

SENATO DELLA REPUBBLICA

————— VII LEGISLATURA —————

6^a COMMISSIONE

(Finanze e tesoro)

INDAGINE CONOSCITIVA SUL FUNZIONAMENTO DELLE BORSE VALORI IN ITALIA

(articolo 48 del Regolamento)

Resoconto stenografico

6^a SEDUTA

MERCOLEDÌ 11 MAGGIO 1977

Presidenza del Presidente SEGNANA

INDICE DEGLI ORATORI

PRESIDENTE	Pag. 127, 133, 140 e <i>passim</i>	BAFFI	Pag. 133, 148, 149 e <i>passim</i>
ALETTI (DC)	146, 147, 151 e <i>passim</i>	STAMMATI, ministro del tesoro	127, 147, 152 e <i>passim</i>
GRASSINI (DC)	143, 144, 146 e <i>passim</i>		
LUZZATO CARPI (PSI)	144		
VISENTINI (PRI)	140, 144, 149 e <i>passim</i>		

6^a COMMISSIONE

6° RESOCONTO STEN. (11 maggio 1977)

Intervengono, a norma dell'articolo 48 del Regolamento, il ministro del tesoro Stammati ed il governatore della Banca d'Italia Baffi.

Le seduta ha inizio alle ore 10.

ASSIRELLI, segretario, legge il processo verbale della seduta precedente, che è approvato.

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca il seguito dell'indagine conoscitiva sul funzionamento delle Borse valori in Italia: audizione del Ministro del tesoro e del Governatore della Banca d'Italia.

Nel rivolgere il più cordiale saluto al ministro del tesoro Stammati ed al governatore della Banca d'Italia Baffi, nonché un ringraziamento per aver accolto il nostro invito, ricordo loro che l'indagine conoscitiva sulle Borse valori iniziò durante la passata legislatura; furono allora ascoltati numerosi rappresentanti di enti e di categorie e furono acquisiti materiali particolarmente interessanti. Nel riprendere l'indagine in questa legislatura, abbiamo chiesto alle persone interpellate nella precedente di fornire eventuali ulteriori elementi ed abbiamo programmato una nuova serie di audizioni. Abbiamo così ritenuto di dover sentire due società di revisione e di certificazione; dei docenti universitari (infatti hanno preso parte ai nostri lavori i professori Cesarini e Mignoli). Inoltre sono stati invitati i rappresentanti della Confapi, del Comitato della piccola e media industria, della Confindustria e, la scorsa settimana abbiamo ascoltato il professor Miconi, il professor Masera e il dottor Squilante in rappresentanza della CONSOB. Soprattutto nell'ultima audizione i rappresentanti della CONSOB hanno evidenziato l'esigenza di apportare modifiche alla legge n. 216, sottoponendo a tal fine, alla Commissione, proposte precise. Sarà cura di questa Presidenza far pervenire tale materiale al Ministro del tesoro in maniera che possa tenerne conto nel caso in cui ritenga di dover presentare un provvedimento legislativo di modifica della legge.

Ciò detto, cedo senz'altro la parola al ministro Stammati.

S T A M M A T I, ministro del tesoro. Anche a nome del Governatore della Banca d'Italia desidero ringraziare lei, signor Presidente, ed i componenti della Commissione finanze e tesoro del Senato per l'invito rivoltoci. Mi sono domandato, in realtà, quale contributo potessi dare ad una più approfondita conoscenza dei problemi della Borsa, essendo qui presenti operatori, studiosi, esperti che certamente conoscono la materia con molta cognizione di causa e particolari approfondimenti di carattere tecnico. Per quanto riguarda la parte più squisitamente tecnica, mi riferisco al senatore Aletti che, in materia, è certamente signore e *dominus*. Ad ogni modo, porterò alcune riflessioni all'attenzione della Commissione.

Ho ritenuto opportuno di condensare, tanto per non rimanere nel vago, alcuni dati in cinque tabelle; quindi, la mia esposizione sarà essenzialmente un'illustrazione delle stesse. Tengo a precisare, inoltre, che copia della relazione e delle tabelle, l'ho consegnata alla Segreteria della Commissione affinché possa essere distribuita.

Desidero tuttavia fare, prima di tutto, alcune considerazioni di carattere preliminare.

La Borsa, come loro sanno, è un mercato; quindi, come tutti i mercati, è un fatto istituzionale. Appena si esce dall'ipotesi, più teorica che storica, di una economia puramente alla Robinson Crusoe e ci addentriamo in una economia di mercato, si trovano fattori di carattere istituzionale che regolano tutti i mercati, a cominciare da quello monetario e, conseguentemente, anche quello dei titoli, che sono trattati in Borsa. Ovviamente, i fattori istituzionali hanno grande rilevanza ed è per questo che l'indagine conoscitiva sulle Borse assume una importanza particolare. Ma, al di sotto dei fattori istituzionali, vi sono dei fattori di carattere economico e di carattere giuridico più vasti. Sono anche convinto, per esempio, che una premessa alla riforma del regime delle Borse valori è rappresentata da quella grande « incompiuta » che è la legge sulle società

per azioni; ed ancora le leggi anti-*trust* ricordate ed invocate anche dal presidente della Confindustria.

Passando più concretamente al mercato azionario propriamente detto, ricordo che quello italiano risulta caratterizzato da alcuni elementi particolari: la ristrettezza del numero e del valore del capitale delle società rispetto all'universo delle imprese; la modestia dei flussi di capitale di rischio; la scarsa presenza di investitori istituzionali e, anche, la grande variabilità dei prezzi delle azioni. In particolare, questa variabilità è causata soprattutto dall'inadeguatezza e dalla segmentazione delle informazioni sull'attività delle aziende. La legge n. 216 ha in parte cercato di ovviare a questo inconveniente. Ma è certo che il cammino per risolvere completamente il problema è ancora molto lungo.

Bisogna tener presente, quindi, alcuni fattori di carattere economico come la riduzione del tasso di profitto, che ha coinciso con l'inizio degli anni '70 e si è ripercossa con un forte aumento del livello dei debiti nei bilanci delle imprese, nonché in ampie perdite nel valore dei patrimoni costituiti da azioni. Negli ultimi anni, le diagnosi sulla disfunzione del mercato azionario, quale mezzo di approvvigionamento del capitale di rischio e luogo in cui la negoziabilità dei capitali azionari si realizza, sono state approfondite e numerose. Numerose sono state anche le terapie via via proposte per restituire una capacità d'intermediazione a questo mercato, in linea con le esigenze di finanziamento dello sviluppo della economia.

In questo contesto le audizioni promosse dalla Commissione nell'ambito dell'indagine conoscitiva costituiscono momenti di particolare interesse.

