Lgs. 58/98, in base al quale qualunque patto o accordo che comporti per gli aderenti limitazioni o regolamentazioni del diritto di voto, obblighi o facoltà di preventiva consultazione per l'esercizio dello stesso, obblighi circa il trasferimento di azioni, ovvero qualunque accordo per l'acquisto concertato, deve essere comunicato, pena l'inefficacia, alla Consob, entro cinque giorni dalla data di stipulazione.

Tav. aII.8

I dati riguardano le società quotate al momento dell'operazione di cessione della partecipazione. Il controvalore complessivo comprende i soli ricavi da cessione, al lordo degli oneri e delle spese di cessione, e non include anche gli eventuali debiti finanziari trasferiti.

LA SOLLECITAZIONE ALL'INVESTIMENTO

Tav. III.1

I dati sono tratti dai prospetti informativi e si riferiscono alle previsioni della società sull'evoluzione della struttura proprietaria prima e dopo l'offerta, nel caso in cui il numero di titoli collocati coincida con il numero di titoli offerti. In caso contrario, i dati indicati nel prospetto sono stati modificati tenendo conto dell'esito effettivo dell'offerta. La voce "azionisti di controllo", in presenza di patti di sindacato rilevanti per il controllo, non comprende solo la quota di capitale conferita nel patto, ma il totale delle azioni possedute dai soggetti aderenti al patto.

Tav. III.2

I dati relativi al numero di investitori istituzionali e alla quota *ante* offerta e *post* offerta sono medie aritmetiche semplici, calcolate considerando le sole società in cui erano presenti investitori istituzionali alla data dell'offerta.

La differenza tra la quota *ante* offerta e quella *post* offerta non corrisponde alla quota ceduta da parte dell'investitore istituzionale, in quanto la quota *post* offerta risulta diluita per effetto dell'aumento di capitale contestuale alla quotazione.

Tav. aIII.3

I dati si riferiscono agli intermediari finanziari che svolgono il ruolo di coordinatore dell'offerta globale e di capofila dell'offerta pubblica nelle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione.

Nel caso in cui un soggetto partecipi a più operazioni, il dato in tabella è rappresentato dalla somma delle relative offerte rispetto al totale del mercato (costituito, a seconda dei casi, dal totale delle offerte globali o delle offerte pubbliche avvenute nell'anno). Inoltre, qualora per un'operazione vi siano più *global coordinators* e/o *lead managers*, il valore della relativa offerta viene diviso per il numero di soggetti, e la quota di mercato di ognuno è calcolata sulla base degli ammontari così ottenuti.

Tav. aIII.4

Due operazioni effettuate da società estere rispettivamente nel 1997 e nel 1998 non sono incluse nelle statistiche.

Tavv. aIII.4 e aIII.5

La classificazione temporale delle operazioni di collocamento è stata effettuata in funzione della data di inizio dell'operazione, e non in relazione alla data di presentazione del prospetto. Nel campione non sono state incluse le operazioni finalizzate alla ristrutturazione del debito della società emittente e riservate alle banche creditrici, mentre le offerte riservate ai clienti o agli utenti della società emittente sono state incluse nell'ambito delle offerte al pubblico. Il dato relativo alle offerte pubbliche di titoli già in circolazione del 1995 è comprensivo dell'offerta Eni in Usa.

Infine si rappresenta che le elaborazioni hanno riguardato esclusivamente titoli quotati in borsa o emessi da società quotate, titoli per i quali è stata richiesta l'ammissione a quotazione al momento della presentazione del prospetto informativo, e titoli obbligazionari garantiti dallo Stato.

L'INFORMAZIONE SUGLI EMITTENTI QUOTATI

Tav. IV.1

L'art. 5 del regolamento 5553/91 concerneva gli obblighi informativi degli emittenti nei confronti del pubblico riguardanti eventi rilevanti e idonei, se resi pubblici, a influenzare sensibilmente il prezzo dei rispettivi valori mobiliari quotati.

Tav. aIV.1

Nel caso in cui una società abbia effettuato piani di *stock options* secondo modalità diverse, ciascuna modalità è stata considerata, ai fini del calcolo della frequenza, come un piano a sé stante (Pirelli, Rolo e Mediolanum).

LE SOCIETÀ DI REVISIONE

Tav. V.1

I valori sono stati calcolati, per i soli incarichi di revisione legale di nuova assegnazione o rinnovati nell'anno di riferimento, sulla base del compenso pattuito fra la società di revisione e la società revisionata per la revisione del bilancio di esercizio e consolidato.

Tav. V.2

Le tariffe orarie presentate sono delle medie ponderate, dove i pesi della ponderazione sono le ore lavorate da ciascuna delle quattro categorie professionali. Tali valori rappresentano quindi la media delle tariffe orarie dei *teams* di revisori nei vari anni.

Tav. aV.1

Il fatturato delle società di revisione relativo all'esercizio 1997, analogamente ai dati degli esercizi precedenti, si riferisce ai lavori di revisione svolti nel corso del 1996 e del 1997. Nel fatturato sono ricompresi anche i compensi percepiti dalle società di revisione per lo svolgimento delle altre attività consentite dall'art. 8, secondo comma, lett. a) del D.P.R. 136/75 (organizzazione contabile, pareri di congruità e relazioni di stima ex art. 2501 *quinquies*, etc.).

Il fatturato della Price Waterhouse Spa e della Deloitte & Touche Spa relativo al 1997 si riferisce, rispettivamente, a esercizi di sei e di nove mesi. Ciò determina la riduzione del valore del fatturato 1997 delle prime sei società di revisione.

Gli incarichi legali si riferiscono alle seguenti tipologie: società con azioni quotate in borsa; società i cui titoli sono negoziati al mercato ristretto; società di intermediazione mobiliare; compagnie di assicurazione (non presenti nel 1996); società e imprese editoriali; Montetitoli Spa. Il numero degli incarichi di revisione delle società con titoli quotati nei mercati regolamentati non comprende i lavori sui bilanci delle società partecipate italiane (compresi nella tavola relativa agli incarichi di natura volontaria).

Tav. aV.2

I valori sono stati calcolati aggregando per ciascuna società di revisione i compensi pattuiti nel triennio di riferimento per la revisione del bilancio di esercizio e consolidato, con riferimento ai soli incarichi legali.

Tav. aV.3

- Tipologia dei rilievi

Il giudizio con eccezioni pone in evidenza che nel bilancio sottoposto a certificazione sono state accertate delle deviazioni o errori di applicazione dei trattamenti contabili previsti dal Codice civile integrato e interpretato dai principi contabili.

Il giudizio con *scope limitation* pone in evidenza che il revisore ha incontrato impedimenti nello svolgimento delle procedure di revisione o nell'acquisizione di sufficienti elementi probativi.

Il giudizio con richiami a incertezze pone in evidenza che sul bilancio sottoposto ad esame gravano delle incertezze atte a influenzare il bilancio, connesse con azioni o eventi futuri al di fuori del controllo degli amministratori.

Il giudizio *going concern* pone in evidenza che sul bilancio sottoposto a esame, pur permanendo aree di incertezza sulla continuità aziendale, le azioni intraprese dalla società per superare le difficoltà si basano su ragionevoli presupposti.

- Motivi che impediscono il rilascio della certificazione

L'impossibilità di esprimere un giudizio pone in evidenza che sul bilancio sottoposto a esame il revisore non dispone di adeguati e convincenti elementi che lascino ragionevolmente supporre la capacità dell'impresa di fronteggiare l'evento futuro incerto.

Il giudizio avverso viene espresso quando il revisore valuta che la rilevanza degli effetti di uno o più dei rilievi riscontrati rende inattendibile il bilancio nel suo complesso.