Alcune di queste proposte hanno raggiunto lo stadio della realizzazione, altre stanno compiendo l'iter tecnico-amministrativo, altre ancora quello legislativo. Le diverse misure adottate e quelle allo studio coprono essenzialmente il campo della funzionalità del mercato (maggiore volume degli scambi, limitazione all'attività differenziale, significatività dei prezzi in relazione alla reale

situazione delle società), delle garanzie degli investitori (maggiore frequenza e completezza dell'informazione, equità di posizione fra grandi e piccoli investitori) e del trattamento fiscale dei redditi dei patrimoni azionari (eliminazione delle discriminazioni sui redditi derivanti dalla ricchezza finanziaria).

Appare evidente che i miglioramenti di « ingegneria finanziaria e fiscale » producono effetti momentanei e, pertanto, non sono sufficienti a far crescere stabilmente l'offerta di capitale di rischio sul nostro mercato, essendo questa fortemente dipendente dalle aspettative di profitto delle imprese. È però opportuno cogliere il momento attuale, nel quale i problemi del finanziamento delle imprese sono oggetto di un serrato dibattito negli ambienti professionali e nell'opinione pubblica per migliorare tecnicamente il funzionamento del mercato, cioè di provvedere al perfezionamento istituzionale del mercato nel quale vengono svolte queste negoziazioni.

In tal modo sarà possibile evitare che, al manifestarsi dell'inversione di tendenza nella formazione del tasso di profitto, le imprese incontrino le tradizionali strozzature nel canale di approvvigionamento del capitale di rischio; sarà cioè possibile evitare che si inneschi un circolo vizioso alimentato alternativamente da problemi di natura reale dell'economia dell'impresa e da carenze strutturali dei mercati.

L'esame dell'evoluzione di lungo periodo e delle tendenze recenti della domanda e dell'offerta di capitale di rischio consentirà di individuare le cause delle attuali difficoltà e di indicare le vie per tentare il superamento delle stesse. Cominciamo a considerare che gli aumenti di capitale a pagamento effettuati dalle società per azioni quotate in Borsa e da quelle non quotate sono cresciuti in valore assoluto da 500 miliardi annui nel decennio 1960-69 a 1.400 miliardi nel periodo 1970-76.

La ripartizione tra società quotate, in prevalenza di grande dimensione, e società non quotate mostra come la quota preponderante di emissioni abbia riguardato le società del secondo tipo, che effettuano le operazio-

ni sul capitale rivolgendosi pressochè esclusivamente a persone e gruppi dell'ambito sociale: mentre per le società quotate le emissioni di azioni a pagamento sono passate da 120 miliardi l'anno, negli anni '60, a 210 negli anni '70, per quelle non quotate il volume di emissioni è cresciuto, negli stessi periodi, da 370 a 1.210 miliardi. È evidente la sproporzione esistente fra questi due comparti.

L'aumento del grado di indebitamento avvenuto nel corso degli anni '60 si era riflesso positivamente sull'attività di investimento, attraverso un abbassamento del costo del capitale, per effetto del più favorevole trattamento fiscale previsto per i debiti, rispetto al capitale di rischio. All'inizio degli anni '70, però, lo squilibrio raggiunto fra mezzi propri e indebitamento è tale da far crescere concretamente le probabilità di dissesto dell'impresa: di conseguenza il costo del capitale richiesto, tanto a titolo di partecipazione che di finanziamento, risulta più elevato.

Per correggere queste distorsioni le imprese hanno effettuato negli anni 1970-73 rilevanti aumenti di capitale: le emissioni di azioni delle imprese manifatturiere comprese nell'indagine della Banca d'Italia sono passate dal 5 per cento dei finanziamenti a medio e lungo termine nel quinquennio 1965-69 al 12,5 nel periodo 1970-73.

L'allontanamento dal punto critico del rapporto tra mezzi propri e indebitamento ha consentito nel triennio 1974-76 di fare ampiamente ricorso ai debiti, cosicché all'inizio del corrente anno la situazione delle imprese risulta nuovamente squilibrata per la carenza di mezzi propri.

La rilevante richiesta di capitale di rischio rivolta al mercato ne è un sintomo evidente.

Il maggiore volume di emissioni del quadriennio 1970-73 è stato inoltre stimolato da due fattori: innanzitutto dalle agevolazioni fiscali operanti fino al dicembre 1973, che hanno abbassato il costo per oneri fiscali delle operazioni di aumento di capitale; in secondo luogo dalla maggiore rilevanza delle dotazioni patrimoniali degli enti di gestione delle partecipazioni statali; gli aumen-

ti dei fondi di dotazione hanno consentito più ampi aumenti di capitale delle imprese pubbliche; essi sono passati dal 17 per cento del totale, negli anni '60, al 25 per cento nel periodo in esame.

In termini relativi gli aumenti di capitale realizzati con offerta al pubblico di titoli, procedimento che riguarda pressochè esclusivamente le società ammesse al mercato ufficiale, hanno rappresentato il 23 per cento degli aumenti di capitale complessivi negli anni '60 e soltanto il 14 per cento negli anni '70 (mi riferisco alla media degli anni 1970-76). Con riferimento all'ammontare di capitale in essere, la perdita d'importanza del mercato ufficiale è ancora più rilevante: il capitale delle società quotate è passato dal 56 per cento del capitale societario complessivo a fine 1961, al 29 per cento a fine 1976.

Ciò è spiegato sia dall'indicata minore dinamica degli aumenti di capitale delle società quotate, sia dalla modestia delle società costituite nel periodo post-bellico che hanno richiesto la quotazione in Borsa. Di 35.000 società per azioni costitutesi fra il 1950 e il 1975 soltanto una decina risulta no iscritte nel listino ufficiale.

La maggiore rilevanza che il capitale di rischio trova nel finanziamento delle medie e piccole imprese, quasi che la possibilità di fare appello al mercato per allargare i mezzi propri non abbia costituito un motivo di vantaggio per le grandi imprese, risulta confermata dai dati delle imprese distinte per classi di patrimonio netto.

Il rapporto fra versamenti degli azionisti e gli investimenti in capitali fissi, sulla base delle indagini sui bilanci delle imprese condotte dalla Banca d'Italia, varia infatti in proporzione inversa rispetto alla dimensione dell'impresa: esso scende gradualmente dal 32,2 per cento, nella media del periodo 1964-74, per le imprese dell'industria manifatturiera con un patrimonio netto inferiore a 5 miliardi, all'11,5 per cento per le imprese con un patrimonio superiore a 50 miliardi.