L'impossibilità di esprimere un giudizio per gravi limitazioni relative al procedimento di revisione si ha nel caso in cui sussistano limitazioni tali da far mancare elementi indispensabili per un giudizio sul bilancio.

I MERCATI REGOLAMENTATI

Tav. VI.1

La fonte dei dati sugli investimenti e i disinvestimenti di portafoglio effettuati da soggetti non residenti è rappresentata dai bollettini statistici dell'Ufficio italiano dei cambi (Uic), Tav. 34. In particolare, sulla base dei criteri di classificazione adottati dall'Uic, si intendono investimenti di portafoglio in titoli azionari quelli che comportano una partecipazione inferiore al 20 per cento del capitale sociale; tuttavia tale criterio quantitativo può essere derogato se il soggetto estero dichiara che l'investimento è effettuato in un'ottica di medio-lungo periodo.

Un problema di tipo metodologico, nell'utilizzo di tali dati, è rappresentato dal fatto che la somma degli investimenti e dei disinvestimenti operati da soggetti non residenti è difficilmente confrontabile con il volume mensile degli scambi su titoli azionari registrati dal sistema telematico. Tali scambi, infatti, sono conteggiati con il metodo Tsv (*Trade system view*), mentre la somma degli acquisti e delle vendite operate dai non residenti può dare origine a fenomeni di *double counting* (tipici dei mercati di *market makers*). Pertanto, al fine di determinare l'incidenza dell'operatività riconducibile a investitori esteri rispetto al volume degli scambi effettuati sul nostro mercato azionario, si è provveduto a moltiplicare per due il controvalore degli scambi complessivi effettuati sul mercato italiano e a rapportare a tale dato la somma degli investimenti e dei disinvestimenti di portafoglio effettuati da soggetti non residenti.

Tav. VI.2

I dati si riferiscono al Mercato Italiano dei Derivati (Idem) e al Mercato Italiano dei Futures (Mif). Le negoziazioni sul contratto *future* sull'indice Midex sono state avviate il 24 marzo 1998.

Tav. aVI.1

I dati si riferiscono alla sola borsa valori di Milano sino al 1993, al sistema telematico dal 1994 e non comprendono *warrants* e obbligazioni convertibili. Per *turnover* si intende il rapporto percentuale tra controvalore degli scambi e capitalizzazione media.

GLI INTERMEDIARI MOBILIARI

Tav. VIII.1

I dati di conto economico riportati nella tavola sono tratti dalle segnalazioni statistiche di vigilanza. I proventi sono stati ricavati dalla matrice dei conti, bilanci e relazioni semestrali delle Sim e delle banche che chiudono il bilancio al 31 dicembre, con riferimento alle seguenti voci: commissioni attive per attività di negoziazione titoli, di collocamento, di gestione patrimoni, di raccolta ordini e di vendita a domicilio di strumenti finanziari.

Tav. VIII.5

I dati possono comprendere provvedimenti adottati nei confronti dello stesso soggetto.

Il “richiamo” fa riferimento alle sanzioni di cui all’art. 7 della legge 157/91 e a quella prevista dall’art. 22 della legge 402/67 per i soli agenti di cambio.

Per Sim e banche sono state considerate le proposte di applicazione di sanzioni amministrative e pecuniarie inviate al Ministero del tesoro; i dati includono le proposte di sanzioni nei confronti degli esponenti aziendali.

I provvedimenti di sospensione sono quelli previsti dall’art. 13, commi 1, 2, 3 e 4, della legge 1/91 con riferimento a Sim e banche e all’art. 22 della legge 402/67 con riferimento agli agenti di cambio.

Tav. aVIII.3 e aVIII.14

Il *turnover* è calcolato come rapporto tra le nuove iscrizioni all’albo al netto delle cancellazioni e il totale degli iscritti all’albo nell’anno precedente.

Tav. aVIII.7

La classificazione dei fondi nelle varie categorie (azionari, bilanciati, obbligazionari) è stata effettuata sulla base delle indicazioni sulla politica di investimento contenute nel regolamento del fondo.

Tav. aVIII.9

I dati sono tratti dai prospetti informativi. L’analisi degli assetti proprietari è stata effettuata considerando non solo gli azionisti diretti delle società di gestione, ma risalendo al detentore ultimo delle partecipazioni rilevanti; è stato utilizzato, nella classificazione del soggetto controllante, un criterio di “attività prevalente”.

Per le società di gestione che non sono caratterizzate né da un controllo di diritto, né da un accordo parasociale, si è cercato di individuare l’eventuale esistenza di relazioni “di coalizione” che, pur non sfociando in accordi parasociali, permettano comunque di attribuire il controllo a un determinato gruppo di soggetti, caratterizzati da un’elevata omogeneità sia per quanto riguarda la natura o forma giuridica, sia per quanto riguarda l’attività svolta.

Per “altre società quotate” si intende l’appartenenza della società di gestione a un gruppo nel quale sia presente almeno una società quotata, che non svolga attività di tipo bancario o assicurativo.

Per “*joint venture*” si intende una società in cui l’azionariato sia diviso in due quote, del 50 per cento ciascuna, detenute da soggetti non omogenei.

Per “intermediari finanziari non bancari” si intende una categoria residuale, che riguarda il caso in cui il controllo sia esercitato da una società finanziaria non quotata, che non svolga attività né bancaria né assicurativa, e per la quale non sia possibile risalire a una persona fisica.

Tav. aVIII.11

Per investimenti in essere si intende il totale delle attività del fondo, a eccezione delle disponibilità liquide, delle attività diverse e dei ratei attivi.

IL CONTROLLO GIURISDIZIONALE

Tav. aIX.4

Legge 216/74

- ART. 1/3, ultimo comma: sanzionava penalmente gli amministratori, i sindaci, i revisori, i direttori generali di società o enti, che non ottemperavano alle richieste, non si uniformavano alle prescrizioni della Consob o comunque ostacolavano l’esercizio delle sue funzioni;

- ART. 1/4: violazione dell’obbligo di invio, nei termini previsti dalla norma, della documentazione concernente il bilancio con le relazioni degli amministratori e del collegio sindacale; le proposte che comportano modificazione dell’atto costitutivo, emissioni di obbligazioni, fusione e scissione societaria insieme ad apposita relazione illustrativa degli amministratori, nonché le proposte di autorizzazione

all'acquisto o all'alienazione di azioni proprie; il verbale dell'assemblea, le deliberazioni adottate, il bilancio approvato; la relazione semestrale e le eventuali deliberazioni di distribuzione di acconti sui dividendi;

- ART. 1/5 e 1/5 bis: omissione o ritardo superiore a trenta giorni nella comunicazione alla Consob delle partecipazioni rilevanti detenute in società con titoli quotati in borsa o ammesse alle negoziazioni al mercato ristretto, ovvero della successiva variazione rilevante;

- ART. 1/17: le denunce indicate riguardano il comma 4, relativamente alla ritardata comunicazione, da parte degli amministratori, sindaci e direttori generali di società con azioni quotate in borsa, delle partecipazioni detenute direttamente o indirettamente nella società stessa, o in società da questa controllate, e il comma 6, relativamente all'omessa o ritardata comunicazione dei compensi percepiti nell'anno solare precedente da parte di amministratori e sindaci o revisori di società con titoli quotati in borsa;

- ART. 1/18 *quinquies*: i casi denunciati riguardano la violazione delle disposizioni in materia di annunci pubblicitari relativi a operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio.

D.P.R. 136/75

- ART. 14: riguardava ipotesi di falsità nella certificazione del bilancio di società quotate a carico degli amministratori di società di revisione.