Anche il rapporto fra le azioni emesse e i finanziamenti complessivi a medio e a lungo termine conferma questa tendenza: il

rapporto, infatti, si situa al 27 per cento, nella media del periodo 1969-74, per le imprese con patrimonio netto inferiore a 5 miliardi, al 25 per cento per quelle con patrimonio compreso tra 5 e 20 miliardi e all'11 per cento per le imprese con patrimonio superiore a 20 miliardi. Il flusso globale di mezzi propri, cioè la raccolta azionaria più l'autofinanziamento lordo, commisurato ai finanziamenti complessivi a medio e a lungo termine è ugualmente più rilevante per le piccole e medie imprese: esso è stato pari all'83 per cento per la prima classe delle imprese indicate, cioè con capitale inferiore a 5 miliardi, al 72 per cento per la seconda al 68 per cento per la terza, cioè le imprese con patrimonio netto oltre i 20 miliardi. Le indagini campionarie che sono state condotte sui bilanci delle imprese da alcune istituzioni finanziarie, in particolare Mediobanca e Mediocredito centrale, confermano sia la tendenza all'aumento del grado di indebitamento, sia la maggiore rilevanza di questo fenomeno per le imprese di grandi dimensioni. La diversa situazione delle due categorie di imprese può essere attribuita ad un complesso di fattori, quali il più basso livello di indebitamento ritenuto accettabile dalla società o imposto dai creditori alle piccole imprese rispetto alle grandi, le maggiori possibilità di finanziamenti alternativi rispetto ai mezzi propri che si offrono alle grandi società, le incerte prospettive che il mercato ha offerto, a partire dal 1962, alle grandi imprese quotate che desideravano effettuare aumenti di capitale.

Passiamo ora a fare alcuni confronti di carattere internazionale. Praticamente, per dare un saggio della posizione italiana, abbiamo preso come termini di paragone due grandi paesi della Comunità: la Germania e la Francia. Dico subito che la nostra posizione è più vicina, anche se alquanto deteriorata, a quella francese e molto più lontana da quella tedesca. L'articolazione del flusso del capitale di rischio mette in evidenza il ruolo modesto, e purtroppo anche decrescente, che è stato svolto fin qui dal mercato ufficiale; essa consente di valutare correttamente l'andamento di alcuni rapporti caratteristici tra volume complessivo di azio-

ni emesse e altre grandezze finanziarie e reali, utilizzati come indicatori del mercato azionario. In particolare, i rapporti tra i flussi di capitale di rischio, le altre forme di finanziamento, il reddito e gli investimenti offrono talune indicazioni quantitative immediate dell'evoluzione del contributo che i mezzi propri di origine esterna all'impresa hanno dato alla copertura del fabbisogno finanziario. Il confronto di queste grandezze con quelle dei principali paesi industrializzati consente di meglio individuare quale è la posizione relativa del mercato azionario italiano e di valutare in quale misura l'insufficienza di capitale di rischio è un problema tipico delle imprese italiane o è piuttosto un problema comune ai vari paesi industrializzati. Il ricorso ad una molteplicità di indicatori si rende necessario perchè il giudizio sull'adeguatezza del flusso di capitale e sulla capacità del mercato a fornirlo non può prescindere, sia in un confronto temporale, ma ancora più in un confronto fra paesi diversi, dalla distribuzione del profitto tra autofinanziamento e dividendi, nonchè dal tasso di sviluppo dell'economia. Una prima indicazione della crescente rilevanza assunta dal finanziamento esterno nella copertura del fabbisogno delle imprese e fornita dall'andamento del rapporto fra autofinanziamento lordo e investimenti lordi. Come risulta dall'indagine annuale sui bilanci delle imprese condotta dalla Banca d'Italia, questo rapporto è passato dal 75 per cento nella seconda metà degli anni '60, cioè negli anni dal 1965 al 1969, al 51 per cento in media nel periodo 1970-75. Il rapporto, invece, fra autofinanziamento netto e investimenti netti, è disceso in misura maggiore, perchè è passato dal 37 per cento al 17 per cento negli stessi periodi indicati, cioè la seconda metà degli anni '60 e la prima metà degli anni '70.

Il confronto con i due principali paesi della Comunità europea che ho indicati, cioè Francia e Germania, conferma la minore rilevanza dell'apporto del risparmio di impresa nel finanziamento degli investimenti in Italia. I rapporti in esame si sono infatti situati in Italia nella media del periodo 1970-1975 al 51 per cento sui valori lordi e

al 17 per cento su quelli netti, mentre in Germania si sono collocati in media, nel quinquennio 1970-74, rispettivamente al 97 e al 188 per cento e in Francia al 63 e al 34 per cento.

Il rapporto fra azioni emesse e investimenti, pari al 5 per cento nel quinquennio 1965-69 e al 10 per cento nel periodo 1970-76 indica, in una prima approssimazione, che il contributo che in Italia è offerto dalla raccolta azionaria al finanziamento degli investimenti è molto simile a quello che risulta per le imprese francesi, dove questo rapporto è del 10 per cento nel periodo 1965-69 e del 7 per cento nel periodo 1970-74 ed è inferiore, invece, a quello delle imprese tedesche che, negli stessi periodi, è del 19 e del 10 per cento.

In realtà, completando questa indicazione con l'esame del rapporto fra i dividendi pagati e le azioni emesse, risulta che per le imprese italiane considerate i dividendi si sono commisurati a 5,2 volte le emissioni nella seconda parte degli anni '60, e a 0,6 negli anni '70, mentre per le imprese tedesche sono stati rispettivamente pari a 1,6 e a 2,5 volte le azioni e per quelle francesi a 1,7 e a 1,8 volte. La considerazione che possiamo trarre da questi confronti internazionali è di un contrasto tra la posizione relativa dell'Italia nel primo periodo, cioè 1965-69, e nel secondo periodo, cioè 1970-74. Infatti nel primo periodo che abbiamo esaminato le emissioni di azioni sono state finanziate in Italia in maggior misura dalle stesse società, che hanno privilegiato nella distribuzione degli utili i dividendi, a causa del maggiore apprezzamento che questi ricevono dal mercato rispetto alla quota di risparmio reinvestita; nel secondo, invece, l'importanza dei dividendi rispetto agli aumenti di capitale si è molto ridotta. La ripresa delle emissioni di azioni è connessa in questo periodo al tentativo di arrestare il processo di indebolimento delle strutture finanziarie e ad un maggiore intervento di fondi pubblici attraverso gli aumenti dei fondi di dotazione degli enti di gestione. La forte caduta del rapporto fra dividendi distribuiti ed azioni emesse, in parte accentuata dall'aumento rapido di queste ulti-

me, non indica un mutamento di politica nella distribuzione del profitto tra utili distribuiti e utili reinvestiti, bensì un'ampia caduta, a partire dal 1970, del tasso di profitto; infatti in questo stesso periodo si è verificata una caduta anche del rapporto tra autofinanziamento e investimenti.

Indicazioni quantitative sul tasso di profitto si possono trarre dall'indagine di Mediobanca sui bilanci delle imprese: il margine lordo rispetto al fatturato è passato dal 6,5 per cento nel biennio 1968-69 al 3,4 per cento nel quinquennio 1970-74 e all'1 per cento nel 1975. L'analisi dei finanziamenti complessivi per strumenti di copertura conferma sia le differenze strutturali consistenti in un maggior peso in Italia dei debiti a medio e lungo termine rispetto agli altri paesi, sia la tendenza che si è manifestata negli anni '70 ad accentuare la quota dei debiti sul totale dei finanziamenti.

La quota della raccolta azionaria risulta accresciuta nella prima parte degli anni '70 rispetto al quinquennio precedente, oscillando attorno a valori simili a quelli verificati in Germania e in Francia. Essa, peraltro, per le ragioni sopra indicate, difficilmente può essere attribuita a una ritrovata capacità del mercato di fornire capitali di rischio.

Conviene pertanto esaminare l'aggregato più ampio, comprendente le emissioni di azioni e l'autofinanziamento lordo, sul quale non ha influenza la politica di distribuzione degli utili da parte delle società.

La quota di questo aggregato sul totale dei finanziamenti a medio e a lungo termine, comprendente, quindi, l'autofinanziamento, la raccolta di capitale azionario ed i debiti a medio e lungo termine, è stata del 82 per cento fino al 1970, contro valori di 90 per le imprese tedesche e di 86 per quelle francesi, per scendere in media al 65 per cento negli ultimi anni (dal 1970 al 1975), con un minimo del 42 per cento nel 1975, contro valori di 92 e 71 per cento rispettivamente in Germania e in Francia. Di converso, la quota dei debiti a medio e a lungo termine è pressochè raddoppiata nel nostro paese (dal 18 al 35 per cento), così come pure è aumentata in Francia (dal 14 al 29

per cento), mentre si è ridotta in Germania (dal 10 all'8 per cento).

Se l'esame si estende alle passività finanziarie complessive, comprendenti, oltre ai mezzi propri, l'indebitamento a medio e lungo termine e quello a breve termine, la quota dei debiti delle imprese italiane è salita dal 58 per cento del passivo di bilancio a fine 1965, al 79 per cento a fine 1976; di converso, il capitale azionario è sceso dal 42 al 21 per cento, per effetto soprattutto della continua flessione del valore delle azioni sul mercato.

A fronte di una quota di debiti del 75 per cento sul flusso medio di finanziamenti complessivi nel quinquennio 1970-74, per le imprese italiane, stanno valori che si approssimano al 60 per cento per le imprese francesi e al 50 per cento per quelle tedesche.

Le ragioni di questa evoluzione sono da ricercare ovviamente tanto nell'insufficiente formazione del risparmio interno, quanto, in particolare, nella scarsa adeguatezza del mercato a soddisfare le esigenze di capitale delle imprese; i due flussi di disponibilità sono correlati positivamente, essendo la domanda di azioni fortemente influenzata dall'andamento dei profitti e dalle aspettative sulla loro formazione.

L'ipotesi che l'insufficienza di capitale di rischio possa essere, in qualche misura, fisiologica, essendo legata al rapido sviluppo dell'economia, non trova riscontro nella realtà, dato che l'economia italiana ha presentato, nel periodo 1961-75, un tasso medio di sviluppo degli investimenti che si colloca al di sotto del valore medio dei paesi della CEE.

Sui problemi che presenta l'offerta di capitale di rischio si soffermerà dettagliatamente il Governatore della Banca d'Italia. Io mi limiterò a ricordare alcuni fatti salienti: il diffuso disinteresse del risparmiatore medio per l'acquisto di azioni, quale forma di investimento e di mantenimento del capitale nel tempo, connesso anche con i deludenti risultati che l'ampia flessione dei valori delle azioni ha provocato negli ultimi quindici anni. Le alterne vicende del trattamento fiscale dei redditi da capitale aziona-

rio hanno indubbiamente scoraggiato i privati dall'acquisto di azioni e li hanno orientati verso il mercato dei depositi e dei titoli a reddito fisso. L'accresciuto rischio industriale resta però, come dimostra l'evoluzione dei mercati azionari negli altri paesi, la ragione principale della debolezza dell'offerta di capitale di rischio; ciò nonostante, anche sul piano fiscale un'indicazione di un'inversione di tendenza appare desiderabile per consentire alle imprese di realizzare quel programma di ricapitalizzazione di recente avviato.

Un secondo motivo di allontanamento dal mercato può essere ricercato nella grande variabilità dei prezzi dei titoli, connessa a fattori diversi da quelli riguardanti la vita dell'azienda e le sue prospettive di profitto; si è aggiunto così al rischio industriale un rischio di mercato del titolo, di assai difficile valutazione.

In conclusione, per stimolare l'interesse dei risparmiatori verso l'investimento azionario e favorire in tal modo la raccolta di capitale di rischio, è necessario rimuovere gli ostacoli che si oppongono all'efficienza del mercato, a cominciare dalla scarsa funzionalità del mercato secondario e dal trattamento fiscale discriminato degli utili societari.

Relativamente al miglioramento della funzionalità del mercato ufficiale le premesse sono state poste con l'istituzione della Commissione nazionale per le società e la Borsa, con l'obbligo di una maggiore frequenza e completezza delle informazioni e con un complesso di iniziative legislative tendenti a regolare il funzionamento dei mercati ristretti, i passaggi dei pacchetti di controllo delle società e le garanzie dei piccoli azionisti.

Se gli effetti positivi tardano a manifestarsi, occorre indagare le cause di fondo: occorre chiedersi anzitutto se non è la stessa struttura dell'attività di intermediazione che debba essere modificata, avvicinando la nostra Borsa a quelle prevalenti negli altri paesi europei, per quanto riguarda la natura giuridica degli intermediari e la loro capacità di contrattazione; occorre sottolineare, ancora, che finché soltanto una ven-

lina di società coprono oltre la metà delle contrattazioni del mercato ufficiale e poco più di un decimo del volume complessivo di aumenti di capitale riguarda le società quotate, i miglioramenti tecnici e normativi della Borsa valori potranno, nel breve periodo, arrecare vantaggi modesti per l'approvvigionamento di capitale da parte delle imprese. Circa il problema del modello di Borsa, meritano attenta riflessione le proposte che tendono a far crescere il flusso di scambi dei titoli che avviene presso le Borse ufficiali, come pure quelle che tendono ad allargare le capacità operative degli intermediari e a migliorare l'organizzazione dell'attività di intermediazione.

Le esperienze estere alle quali ispirarsi possono essere tanto quelle della Germania federale e della Svizzera, quanto quelle dei paesi anglosassoni. I tentativi di allargamento del listino hanno finora offerto risultati modesti. La prossima regolamentazione del mercato ristretto può costituire un passo nella giusta direzione; un incisivo uso dello strumento fiscale e delle agevolazioni creditizie orientate in questo senso dovrebbe sortire effetti positivi.

È ovvio, però, che qualora il mercato azionario mostrasse maggiore capacità di intermediazione, l'iscrizione presso le Borse ufficiali sarebbe un fatto spontaneo, in quanto rientrerebbe nei calcoli di convenienza delle società.