Legge 77/83

- ART. 10 *quater*: riguardava l'attività di commercializzazione abusiva di quote di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari situati in altri paesi della Comunità assoggettati alle direttive 85/611 e 88/220.

Legge 1/91

- ART. 5, ultimo comma: la disposizione sanzionava penalmente l'esercizio abusivo dell'attività di promotore di servizi finanziari da parte di soggetti non iscritti all'albo;

- ART. 14, comma 1: la disposizione sanzionava penalmente l'esercizio abusivo dell'attività di intermediazione mobiliare.

D.Lgs. 415/96

- ART. 37: la disposizione sanzionava penalmente l'esercizio abusivo di servizi di investimento (comma 1), nonché la condotta di chi esercitava abusivamente l'attività di promotore finanziario (comma 3); il comma 2 conferiva alla Consob e alla Banca d'Italia la legittimazione a denunciare i fatti al P.M. ex art. 2409 c.c. nel caso di fondato sospetto che una società svolgesse abusivamente servizi di investimento;

- ART. 38: la norma sanziona penalmente la gestione infedele di patrimoni;

- ART. 39: la disposizione introduce una nuova fattispecie contravvenzionale destinata a sanzionare penalmente la violazione delle disposizioni concernenti la separazione di patrimoni.

Legge 15/80

- ART. 13: così come modificato dall'art. 2, comma 1, del D.L. 143/91 convertito con modificazioni nella legge 197/91 che prevede gli obblighi di identificazione e di registrazione delle operazioni di importo superiore a 20 milioni, o che sebbene frazionati, superino complessivamente tale limite, in quanto parti di un'unica operazione a carico dei dipendenti degli intermediari finanziari espressamente indicati.

D.Lgs. 84/92

- ART 15: il caso segnalato riguarda l'esercizio abusivo di attività riservate alle Sicav autorizzate dal Ministero del tesoro.

D.Lgs. 86/92

- ART 5: inizio commercializzazione Oic esteri in Italia senza autorizzazione.

D.Lgs. 385/93

- ART 130: concerne l'esercizio abusivo dell'attività di raccolta del risparmio tra il pubblico;

- ART 132: concerne l'esercizio abusivo dell'attività finanziaria di cui all'art. 106, comma 1.

Codice civile

- ART. 2621, comma 1: concernente ipotesi di false comunicazioni sociali relative alle condizioni economiche della società;

- ART. 2631: impone l'astensione dalle deliberazioni del consiglio di amministrazione in ipotesi di conflitto d'interessi nell'operazione oggetto della delibera.

Codice penale

- ART. 596 *bis*: diffamazione col mezzo della stampa; ART. 640: truffa; ART. 644: usura; ART. 646: appropriazione indebita. ART. 718: esercizio di giuochi d'azzardo.

Legge fallimentare

- ART. 216, comma 1, n. 2: bancarotta fraudolenta documentale; ART. 217, comma 1, n. 4: bancarotta semplice.

D.L. 429/82

- ART. 4, comma 1: la disposizione sanziona alcune tipologie di illecito fiscale.

D.Lgs. 58/98

- ART. 166, comma 1: la disposizione sanziona penalmente l'esercizio abusivo di servizi di investimento; il comma 2 conferisce alla Consob e alla Banca d'Italia la legittimazione a denunciare i fatti al P.M. ex art. 2409 c.c. nel caso di fondato sospetto che una società svolga abusivamente servizi di investimento.

- ART. 168: la disposizione sanziona penalmente la violazione delle disposizioni concernenti la separazione di patrimoni.

L'AMMINISTRAZIONE E IL BILANCIO DELLA CONSOB

Tavv. aXI.2 e aXI.3

La carriera direttiva superiore comprende le qualifiche di Direttore generale, Funzionario generale, Condirettore centrale, Direttore principale, Direttore e Condirettore. La carriera direttiva inferiore comprende le qualifiche di Primo funzionario, Funzionario di 1^a, Funzionario di 2^a. La carriera operativa comprende la qualifica di Coadiutore principale, Coadiutore, Assistente superiore, Assistente e vice Assistente.

GLOSSARIO

DI ALCUNI TERMINI UTILIZZATI NELLA RELAZIONE

Abuso di informazioni privilegiate

Reato compiuto da chi, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della partecipazione al capitale di una società, ovvero dell'esercizio di una funzione, anche pubblica, di una professione o di un ufficio:

- a) acquista, vende o compie altre operazioni, anche per interposta persona, su strumenti finanziari avvalendosi delle informazioni medesime;
- b) senza giustificato motivo, dà comunicazione delle informazioni, ovvero consiglia ad altri, sulla base di esse, il compimento di taluna delle operazioni di cui sopra (art. 180, comma 1, del D.Lgs. 58/98).

Individua altresì il reato compiuto da chi, avendo ottenuto, direttamente o indirettamente, informazioni privilegiate, acquista, vende o compie altre operazioni, anche per interposta persona, su strumenti finanziari avvalendosi delle ripetute informazioni (art. 180, comma 2, D.Lgs.58/98).

Aggiotaggio

Reato compiuto da chi divulga notizie false, esagerate o tendenziose, ovvero pone in essere operazioni simulate o altri artifici idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari o l'apparenza di un mercato attivo dei medesimi (art. 181, comma 1, D.Lgs. 58/98).

Amministrazione straordinaria

Provvedimento con cui il Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica, su proposta della Banca d'Italia o della Consob, ciascuna per le materie di propria competenza, dispone con decreto lo scioglimento degli organi con funzione di amministrazione e di controllo delle Sim, delle società di gestione del risparmio e delle Sicav (art. 56, comma 1, D.Lgs. 58/98). Il provvedimento è assunto quando:

- a) risultino gravi irregolarità nell'amministrazione ovvero gravi violazioni delle disposizioni legislative, amministrative o statutarie;
- b) siano previste gravi perdite del patrimonio della società;
- c) lo scioglimento sia richiesto con istanza motivata dagli organi amministrativi o dall'assemblea straordinaria ovvero dal commissario che abbia assunto la gestione della società ai sensi dell'art. 53 del D.Lgs. 58/98.

Le funzioni dei disciolti organi sono svolte da uno o più commissari e da un comitato di sorveglianza nominati dalla Banca d'Italia.

Il provvedimento può altresì essere assunto nei confronti delle succursali italiane di imprese di investimento extracomunitarie (art. 56, comma 2, del D.Lgs.58/98). La direzione della procedura e tutti gli adempimenti a essa connessi spettano alla Banca d'Italia.

Asta di apertura

Modalità di negoziazione, utilizzata nella fase iniziale delle contrattazioni quotidiane, che prevede l'immissione, la modifica e la cancellazione di proposte di negoziazione in un determinato intervallo temporale (pre-apertura e pre-asta), al fine della conclusione di contratti in un unico momento (apertura o asta definitiva) e a un unico prezzo (prezzo di apertura).

Ats (*Alternative Trading System*)

Circuiti di negoziazione, conosciuti anche come *Proprietary Trading Systems* (Pts) ovvero come *broker-dealer trading systems* (Bdts), che oltre a fornire servizi tradizionali non offerti dalle borse consentono agli investitori di eseguire automaticamente ordini di negoziazione. Tali sistemi sono utilizzati esclusivamente da investitori istituzionali e professionali e non sono solitamente utilizzabili né accessibili per gli investitori individuali. La loro caratteristica principale consiste nella possibilità di accedere direttamente alle contrattazioni senza la necessità di passare per intermediari specializzati.

Benchmark (V. Parametro oggettivo di riferimento)

Best execution

Negoziazione su uno strumento finanziario quotato in un mercato regolamentato al di fuori di esso e a condizioni di prezzo migliori di quelle disponibili sul mercato stesso. Costituisce una delle ipotesi di deroga all'obbligo di esecuzione delle negoziazioni nei mercati regolamentati previsto dal regolamento Consob 11768/98 in materia di mercati.

Black-Scholes (modello di)

Metodo di calcolo del valore teorico di un'opzione, basato sulle seguenti variabili: prezzo dell'attività sottostante, prezzo di esercizio, volatilità dell'attività sottostante, tasso di rendimento su un titolo privo di rischio, vita residua dell'opzione stessa.

Bonus share

Azioni da assegnare gratuitamente, in proporzione al capitale detenuto, ai sottoscrittori che hanno conservato per un periodo di tempo prefissato la quota acquistata al momento dell'offerta pubblica di vendita. Strumento abitualmente utilizzato nelle operazioni di privatizzazione, sia in Italia che all'estero, al fine di incentivare la stabilità degli assetti azionari.

Book di contrattazione; book di negoziazione; book

Designa l'insieme delle Proposte di Negoziazione (Pan) presenti sul mercato, in un dato momento e per ogni titolo, suddivise tra "lato delle compere" e "lato delle vendite", ordinate secondo priorità di prezzo e di tempo e in attesa di essere abbinate con nuove proposte con esse compatibili.

Borsa

L'ordinamento nazionale non contempla una definizione di borsa; nella relazione il termine è utilizzato come sinonimo di mercato.

La normativa comunitaria intende per borsa un mercato regolamentato che soddisfa le condizioni indicate nella direttiva 74/274/CEE.

Capitalizzazione di borsa

Valore che si ottiene sommando la capitalizzazione di tutti i titoli quotati.

Capitalizzazione di un titolo quotato

Valore che si ottiene moltiplicando il prezzo di mercato di un titolo per il numero di titoli emessi.

Capitalizzazione ordinaria

Valore che si ottiene sommando la capitalizzazione di tutte le azioni ordinarie quotate.

Cassa di compensazione e garanzia Spa

Società per azioni avente il compito di garantire il buon fine delle transazioni aventi ad oggetto strumenti derivati effettuate nei mercati regolamentati nazionali.

Clausola di blocco

Clausola contenuta in un patto di sindacato che prevede un diritto di prelazione a favore di ciascuno degli aderenti in caso di cessione di partecipazioni sindacate.

Collocamento istituzionale

Collocamento o quota di collocamento destinato a investitori di qualificata esperienza professionale.

Commissioni territoriali per l'albo dei promotori

Organi collegiali istituiti dalla Consob ai sensi del D.Lgs. 58/98 con il compito di deliberare le iscrizioni dei promotori finanziari negli elenchi territoriali, curare gli aggiornamenti dei detti elenchi, esercitare compiti di natura disciplinare nei confronti degli stessi promotori finanziari e assolvere alle altre funzioni a esse affidate dalla Consob; sostituiranno le Commissioni regionali e provinciali previste dalla legge 1/91 e dal D.Lgs. 415/96.

Il regolamento Consob 11522/98 ha previsto la formazione di 10 Commissioni territoriali.

Concentrazione del mercato

Indica la misura del posizionamento relativo di un'impresa all'interno di un settore.

Concentrazione delle negoziazioni

Formula con cui nella prassi ci si riferisce all'obbligo per gli intermediari, previsto dal regolamento Consob 11768/98, di eseguire o far eseguire le negoziazioni di strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati esclusivamente in detti mercati.

Concentrazione proprietaria

Indica la percentuale delle azioni di una società detenuta dal o dai soggetti che la controllano; è inversamente correlata al grado di apertura al mercato della società stessa.

Controllo di fatto

Esercizio, da parte di un unico soggetto, anche sulla base di accordi con altri soci, ovvero di contratti o clausole statutarie, di un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria di una società, quando tale soggetto non disponga della maggioranza assoluta dei diritti di voto sulla società stessa.

Controvalore degli scambi

Quantifica (nell'unità di misura rappresentata da una valuta) gli scambi di cui è stato oggetto un titolo azionario in un determinato periodo ed è dato dalla sommatoria dei prodotti dei quantitativi scambiati per i rispettivi prezzi di conclusione dei diversi contratti.

Dealer

Intermediario autorizzato a svolgere l'attività di negoziazione per conto proprio.

Delega di voto

Indica la possibilità, disciplinata dal D.Lgs. 58/98:

- a) per singoli azionisti che partecipino al capitale di una società quotata in misura non inferiore a un determinato ammontare (1 per cento o la minor misura stabilita dalla Consob) di richiedere ad altri azionisti il conferimento di deleghe di voto (cosiddetta sollecitazione). È prevista la predisposizione di un apposito prospetto;
- b) per le associazioni di azionisti (composte da almeno 50 persone fisiche ognuna delle quali proprietaria di un quantitativo di azioni non superiore allo 0,1 per cento del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto) di richiedere il conferimento di deleghe di voto ai propri associati.

Documento d'offerta

Documento redatto dal soggetto offerente in occasione di una offerta pubblica d'acquisto o di scambio, destinato alla pubblicazione, contenente le informazioni necessarie per consentire agli investitori di pervenire a un fondato giudizio sull'offerta.

Euribor

Tasso lettera sui fondi interbancari in Euro (*Euro interbank offered rate*).

Euro

Nome della moneta unica europea introdotta a far data dal 1° gennaio 1999.

Fescopol

Gruppo di coordinamento istituito dal Fesco per lo scambio di informazioni e la vigilanza sulle attività di intermediazione mobiliare; riunisce i responsabili della vigilanza di ciascuna Autorità aderente al Fesco.

Fib30

Contratto *future* sull'indice di borsa Mib30.

FibO30

Contratto di opzione sul *future* sull'indice Mib30.

Fiduciarie

Sim autorizzate alla prestazione del solo servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi, caratterizzate dalla possibilità di svolgere tale servizio anche mediante intestazione fiduciaria.

Fondo comune di investimento

Patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte da una società di gestione del risparmio (art. 1, comma 1, lett. j), D.Lgs. 58/98).

Fondo comune di investimento aperto

Fondo comune di investimento i cui partecipanti hanno diritto di chiedere, in qualsiasi tempo, il rimborso delle quote (art. 1, comma 1, lett. k), D.Lgs. 58/98).

Fondo comune di investimento chiuso

Fondo comune di investimento in cui il diritto al rimborso delle quote viene riconosciuto ai partecipanti solo a scadenze predeterminate (art. 1, comma 1, lett. l), D.Lgs. 58/98).

Fondo nazionale di garanzia

Istituzione avente lo scopo di tutelare i crediti vantati dalla clientela nei confronti dei soggetti autorizzati allo svolgimento dell'attività di intermediazione mobiliare (V. Sistemi di indennizzo). Interviene in caso di procedura concorsuale a carico di detti soggetti, rimborsando alla clientela una parte dei crediti accertati dalla procedura (art. 62 D.Lgs.58/98).

Fondi pensione

Forme di previdenza che si prefiggono l'erogazione di prestazioni assicurativo-previdenziali aventi natura integrativa o sostitutiva del trattamento pensionistico pubblico.

Fondi pensione aperti

Fondi a cui possono aderire tutti coloro per i quali non operino o non sussistano le fonti istitutive di cui all'art. 3 del D.Lgs. 124/93. Possono essere istituiti da banche, Sim, società di gestione del risparmio, imprese assicurative.