Sul piano fiscale un abbassamento del costo del capitale azionario potrà essere conseguito con l'alleggerimento della doppia imposizione sugli utili delle società, mediante il riconoscimento di un credito d'imposta agli azionisti, secondo la prassi in vigore negli altri paesi europei e in linea con la proposta di direttiva della Comunità economica europea. In questa materia esiste un ordine del giorno approvato dalla Camera dei deputati ed è pronto un provvedimento del Ministro delle finanze.

Nella stessa direzione sono, inoltre, già operanti i provvedimenti che hanno consentito di applicare alle obbligazioni convertibili un'aliquota ridotta (10 per cento, uguale a quella in vigore per i titoli emessi dagli istituti speciali) e di considerare il di-

videndo assegnato alle azioni di risparmio fra gli elementi di costo dell'esercizio.

Il momento di particolare avversione per gli impieghi del risparmio a lungo termine non ha consentito finora un facile collocamento neppure per questi titoli; il crescente volume di emissioni di obbligazioni convertibili, deliberate dalle società negli ultimi mesi, consente di dedurre, però, che esse potranno svolgere utilmente la funzione di ponte prima del ritorno a condizioni che consentano di realizzare proficuamente aumenti di capitale diretti.

Per quanto riguarda le azioni di risparmio, inoltre, ogni giudizio è prematuro essendo assai recente l'applicazione del trattamento fiscale di favore. La loro diffusione potrebbe essere più ampia se ne fosse consentita l'emissione anche alle società non quotate che superano una determinata dimensione, con l'obbligo della quotazione presso la Borsa valori dei nuovi titoli: questa eventualità merita attenta considerazione perchè da un lato consentirebbe di superare la ristrettezza del listino e dall'altro offrirebbe garanzie di corretto uso di questo strumento, tramite l'obbligo della quotazione. In sintesi, i problemi di maggiore rilievo possono ricondursi alle carenze del mercato azionario e all'abbassamento del tasso di profitto delle imprese. Il complesso dei provvedimenti indicati, opportunamente graduati, dovrebbe costituire uno strumento sufficiente per l'allentamento dei vincoli strutturali. Ovviamente effetti positivi sul finanziamento delle imprese e sulla loro capacità di sviluppo potranno essere prodotti con maggiore immediatezza e più stabilità da un recupero del tasso di profitto.

Ho cercato di ridurre al minimo la mia esposizione. Ringrazio i presenti della cortese attenzione che mi è stata prestata.

P R E S I D E N T E . Ringrazio lei, signor Ministro, della chiara esposizione.

La parola ora al governatore della Banca d'Italia, professor Baffi.

B A F F I . Svolgerò il mio compito entro precisi limiti che ho ritenuto di assegnarmi in una prospettiva di divisione del

6^a COMMISSIONE

6° RESOCONTO STEN. (11 maggio 1977)

lavoro con il signor Ministro, il quale ha già trattato l'argomento con richiami alle condizioni e alle posizioni che governano il mercato azionario, e avendo presente che il mio predecessore, Carli, ha presentato in questa sede nell'audizione del febbraio 1975 una diffusa relazione sulle carenze del mercato azionario, che condivido pienamente. Ho pensato quindi che il mio contributo doveva essere limitato ad una precisazione quantitativa di alcuni dei fenomeni che si verificano nell'ambito della Borsa tra utilizzatori e produttori di risparmio.

Queste limitazioni fanno sì che la mia esposizione dia una prevalenza agli aspetti quantitativi e quindi possa risultare un poco noiosa da seguire, anche perchè non credo di poter dire nulla di nuovo, cioè qualcosa che non sia già a conoscenza di questa ristretta ed eletta schiera di auditori. Penso che l'utilità della mia presentazione possa consistere nell'acquisizione agli atti di alcuni dati attraverso i quali si possa poi svolgere un ruolo conoscitivo in una cerchia più ampia.

Innanzitutto dirò qualcosa sulla sorte toccata al risparmiatore in generale, su qual è stata la sorte specifica del risparmiatore che ha investito in titoli azionari, su qual è stato il costo per le imprese che hanno usato questo mezzo di provvista e su come si sia venuto riducendo questo canale di finanziamento nel complesso della formazione di attività finanziarie nel nostro paese.

Circa la sorte del risparmiatore vorrei dire che spesso, muovendo dalla constatazione della pesantezza della situazione finanziaria delle imprese, se ne deriva la conclusione di una eccessiva altezza degli oneri finanziari. A me pare che a tale proposito sia essenziale seguire una linea di ragionamento che colga il fenomeno nella sua essenza, per non arrivare a delle terapie errate.

Il fenomeno economico nella sua essenza muove dal fatto che le condizioni di esercizio delle imprese sono sfavorevoli e che questo dà luogo a un accumulo di debiti che a sua volta dà luogo ad ulteriori appesantimenti del conto economico. In questo senso siamo di fronte ad un eccessivo gravame

di oneri finanziari, ma non è vero che questo eccessivo peso abbia come contropartita un eccessivo lucro da parte dei creditori. In effetti è vero il contrario.

Il più grosso processo di trasferimento di ricchezza che sia in atto in questa nostra società è probabilmente proprio il trasferimento dai risparmiatori (essenzialmente le famiglie) ai debitori (il settore pubblico e le imprese). Tale trasferimento si opera mantenendo il livello dei tassi di interesse sensibilmente al di sotto del tasso di inflazione. I confronti internazionali che talora vengono presentati per indicare come i tassi italiani siano i più elevati, se sottoposti ad una indagine che non sia proprio superficiale, mostrano che i tassi d'interesse vigenti in Italia, se depurati dell'aumento dei prezzi dei beni, cioè una volta che si sia fatta la correzione per il tasso di inflazione, si collocano ai livelli più bassi riscontrabili nel mondo occidentale.

Anche l'evoluzione più recente non ha modificato questa situazione: il costo del debito a breve termine non ha raggiunto il tasso d'inflazione e quello del debito a lungo è rimasto sensibilmente al di sotto. I risparmiatori di conseguenza non sono riusciti, come nel precedente triennio, a mantenere inalterato il valore del capitale investito, neppure nell'ipotesi che avessero reinvestito l'intero ammontare dei frutti ricevuti. Sembra difficile poter condividere la valutazione di un'eccessiva onerosità di un livello dei tassi d'interesse che ha inflitto perdite, in termini di potere d'acquisto, del 6-7 per cento all'anno, ai detentori di depositi bancari e postali.

Per difendere la lira, chiaramente il mantenimento di un tasso di interesse che almeno compensi il tasso di inflazione diventa una condizione essenziale, anche per ragioni di bilancia dei pagamenti.

Un altro aspetto sul quale intendo soffermarmi è quello dell'intermediazione finanziaria sul mercato azionario, essendo il modesto sviluppo degli investitori istituzionali una delle cause della debolezza della offerta di capitale di rischio in Italia. Purtroppo anche su questo argomento molte proposte sono state avanzate nell'ultimo de-

6^a COMMISSIONE

6° RESOCONTO STEN. (11 maggio 1977)

cennio, senza raggiungere però l'unanimità di consensi necessaria per tradurle in realtà operative.