Fondi pensione negoziali

Noti anche come fondi pensione "chiusi", sono fondi istituiti, ai sensi dell'art. 3 del D.Lgs. 124/93, da contratti o accordi collettivi promossi da sindacati firmatari di contratti collettivi nazionali di lavoro; da accordi fra lavoratori, fra lavoratori autonomi o fra liberi professionisti promossi dai loro sindacati o associazioni di rilievo almeno regionale; da regolamenti di enti o aziende i cui rapporti di lavoro non sono disciplinati da contratti o accordi collettivi, anche aziendali; da accordi fra soci di cooperative di produzione e lavoro, promossi da associazioni nazionali di rappresentanza.

Forum of European Securities Commissions - Fesco

Associazione costituita nel 1998, cui aderiscono le Autorità di controllo dei mercati mobiliari dei 17 paesi dello Spazio Economico Europeo.

Future

Contratto standardizzato con cui le parti si impegnano a scambiarsi, a un prezzo predefinito e a una data prefissata valute, strumenti finanziari o beni reali.

Gestione collettiva del risparmio

Servizio disciplinato dal D.Lgs. 58/98 che si realizza attraverso:

- a) la promozione, l'istituzione e l'organizzazione di fondi comuni d'investimento e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti;
- b) la gestione del patrimonio di Oicr, di propria o altrui istituzione, mediante l'investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti o altri beni mobili o immobili.

Global coordinator

Intermediario finanziario che svolge il ruolo di coordinamento di tutte le istituzioni finanziarie che partecipano a un'offerta globale.

Green shoe

Clausola contenuta in un accordo di sottoscrizione che stabilisce che, in caso di eccesso di domanda, l'emittente possa autorizzare il sindacato di collocamento a incrementare la quantità offerta.

Impresa di investimento

La persona fisica o giuridica che esercita abitualmente una professione o un'attività consistente nel prestare a terzi un servizio di investimento a titolo professionale (art. 1, n. 2, direttiva 93/22/CEE).

Indicatore di liquidità e capitalizzazione - Ilc

Indicatore utilizzato per attribuire i pesi ai singoli titoli azionari al fine del calcolo degli indici di mercato; tiene contemporaneamente conto della capitalizzazione e del volume degli scambi

Informazione privilegiata

Informazione specifica, di contenuto determinato, di cui il pubblico non dispone, concernente strumenti finanziari o emittenti di strumenti finanziari, che, se resa pubblica, sarebbe idonea a influenzarne sensibilmente il prezzo.

Inoptato

I diritti di opzione che risultano non esercitati al termine del periodo previsto dall'art. 2441, comma 2, c.c..

Insiders

Soggetti che, in ragione della partecipazione al capitale di una società, ovvero all'esercizio di una funzione, anche pubblica, di una professione o di un ufficio, sono in una situazione di accesso privilegiato a informazioni rilevanti.

Insider trading (V. Abuso di informazioni privilegiate)

Insolvenza di mercato

Situazione di incapacità di far fronte alle obbligazioni di mercato in cui versa l'intermediario ammesso alle negoziazioni in un mercato regolamentato, un soggetto partecipante al servizio di compensazione e liquidazione delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari non derivati, o un soggetto partecipante ai sistemi di compensazione e garanzia delle operazioni aventi ad oggetto strumenti derivati.

International Organization of Securities Commissions - Iosco

Organizzazione internazionale che riunisce le Autorità di controllo dei mercati mobiliari di oltre 90 paesi.

Isoa

Contratto di opzione su singoli titoli azionari quotati.

Italian Derivatives Market - Idem

Mercato per la negoziazione degli strumenti finanziari previsti dall'art. 1, comma 2, lett. f) e lett. i), D.Lgs. 58/98 (per gli strumenti negoziati, V.: Fib30, FibO30, MibO30 e Isoa).

Lead manager

Intermediario finanziario che svolge, in qualità di capofila della parte pubblica o istituzionale del collocamento, funzioni di direzione e di coordinamento delle altre istituzioni finanziarie partecipanti al consorzio.

Liquidazione coatta amministrativa

Provvedimento con cui il Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica, su proposta della Banca d'Italia o della Consob, ciascuna per le materie di propria competenza, dispone con decreto la revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività e la messa in liquidazione delle Sim, delle società di gestione del risparmio e delle Sicav (art. 57, comma 1, D.Lgs. 58/98).

Il provvedimento, che può essere assunto anche quando sia in corso l'amministrazione straordinaria (V.) o la liquidazione secondo le norme ordinarie, è adottato quando le irregolarità nell'amministrazione ovvero le violazioni delle disposizioni legislative, amministrative o statutarie o le perdite previste siano di eccezionale gravità.

Le funzioni amministrative e di controllo sono svolte da uno o più commissari liquidatori e da un comitato di sorveglianza nominato dalla Banca d'Italia.

Il provvedimento può altresì essere assunto nei confronti delle succursali italiane di imprese di investimento extracomunitarie nonché, quando sia stata revocata l'autorizzazione all'attività da parte

dell'autorità competente dello Stato membro di origine, nei confronti delle succursali italiane di imprese di investimento comunitarie (art. 58 del D.Lgs. 58/98).

La direzione della procedura e tutti gli adempimenti a essa connessi spettano alla Banca d'Italia.

Manipolazione (V. Aggiotaggio)

Market makers

Intermediari tenuti a esporre continuamente, al fine di garantire liquidità e spessore al mercato, proposte di acquisto e di vendita di strumenti finanziari, impegnandosi a concludere eventuali transazioni.

Memorandum of understanding - Mou

Accordo di cooperazione concluso tra Autorità di vigilanza al fine di agevolare l'esercizio delle rispettive funzioni.

Mercati regolamentati

Mercati di strumenti finanziari, organizzati e gestiti da apposite società di gestione (V.), autorizzati dalla Consob in presenza di altri requisiti. Sono iscritti in un elenco tenuto dalla Consob (art. 63 D.Lgs. 58/98).

Mercato dei blocchi

Termine con cui nella prassi ci si riferisce all'insieme delle negoziazioni, aventi ad oggetto strumenti finanziari trattati nei mercati regolamentari, di controvalore superiore a quello fissato dalla Consob con regolamento 11768/98, eseguite fuori di detti mercati.

Mercato dei premi - Mpr

Il comparto della borsa in cui si negoziano i contratti a premio relativi ad azioni.

Mercato italiano dei futures - Mif

Mercato gestito dalla Mif Spa sul quale sono negoziati i *futures* su titoli di Stato.

Mercato ristretto

Mercato regolamentato istituito dalla legge 23 febbraio 1977, n. 49, in cui si negoziano contratti di compravendita relativi ad azioni, obbligazioni, *warrants* e diritti di opzione, non ammessi alla quotazione ufficiale di borsa.

Mercato telematico azionario - Mta

Il comparto della Borsa in cui si negoziano contratti di compravendita relativi ad azioni, obbligazioni convertibili, *warrants*, *covered warrants*, diritti di opzione e quote di fondi mobiliari e immobiliari chiusi quotati in borsa. Gli altri due comparti della Borsa sono il Mercato telematico delle obbligazioni e dei titoli di Stato (V.) e il Mercato dei premi (V.).

Mercato telematico delle obbligazioni e dei titoli di Stato - Mot

Il comparto della borsa in cui si negoziano obbligazioni diverse da quelle convertibili e titoli di Stato.

Mercato telematico delle opzioni - Mto

Mercato gestito dalla Mif Spa sul quale sono negoziate opzioni su *futures* e titoli di Stato.

Metodo dei diritti

Offerta in opzione, nell'ambito di un aumento di capitale, delle azioni di nuova emissione agli azionisti esistenti e ai possessori di obbligazioni convertibili, in proporzione al numero delle azioni possedute (o, nel caso di obbligazioni convertibili, sulla base del rapporto di cambio), ai sensi dell'art. 2441 c.c..