Vengo ora al secondo punto, ossia al costo del capitale azionario e, comparativamente a questo, al costo del debito.

In generale, la capacità di intermediazione del mercato primario delle azioni è stata negativamente influenzata, dal lato della domanda di fondi, dal maggior costo che il capitale di rischio ha comportato rispetto all'indebitamento, per la discriminazione fiscale e per i contributi di natura pubblica a vantaggio di quest'ultimo; da quello dell'offerta, dai deludenti risultati, sia in termini di reddito sia in termini di conservazione del valore del capitale, che gli investimenti in azioni hanno offerto negli ultimi quindici anni, dalla caduta delle aspettative di profitto, nonché dalla maggiore onerosità ed incertezza del trattamento fiscale applicato ai redditi da capitale azionario rispetto agli altri redditi da capitale. È noto che, dal punto di vista delle società, mentre la remunerazione dei debiti rientra fra i costi di gestione, e quindi fa abbassare il reddito imponibile, la remunerazione del capitale proprio costituisce distribuzione degli utili; di conseguenza, il costo effettivo del capitale proprio cresce in funzione dell'imposizione prevista sugli utili societari e sul reddito del percettore dei dividendi. La remunerazione del capitale azionario è assoggettata prima alle imposte che colpiscono il reddito della società, poi a quelle che colpiscono il reddito della persona fisica; il reddito delle obbligazioni è per alcuni emittenti esente da imposta, e per altri colpito una sola volta con l'imposta sostitutiva, 10 per cento per la grande maggioranza dei titoli, con un'aliquota cioè che corrisponde a quella degli scaglioni più bassi dell'imposta sul reddito delle persone fisiche. Il costo del capitale per un'impresa, nell'ipotesi di volere offrire un uguale rendimento effettivo, al netto delle imposte, al risparmiatore persona fisica che detenga titoli emessi da un istituto di credito speciale, ovvero azioni dell'impresa, è per il capitale di rischio pressochè doppio rispetto al capitale di debito. Per avere un'evidenza

quantitativa immediata di questa situazione è sufficiente fare riferimento alla tavola 1, che mostra il costo alternativo di un mutuo con un istituto speciale e di un aumento di capitale di rischio, nell'ipotesi di uguale frutto per il creditore o per l'azionista.

Per esigenze di semplificazione del calcolo e di immediata comprensione si è ipotizzato: che il dividendo costituisca l'intero reddito derivante da azioni, cioè che tutto l'utile sia distribuito; che il risparmiatore scelga l'imposizione d'acconto sui dividendi e che il suo reddito ai fini dell'IRPEF sia ad esempio di 10 milioni (a tale livello di reddito l'aliquota media, tenuto conto delle detrazioni, è nel 1977 del 16 per cento circa). Queste ipotesi non riducono la significatività del confronto, perchè nel caso che il percettore, a titolo di azionista o di creditore, avesse un reddito superiore o scegliesse di pagare l'imposta sui dividendi a titolo definitivo l'onere fiscale sarebbe più elevato di quello considerato nell'esempio e il costo per l'impresa, che comunque volesse mantenere uguaglianza di rendimento netto d'imposta, fra possesso di obbligazioni e di azioni, di conseguenza più elevato. Nella stessa direzione opera l'applicazione della aliquota marginale anzichè di quella media, nell'ipotesi di considerare il reddito da capitale azionario una quota che si aggiunge agli altri redditi del percettore.

Anche l'ipotesi che il reddito del capitale azionario sia rappresentato unicamente dal dividendo non appare irrealistica alla luce dell'esperienza del mercato italiano degli ultimi 15 anni, cioè della assai più frequente presenza di perdite, piuttosto che di guadagni in conto capitale. Il calcolo mostra che nell'ipotesi più ottimistica (quella di un azionista con un reddito annuo di 10 milioni) il reddito d'impresa al lordo dell'imposizione fiscale è circa il doppio del reddito netto assicurato all'azionista. Nell'esempio fatto, per offrire il 12,80 per cento all'anno, cioè un reddito netto uguale a quello conseguito col possesso di obbligazioni, l'impresa deve realizzare un reddito lordo di imposta del 25,38 per cento, mentre nel caso di ricorso al debito è sufficiente un

reddito del 15,75 per cento. Inoltre il fatto di includere gli oneri finanziari relativi al servizio del debito fra gli elementi di costo abbassa l'onere effettivo del debito per il risparmio d'imposta; questo nell'eventualità di un reddito che consenta l'intera capienza degli interessi negativi raggiunge nell'ipotesi del 15,75 per cento indicato il 6,30 per cento; cioè il costo diventa per l'impresa 9,45 per cento.

Risulta evidente che l'andamento dei profitti d'impresa è lungi dal consentire la distribuzione di un dividendo del 15,23 per cento, che è stato necessario assumere nella precedente esemplificazione. Per offrire elementi di giudizio sull'evoluzione dei costi dei finanziamenti alternativi si riportano i dati effettivi relativi al periodo precedente e seguente la riforma fiscale del gennaio 1974. Si rende però opportuno abbandonare l'ipotesi di reddito al netto delle imposte per il percettore dei frutti, perchè da un lato la molteplicità d'imposizione diretta sulle persone fisiche prima del 1974 rende difficile il riferimento a una qualche aliquota ideale, e dall'altro anche i frutti dei titoli a reddito fisso non di Stato dovevano confluire, almeno così era previsto, nel reddito personale complessivo del percettore. Il tasso di dividendo sul capitale al valore nominale si è mantenuto attorno al 7,5 per cento nel periodo 1965-70, ad un livello molto simile a quello del rendimento delle obbligazioni (7,3 per cento), e ha comportato un costo per l'impresa dell'ordine del 15 per cento, tenuto conto degli oneri fiscali iniziali, delle commissioni bancarie e dell'imposizione a carico delle società. Il costo effettivo, cioè quello che si ottiene tenendo conto dei sovrapprezzi applicati agli aumenti di capitale, può essere considerato mediamente del 14 per cento. Nello stesso periodo le fonti alternative di finanziamento presentavano costi di gran lunga inferiori: il tasso sui mutui all'industria per operazioni agevolate si collocava al 4,63 per cento, quello sui mutui a condizioni di mercato all'8,43 e il credito bancario al 7,41 per cento. Il divario rispetto al costo del capitale azionario si allarga ulteriormente se si

considera l'indicato risparmio d'imposta che l'indebitamento consente.