Mib30

Indice rappresentativo dei corsi dei 30 titoli azionari trattati sul Mta che presentano più elevati valori dell'indicatore Ilc. La composizione dell'indice viene rivista almeno semestralmente.

MibO30

Contratto di opzione sull'indice Mib30.

Midex

Indice rappresentativo dei corsi dei 30 titoli azionari di media capitalizzazione e liquidità trattati sul Mta (ossia i secondi trenta titoli in base all'Ilc). La composizione dell'indice viene rivista almeno semestralmente.

Monte Titoli Spa

Istituto per la custodia e l'amministrazione accentrata di valori mobiliari.

Nuovo Mercato

Mercato destinato alla negoziazione di azioni ordinarie di emittenti nazionali ed esteri ad alto potenziale di sviluppo gestito dalla Borsa Italiana Spa.

Obbligazioni strutturate

Obbligazioni il cui rimborso e/o la cui remunerazione dipendono in tutto o in parte, secondo meccanismi che equivalgono all'assunzione di posizioni in strumenti finanziari derivati, dal valore o dall'andamento del valore di prodotti finanziari, tassi di interesse, valute, merci e relativi indici, nonché obbligazioni il cui rimborso e/o la cui remunerazione dipendono in tutto o in parte dal verificarsi di determinati eventi o condizioni.

Offerta di sottoscrizione

Offerta relativa ad azioni di nuova emissione.

Offerta di vendita - Opv

Offerta relativa ad azioni già esistenti.

Offerta pubblica di scambio - Ops

Offerta pubblica di acquisto avente come corrispettivo strumenti finanziari.

Opa incrementale

Offerta pubblica di acquisto obbligatoria promossa, ai sensi dell'art. 10, comma 8, della legge 149/92, da chi, detenendo una quota dei diritti di voto di una società quotata in borsa o ammessa alle negoziazioni nel mercato ristretto pari alla metà della partecipazione di controllo o di maggioranza relativa, abbia aumentato tale quota di un quinto, ovvero in misura superiore al 2 per cento del capitale sociale, in un arco di 12 mesi. La legge 149/92 è stata abrogata dal D.Lgs. 58/98 (art. 214, comma 1, lett. ee).

Opa preventiva

Offerta pubblica di acquisto avente ad oggetto almeno il 60 per cento delle azioni ordinarie di una società italiana quotata in un mercato regolamentato italiano, promossa ai sensi dell'art. 107 del D.Lgs. 58/98. Nel periodo di vigenza della legge 149/92, per Opa preventiva si intendeva un'offerta pubblica promossa al fine di acquisire, direttamente o indirettamente, il controllo di una società quotata in borsa o ammessa alle negoziazioni nel mercato ristretto.

Opa residuale

Offerta pubblica di acquisto promossa da chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al 90 per cento delle azioni con diritto di voto di una società italiana quotata in un mercato regolamentato italiano, ai sensi dell'art. 108 del D.Lgs. 58/98. Nel periodo di vigenza della legge 149/92, per Opa residuale si intendeva l'offerta promossa da chi, direttamente o indirettamente, avesse acquisito il controllo di una società quotata in borsa o ammessa alle negoziazioni nel mercato ristretto, nel caso in cui il flottante della società divenisse inferiore al 10 per cento o al minor limite stabilito dalla Consob.

Opa successiva

Offerta pubblica obbligatoria totalitaria promossa ai sensi dell'art. 106 del D.Lgs. 58/98 da chiunque, a seguito di acquisti a titolo oneroso, venga a detenere una quota dei diritti di voto di una società italiana quotata in un mercato regolamentato italiano superiore al 30 per cento. Nel periodo di vigenza della legge 149/92, per Opa successiva si intendeva l'offerta obbligatoria promossa da chiunque avesse acquisito il controllo o la maggioranza relativa dei diritti di voto di una società quotata in borsa o ammessa alle negoziazioni nel mercato ristretto.

Opa volontaria

Offerta pubblica di acquisto non obbligatoria e non volta all'acquisizione del controllo della società quotata emittente i titoli oggetto dell'offerta.

Operatore specialista

Intermediario tenuto a esporre, in presenza di date condizioni, ordini in acquisto e in vendita su un determinato titolo, al fine di migliorarne la liquidità e ridurre la volatilità.

Opzione

Contratto in base al quale una parte acquisisce il diritto ad acquistare (opzione *call*) o vendere (opzione *put*) un'attività finanziaria a un dato prezzo, entro (opzione americana) o a una data scadenza (opzione europea).

Orden-driven

Sistema di contrattazione alimentato da ordini a prezzo limitato in acquisto o in vendita, immessi da intermediari abilitati, in conto proprio o in conto terzi, incrociati in maniera automatica secondo date regole di priorità, e da ordini a prezzo di mercato incrociati con i migliori ordini a prezzo limitato presenti in un dato istante nel sistema.

Organismi di investimento collettivo del risparmio - Oicr

I fondi comuni di investimento e le Sicav.

Parametro oggettivo di riferimento - *Benchmark*

Indice di riferimento di una gestione patrimoniale, individuale o collettiva, da comunicare all'investitore e da utilizzarsi ai fini della verifica dei risultati della gestione stessa. Deve essere coerente con i rischi connessi alla gestione e deve essere costruito facendo riferimento a indicatori finanziari elaborati da soggetti terzi e di comune utilizzo.

Partecipazione rilevante

Partecipazione in una società quotata in misura superiore al 2 per cento del capitale, oppure partecipazione di società con azioni quotate in società non quotata o in una società a responsabilità limitata in misura superiore al 10 per cento del capitale.

Poteri speciali

Poteri di veto e di gradimento di cui lo Stato dispone, normalmente in via transitoria, al fine di tutelare interessi pubblici nelle operazioni di privatizzazione (art. 2 D.L. 332/94 convertito in legge 474/94).

Prezzo *cum*

Prezzo di un'azione che incorpora il valore del diritto di opzione (V. Metodo dei diritti).

Prezzo *ex*

Prezzo dell'azione successivo allo stacco della cedola.

Prodotti finanziari

Gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria (art. 1, comma 1, lett. u), D.Lgs. 58/98).

Promotori finanziari

Soggetti individuati dalla legge per lo svolgimento dell'attività di offerta fuori sede di strumenti finanziari. Sono iscritti all'albo tenuto dalla Consob ed esercitano professionalmente tale attività, in qualità di dipendente, agente o mandatario, con un vincolo di monomandato, ossia nell'interesse esclusivo di un solo soggetto abilitato.

Prospetto informativo

Documento redatto da coloro che intendono effettuare una sollecitazione all'investimento, contenente le informazioni necessarie affinché gli investitori possano pervenire a un fondato giudizio sulla

situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società emittente i prodotti finanziari oggetto della sollecitazione (art. 94 D.Lgs. 58/98).

Quote-driven

Sistema di contrattazione alimentato da proposte in acquisto e in vendita immesse da *market makers* o da intermediari abilitati che operano in conto proprio.

Relazione motivata

Documento trasmesso, ai sensi dell'art. 186 del D.Lgs. 58/98, dal Presidente della Consob al pubblico ministero al termine dell'attività di accertamento delle ipotesi di reato di *insider trading* e di aggio.

Rome interbank offered rate - Ribor

Tasso d'interesse calcolato come media semplice delle 10 migliori quotazioni lettera, di importo superiore a 5 miliardi, rilevate a mezzogiorno sul mercato interbancario dei depositi.

Rischio sistemico

Rischio che l'insolvenza o il fallimento di uno o più intermediari si trasmetta ad altri operatori con conseguenze per la stabilità dell'intero sistema finanziario.