Nel periodo 1971-76 il tasso di dividendo sul capitale al valore nominale si è abbassato, riflettendo la caduta dei profitti, attorno al 5 per cento, pari a circa la metà del rendimento delle obbligazioni (9,6 per cento). Considerando quest'ultimo come il livello minimo di rendimento accettabile per l'impiego del capitale, il costo dei fondi raccolti con emissioni di azioni risulta dell'ordine del 20 per cento. Inoltre la bassa valutazione dei titoli (circa un terzo del listino ha presentato negli ultimi anni valori inferiori alla parità nominale) ha pressochè annullato la possibilità di applicare sovrapprezzi, rispetto al nominale, rendendo così più onerose le condizioni di aumento del capitale. Il divario fra questi tassi e quelli sulle diverse forme di debito si è in questo periodo enormemente allargato: il costo medio del credito agevolato si è situato infatti a 5,35 per cento, quello dei mutui ordinari a 11,23, e quello del credito bancario a 11,99 per cento.

La descritta evoluzione dei costi alternativi di finanziamento mostra chiaramente che il fattore fiscale e l'estensione delle operazioni di indebitamento a tasso agevolato hanno inciso in misura rilevante nella scelta della forma di finanziamento esterno, avendo mantenuto il costo medio del debito ad un livello molto più basso di quello della raccolta azionaria. Questo divario tende a forzare la composizione della ricchezza finanziaria a vantaggio della componente indebitamento.

Quindi le azioni sono ormai al di sotto del tre per cento del totale delle attività finanziarie, mentre la preferenza del risparmiatore non solo per le attività a reddito fisso, ma soprattutto per quelle liquide, cioè per i depositi, ha fatto sì che la quota dei depositi bancari e postali oggi superi complessivamente il 60 per cento del totale delle attività finanziarie.

Veniamo ora a svolgere qualche osservazione sulla domanda di azione ed i rendimenti.

La struttura della domanda di azioni presenta in Italia un elemento di debolezza

nella modestia del ruolo svolto dagli investitori istituzionali e dagli intermediari finanziari. La scarsa presenza o l'insufficiente sviluppo di alcuni, come è il caso dei fondi pensione di natura privatistica, dei fondi comuni d'investimento e degli istituti di previdenza, la mancanza di trasparenza fiscale sugli utili delle società e le prescrizioni amministrative, che limitano le possibilità operative, per altri (gestioni fiduciarie ed istituti di assicurazione) hanno mantenuto il contributo al capitale di rischio delle società di questa categoria di investitori entro limiti assai modesti; il valore dei loro portafogli azionari si commisurava a fine 1975 al 6,4 per cento del capitale azionario esistente (tavola 4).

In particolare, l'attività dei fondi comuni d'investimento è quella che presenta maggiori possibilità di sviluppo per la diversificazione del rischio industriale, che una rilevante disponibilità di capitali consente di realizzare e per la capacità professionale, che i gestori dei fondi possono assicurare. La loro attività dovrebbe, ovviamente, essere regolamentata in modo da garantire da un lato i risparmiatori che affidano ai fondi i loro capitali, dall'altro le società e l'equilibrio del mercato, per il rilevante potere di cui vengono a disporre i gestori dei fondi. Questi aspetti sono ampiamente coperti nella legislazione dei principali paesi (USA, Germania, Francia, Svizzera) che fissano in aliquote comprese fra il 5 ed il 7,5 per cento il valore massimo delle attività del fondo che possono essere investite in titoli della stessa società ed in aliquote comprese fra il 5 ed il 10 per cento il massimo di azioni di una stessa società, aventi diritto al voto, che può essere acquistato da un fondo.

I diversi disegni di legge presentati in Parlamento nel corso degli ultimi 15 anni hanno incontrato difficoltà soprattutto di ordine fiscale. L'indicata doppia imposizione sugli utili delle società diventerebbe tripla per le azioni possedute dai fondi qualora non fosse riconosciuto il principio della trasparenza fiscale e limiterebbe considerevolmente le possibilità operative dei fondi.

Un ruolo determinante nel sostegno della domanda di azioni è stato svolto dalle società finanziarie ed industriali, che hanno sottoscritto circa metà degli aumenti di capitale nel periodo 1963-70 ed oltre il 70 per cento nel quinquennio 1971-75; la loro partecipazione al possesso dello *stock* di capitale azionario è aumentata in misura minore (dal 43,4 per cento nel 1963 al 50,2 per cento nel 1975) per l'annullamento delle partecipazioni reciproche, avvenuto in occasione delle operazioni di fusione. Come è noto, l'assunzione di partecipazione al capitale da parte delle imprese non persegue lo scopo d'investimento finanziario, bensì quello dell'orientamento e del controllo delle società di minori dimensioni, per esigenze di organizzazione produttiva o di ripartizione del rischio industriale. Essa può risultare più conveniente della creazione *ex novo* di unità produttive, richiedendo il controllo di una società un impiego di fondi pari, al massimo, alla metà del capitale.

La rilevanza assunta dalle società, fra le quali sono comprese le imprese pubbliche e gli enti di gestione delle partecipazioni statali, nell'offerta di capitale di rischio costituisce un elemento di fragilità del mercato primario; si può infatti verosimilmente ritenere che l'offerta di capitale di rischio della categoria in esame solo in piccola parte costituisce un genuino flusso di risparmio che si dirige verso le imprese produttive. Per le società private la parte prevalente di fondi proviene da operazioni di indebitamento e da operazioni di capitale incrociate, che le informazioni disponibili consentono di individuare solo parzialmente e per le imprese del settore pubblico, per la generalità dei casi, dalle dotazioni patrimoniali fornite dal Tesoro e dall'indebitamento.

Dimensioni di un certo rilievo ha assunto anche la partecipazione al capitale societario italiano da parte di investitori non residenti, passata dal 15 per cento dello *stock* nel 1963 al 23 per cento nel 1975. La crescita, che si è arrestata negli ultimi anni, è legata al processo di liberalizzazione dei movimenti dei capitali ed alla diffusione delle società multinazionali; occorre rammentare, peraltro, che essa risulta accen-

tuata dall'acquisto di azioni, per motivi di convenienza fiscale, da parte di residenti sotto nominativo estero.

Passando ad esaminare la domanda di azioni da parte del pubblico, si rileva un progressivo indebolimento nel corso degli anni '60 ed un apporto pressochè nullo agli aumenti di capitale negli ultimi anni: la quota di capitale societario, comprendendo sia quello delle società quotate in Borsa ed al mercato ristretto, sia quello delle società non quotate, possedute dagli investitori privati è scesa dal 36,1 per cento del totale nel 1963 al 20,2 per cento nel 1975 ed è ulteriormente diminuita nel 1976. La riduzione risulta assai più ampia se confrontata con le attività finanziarie possedute dalle famiglie: la quota delle azioni sul totale delle attività finanziarie è infatti discesa dal 23,7 per cento nel 1963 al 2,9 per cento nel 1975, se il capitale azionario è valutato ai prezzi di mercato (tavola 5). La caduta dei corsi ha però un effetto marginale sull'ampia flessione dell'importanza relativa delle azioni nel portafoglio delle famiglie; il fattore dominante risulta chiaramente la cessione delle azioni possedute o l'astensione da nuovi acquisti: nell'ipotesi, infatti, che i prezzi delle azioni fossero rimasti, nel periodo in esame, stabili, la quota di ricchezza finanziaria rappresentata da azioni sarebbe scesa dal 23,7 per cento al 5,0 per cento.