Scambi organizzati

Insieme di regole e di strutture, anche automatizzate, che consente in via continuativa o periodica di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di strumenti finanziari e di dare esecuzione a dette proposte (comunicazione 98097747/98).

Sconto di emissione

Differenza percentuale tra ultimo prezzo *cum* e prezzo di sottoscrizione, nel caso di aumento di capitale.

Servizi accessori

Indica le attività di: custodia e amministrazione di strumenti finanziari; locazione di cassette di sicurezza; concessione di finanziamenti agli investitori per consentire loro di effettuare un'operazione relativa a strumenti finanziari, nella quale interviene il soggetto che concede il finanziamento; consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria, di strategia industriale e di questione connesse, nonché consulenza e servizi concernenti le concentrazioni e l'acquisto di imprese; servizi connessi all'emissione o al collocamento di strumenti finanziari, ivi compresa l'organizzazione e la costituzione di consorzi di garanzia e collocamento; consulenza in materia di investimenti in

strumenti finanziari; intermediazione in cambi, quando collegata alla prestazione di servizi di investimento (art. 1, comma 6, D.Lgs. 58/98).

Servizi di investimento

Indica, quando hanno per oggetto strumenti finanziari, le attività di: negoziazione per conto proprio; negoziazione per conto terzi; collocamento, con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi; ricezione e trasmissione di ordini nonché mediazione (art. 1, comma 5, D.Lgs. 58/98).

Sistemi di indennizzo

Garantiscono gli investitori nei loro rapporti con gli intermediari per quanto riguarda la copertura dei crediti derivanti dall'obbligo dell'intermediario di rimborsare i fondi, nonché gli strumenti finanziari, dovuti o appartenenti agli investitori e detenuti, amministrati o gestiti per loro conto. V. anche Fondo Nazionale di garanzia.

Società bersaglio

Società quotata i cui titoli sono oggetto di una scalata ostile.

Società di gestione di mercati regolamentati - Società mercato

Soggetto al quale è riservata l'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari.

Società di intermediazione mobiliare - Sim

Le società, diverse dalle banche e dagli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 del Testo unico bancario, aventi sede legale e direzione generale in Italia, autorizzate alla prestazione di servizi di investimento ai sensi del D.Lgs. 58/98.

Società di investimento a capitale variabile - Sicav

Organismi di investimento collettivo del risparmio, disciplinati dal D.Lgs. 58/98, costituiti in forma di società per azioni a capitale variabile aventi per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio mediante l'offerta al pubblico delle proprie azioni.

Società *target* (V. Società bersaglio)

Soggetti abilitati

Indica i soggetti - imprese di investimento, società di gestione del risparmio, Sicav, intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del Testo unico bancario e banche - autorizzati all'esercizio dei servizi di investimento (art. 1, comma 1, lett. r), D.Lgs. 58/98).

Specialista (V. Operatore specialista)

Sponsor

Intermediario che collabora con l'emittente nella procedura per l'ammissione a quotazione di strumenti finanziari e si impegna a garantire la qualità delle informazioni prodotte dall'emittente.

Stock option

Forma di remunerazione dei dipendenti, utilizzata per lo più da società quotate, realizzata tramite l'assegnazione di opzioni per l'acquisto di azioni della società.

Strike price

Prezzo di esercizio di un'opzione.

Strumenti derivati

Indica: i contratti *futures* su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su mercati e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; i contratti di scambio a pronti e a termine (*swaps*) su tassi di interesse, su valute, su merci, nonché su indici azionari (*equity swaps*), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; i contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi di interesse, a valute, a merci e ai relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; i contratti di opzione per acquistare o vendere strumenti finanziari e i relativi indici, nonché i contratti di opzione su valute, su tassi di interesse, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; le combinazioni di contratti o di strumenti finanziari.

Strumenti finanziari

Indica: le azioni e gli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali; le obbligazioni, i titoli di Stato e gli altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali; le quote di fondi comuni di investimento; i titoli normalmente negoziati sul mercato monetario; qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permetta di acquisire gli strumenti precedenti; i contratti *futures* su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; i contratti di scambio a pronti e a termine (*swaps*) su tassi di interesse, su valute, su merci, nonché su indici azionari (*equity swaps*), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali

in contanti; i contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi di interesse, a valute, a merci e ai relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; i contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti sopra indicati e i relativi indici, nonché i contratti di opzione su valute, su tassi di interesse, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; le combinazioni di contratti o di titoli precedentemente indicati.

Struttura proprietaria

Indica gli assetti proprietari ovvero le quote di partecipazione diretta e indiretta nel capitale di una società.

Tippee

Chiunque abbia, direttamente o indirettamente, ottenuto le informazioni privilegiate dagli *insiders* (V.).

Underpricing

Nel caso di offerte finalizzate all'ammissione a quotazione, la variazione percentuale tra il prezzo di mercato, riferito a una certa data, e il prezzo di offerta, corretta per la variazione dell'indice di borsa.

Venture capital

Forma di finanziamento, a titolo di capitale di rischio, generalmente ottenuta da imprese giovani o di nuova costituzione operanti in settori a elevata crescita, concessa da investitori istituzionali specializzati.

Volatilità

Misura la variabilità del prezzo o dei rendimenti rispetto alla media, all'interno di un periodo temporale.

SIGLARIO

Aem	Azienda Elettrica Milanese
Amga	Azienda Mediterranea Gas e Acqua
Apb	Accounting Principle Board
Ats	<i>Alternative Trade System</i>
Bnl	Banca Nazionale del Lavoro
Btp	Buoni del tesoro poliennali
c.c.	Codice civile
Cda	Consiglio di amministrazione
CEE	Comunità Economica Europea
Cmf	Conseil des Marchés Financiers
Cob	Commission des Opérations de Bourse
Comit	Banca Commerciale Italiana
c.p.	Codice penale
c.p.c.	Codice di procedura civile
c.p.p.	Codice di procedura penale
Credit	Credito Italiano
D.L.	Decreto legge
D.Lgs.	Decreto legislativo
D.M.	Decreto ministeriale
D.P.R.	Decreto del Presidente della Repubblica
Dtb	Deutsche Terminen Börse
Ebit	<i>Earnings before interests and taxes</i>
Ecu	<i>European currency unit</i>
Eni	Ente Nazionale Idrocarburi
Euribor	Euro Interbank Offered Rate
Fefsi	Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement
Fesco	Forum of European Securities Commissions
Fib30	<i>Future</i> sull'indice di borsa Mib30
FibO30	Opzione sul Fib30
Fsa	Financial Services Authority
G7	Gruppo dei sette principali paesi industriali
HLIs	High Leveraged Institutions
Ltcm	Long Term Capital Management
Iais	International Association of Insurance Supervisors
Ias	International Accounting Standards
Iasc	International Accounting Standards Committee

Idem	Italian Derivatives Market
Ilc	Indicatore di liquidità e capitalizzazione
Imi	Istituto Mobiliare Italiano
Ina	Istituto Nazionale Assicurazioni
Iosco	International Organization of Securities Commissions
Iri	Istituto per la Ricostruzione Industriale
Isoa	<i>Individual Stock Option</i> , dove α indica il singolo titolo azionario
Ipo	<i>Initial Public Offering</i>
Mibtel	Indice azionario generale della borsa valori di Milano
Mib30	Indice azionario della borsa valori di Milano relativo ai principali 30 titoli
MibO30	Opzione sull'indice azionario Mib30
Midex	Indice dei titoli a media capitalizzazione
Mif	Mercato italiano dei <i>futures</i>
Mot	Mercato obbligazionario telematico
Mpr	Mercato dei premi
Msp	Mercato delle spezzature
Mta	Mercato telematico delle azioni
Mto	Mercato telematico delle opzioni
Mts	Mercato telematico dei titoli di Stato
Ocse	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico
Oicr	Organismi di investimento collettivo del risparmio
Opa	Offerta pubblica di acquisto
Ops	Offerta pubblica di sottoscrizione
Opse	Offerta pubblica di scambio
Opv	Offerta pubblica di vendita
P.A.	Pubblica Amministrazione
Ribor	Rome Interbank Offer Rate
Roa	<i>Return on assets</i>
Roe	<i>Return on equity</i>
Sas	Società in accomandita semplice
Scarl	Società cooperativa a responsabilità limitata
Sec	Securities and Exchange Commission
Sfas	Statement of Financial Accounting Standard
Sgr	Società di gestione del risparmio
Sicav	Società di investimento a capitale variabile
Sim	Società di intermediazione mobiliare
Spa	Società per azioni
Srl	Società a responsabilità limitata
Tasc	Technical Accounting Sub-Committee
Tar	Tribunale amministrativo regionale

UIC	Ufficio Italiano dei Cambi
UE	Unione Europea
Vsd	Valido sino a data
Wto	World Trade Organization

INDICE DEI RIQUADRI

1.	<i>Strumenti di difesa nelle acquisizioni e discrezionalità degli organi di controllo: il caso della Francia e del Regno Unito</i>	52
2.	<i>La disciplina delle sollecitazioni all'investimento</i>	55
3.	<i>La distribuzione delle partecipazioni rilevanti per soggetto dichiarante e per settore</i>	64
4.	<i>I passaggi di controllo seguiti da Opa successiva nel periodo di vigenza della legge 149/92</i>	70
5.	<i>Le caratteristiche delle società neoquotate</i>	76
6.	<i>Underpricing e "qualità" dei prospetti informativi</i>	80
7.	<i>Gli aumenti di capitale e il mercato dei diritti di opzione</i>	82
8.	<i>La contabilizzazione delle stock options nella disciplina Usa</i>	94
9.	<i>L'armonizzazione delle regole contabili e di revisione</i>	98
10.	<i>I rendimenti del mercato azionario italiano nel 1998</i>	106
11.	<i>I poteri della Consob in un confronto internazionale</i>	148
12.	<i>Le attività del Joint Forum on Financial Conglomerates</i>	152

INDICE

PARTE PRIMA

RELAZIONE AL MINISTRO DEL TESORO, DEL BILANCIO E DELLA PROGRAMMAZIONE ECONOMICA	7
I. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E IL MERCATO	
<i>L'andamento dei settori di interesse dell'Istituto</i>	9
<i>Il Testo unico e la regolamentazione secondaria</i>	10
<i>Il controllo sull'informativa</i>	11
<i>La vigilanza sulle società di gestione dei mercati e sugli operatori</i>	12
<i>Le relazioni internazionali</i>	13
<i>La gestione e l'amministrazione dell'Istituto</i>	13
II. LINEE DI INDIRIZZO E QUESTIONI APERTE	
<i>La normativa sull'abuso di informazioni privilegiate e sull'agiotaggio</i>	18
<i>Internet</i>	19
<i>Le norme in materia di privatizzazioni</i>	20
<i>La partecipazione ai lavori della Commissione di studio per la riforma del diritto societario</i>	22
<i>La competitività dei mercati regolamentati e l'organizzazione della vigilanza</i>	23
DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO	27
<i>Il compito del regolatore in un mercato globale</i>	29
<i>Il Testo unico e i regolamenti della Consob: risultati e prospettive</i>	31
<i>La riforma del diritto societario</i>	32

<i>I mercati e le imprese</i>	34
<i>L'evoluzione del controllo delle società quotate</i>	36
<i>La vigilanza e i poteri della Consob</i>	38
<i>La Consob Autorità indipendente</i>	41

PARTE SECONDA

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

I.	<i>L'ATTUAZIONE DEL TESTO UNICO DELLE DISPOSIZIONI IN MATERIA DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA</i>	
	<i>Gli obiettivi dell'attività regolamentare</i>	49
	<i>La disciplina degli emittenti</i>	50
	<i>La disciplina degli intermediari</i>	56
	<i>La disciplina dei mercati</i>	59
II.	<i>LA PROPRIETÀ DELLE SOCIETÀ QUOTATE</i>	
	<i>La struttura proprietaria e il controllo delle società quotate</i>	62
	<i>I trasferimenti del controllo e le Opa su società quotate</i>	67
	<i>Le privatizzazioni di società quotate</i>	71
III.	<i>LA SOLLECITAZIONE ALL'INVESTIMENTO</i>	
	<i>Le offerte finalizzate all'ammissione a quotazione</i>	74
	<i>Gli intermediari nei collocamenti e nelle offerte iniziali</i>	76
	<i>Gli aumenti di capitale delle società quotate e le operazioni di finanza straordinaria</i>	80
	<i>Le operazioni di sollecitazione relative a titoli non quotati</i>	86

IV.	<i>L'INFORMAZIONE SUGLI EMITTENTI QUOTATI</i>	
	<i>I controlli sull'informazione continua</i>	89
	<i>I controlli sull'informazione contabile e periodica</i>	90
	<i>I controlli interni</i>	95
	<i>L'attività interpretativa e regolamentare</i>	97
V.	<i>LE SOCIETÀ DI REVISIONE</i>	
	<i>Il mercato della revisione contabile</i>	101
	<i>L'attività delle società di revisione e i controlli</i>	103
VI.	<i>I MERCATI REGOLAMENTATI</i>	
	<i>Il mercato di borsa e dei derivati</i>	106
	<i>L'attività di controllo sul mercato di borsa e dei derivati</i>	110
	<i>L'attività di controllo sulle società di gestione dei mercati regolamentati</i>	111
VII.	<i>L'ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE E L'AGGIOTAGGIO</i>	
	<i>Le modifiche alla disciplina</i>	115
	<i>Le metodologie di indagine</i>	116
	<i>I risultati delle indagini</i>	116
	<i>Gli esiti delle relazioni inviate all'Autorità Giudiziaria</i>	119
	<i>Alcune tipologie di abuso di informazioni privilegiate e di aggioaggio su strumenti finanziari</i>	120
VIII.	<i>GLI INTERMEDIARI MOBILIARI</i>	
	<i>Andamenti e struttura del settore</i>	123
	<i>L'attività di vigilanza</i>	128
	<i>I provvedimenti cautelari e sanzionatori</i>	131
	<i>I sistemi di indennizzo</i>	133
	<i>La vigilanza sui promotori finanziari</i>	135

	<i>L'attività interpretativa</i>	136
IX.	IL CONTROLLO GIURISDIZIONALE	
	<i>Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza</i>	139
	<i>La verifica in sede giurisdizionale dei comportamenti dell'Istituto</i>	140
	<i>Le segnalazioni di ipotesi di reato</i>	143
	<i>L'attività di supporto all'Autorità Giudiziaria</i>	145
X.	LE RELAZIONI INTERNAZIONALI	
	<i>La cooperazione internazionale</i>	147
	<i>Le iniziative in ambito internazionale</i>	150
	<i>I primi interventi del Fesco</i>	154
XI.	L'AMMINISTRAZIONE E IL BILANCIO DELLA CONSOB	
	<i>La gestione finanziaria</i>	155
	<i>L'organizzazione interna e le risorse umane</i>	158
	<i>Le relazioni con l'esterno</i>	159
	APPENDICE	
	<i>Indice delle tavole</i>	163
	<i>Tavole statistiche</i>	167
	<i>Note metodologiche</i>	213
	<i>Glossario</i>	221
	<i>Siglaro</i>	239