Il comportamento degli investitori è spiegato dai fattori già indicati, cioè dalle incerte prospettive di profitto, dall'aumento del rischio, per gli squilibri nelle strutture finanziarie delle imprese e per la fragilità manifestata dal mercato secondario, dalla caduta dei corsi dei titoli e dei dividendi e dalla mancanza di investimenti in azioni a rischio mediato.

In particolare, il motivo dominante può essere individuato nelle perdite in conto capitale sofferte dai possessori di azioni, che si sono aggiunte a quelle dovute al deterioramento del potere d'acquisto del capitale investito; la perdita subita da un investitore avverso al rischio, avente quindi un portafoglio titoli che rispecchia la composizione dell'intero mercato, che abbia effet-

tuato l'acquisto nel 1961 e la vendita nel 1976 ed abbia reinvestito i dividendi percepiti, si è commisurata al 3 per cento all'anno; se l'acquisto fosse avvenuto nel 1970 la perdita sarebbe stata del 6,29 per cento all'anno (tavola 6). Se gli acquisti sono stati distribuiti nel corso del periodo 1961-74, la perdita si è commisurata, ai prezzi medi delle azioni del biennio 1975-76, al 4,61 per cento all'anno (tavola 7).

Qualora si consideri l'effetto dell'inflazione sui capitali investiti, la perdita media annua, prendendo a riferimento l'indice dei prezzi al consumo, sale al 9,62 per cento nel caso di acquisto nel 1961, al 16,74 per cento nel caso di acquisto nel 1970 ed al 13,82 per cento per la terza ipotesi indicata.

I descritti andamenti negativi sono essenzialmente dovuti alla riduzione del valore del capitale investito. Abbandonando, infatti, l'ipotesi del reinvestimento dei dividendi ed osservando il valore capitale dei titoli, che offre un'indicazione immediata, anche se parziale, della perdita subita, risulta che un capitale di 100 lire investito nel 1961 è diventato, nel 1976, misurato sull'indice del corso, 36 lire a prezzi correnti e 12 lire a prezzi costanti. Se l'inizio dell'investimento si sposta al 1958, dato che il 1961 era un anno di massima nell'evoluzione dei corsi, il valore del capitale oggi, ai prezzi del 1958, risulta di 29 lire (tavola 8).

Nell'ipotesi, più realistica, di investitori che hanno acquistato singoli titoli di grandi imprese, i risultati sono ugualmente negativi, con qualche eccezione per imprese del settore privato. Il valore delle azioni delle grandi imprese del settore pubblico, fatto il 1958 = 100, oscilla nel 1976 dal minimo di 2,6 per le azioni Terni al massimo di 74,9 per i titoli Anic; al netto del deprezzamento della moneta questi valori risultano rispettivamente di 0,9 e 24,7. Nel settore privato il divario dei risultati si allarga essendo il valore minimo quello delle Montefibre (2,4) ed il massimo quello delle Fiat (195,1). Considerando i valori a prezzi costanti, anche in questo settore i valori diventano tutti negativi (tavola 8).

Il confronto con i risultati ottenuti dagli investitori degli altri Paesi indica che le

condizioni di remunerazione delle azioni sono state di gran lunga migliori all'estero, anche se la caduta del tasso di profitto si è manifestata, con diversa intensità, pressochè dappertutto. L'andamento dei corsi delle azioni sui mercati della Germania federale, della Francia, del Regno Unito e degli Stati Uniti ha consentito rendimenti medi annui, nell'ipotesi dell'inizio dell'operazione nel 1961 e conclusione nel 1976, oscillanti tra il minimo di 3,84 per cento per il mercato della Germania ed il massimo di 8,51 per cento per quello inglese; anche tutte le altre ipotesi d'investimento offrono risultati positivi, oscillanti in prevalenza fra il 5 e l'8 per cento (tavola 6).

Le stesse valutazioni effettuate a prezzi costanti risultano talora lievemente negative, con perdite che oscillano in prevalenza fra l'1 ed il 2 per cento all'anno.

Il risultato medio va da — 0,71 per cento all'anno per le azioni francesi al 2,23 per cento per le azioni di società americane, contro — 6,31 per cento per le azioni italiane (tavola 7).

Nonostante i risultati siano stati migliori di quelli indicati per gli investimenti in Italia, la domanda di azioni da parte delle famiglie presenta anche sui mercati esteri ampie cadute. La riduzione della propensione all'investimento in azioni appare quindi un fenomeno comune anche agli altri mercati: nel Regno Unito e negli Stati Uniti le famiglie — secondo i dati raccolti e pubblicati dall'OECD — non hanno dato alcun apporto, nel periodo 1971-75, al capitale di rischio delle imprese; esse hanno infatti ceduto titoli dal proprio portafoglio sul mercato secondario per importi inferiori al volume delle nuove emissioni nel Regno Unito e a due quinti di queste negli Stati Uniti. In Germania le famiglie hanno continuato ad accrescere i loro portafogli azionari: il loro contributo all'assorbimento delle nuove emissioni non è però andato oltre un decimo del totale. La domanda di titoli da parte delle istituzioni finanziarie non bancarie, delle banche, delle amministrazioni pubbliche e delle imprese ha consentito nei paesi in esame di collocare le nuove emissioni e di assorbire i titoli ceduti dai privati.

L'esperienza degli ultimi anni, sia del mercato azionario italiano, che dei mercati esteri, sembra provare che, pur in presenza di un miglioramento delle capacità di reddito delle imprese, difficilmente la carenza di capitale di rischio potrà essere colmata da un maggior apporto diretto dei singoli risparmiatori. Sembra cioè poco probabile che le famiglie torneranno ad accettare di assumere il rilevante rischio che il finanziamento diretto delle imprese comporta, tanto più che anche la presunta capacità di difesa dall'inflazione delle azioni si è mostrata, soprattutto per il mercato italiano, nel medio periodo, illusoria.

Una via di soluzione è quella della crescita dell'attività d'intermediazione anche sul mercato azionario, che può essere realizzata facilitando la creazione e la diffusione di quegli organismi finanziari non bancari, capaci di effettuare una avveduta gestione di portafoglio e di ripartire il rischio industriale e finanziario. (Su questo argomento di recente sono stati pubblicati studi validissimi come, ad esempio, lo studio di R. Rettoroli e M. Limiti su « Bancaria »). Tali intermediari negli altri paesi svolgono un ruolo preminente nell'assicurare funzionalità ai mercati secondari e continuità di offerta di capitale su quelli primari.

Il successo di una politica che persegua questo obiettivo è legato all'eliminazione delle indicate discriminazioni fiscali e alla adozione di misure che rendano convenienti, per le imprese, l'entrata sul mercato ufficiale e, per i risparmiatori, gli investimenti in azioni. Esso, inoltre, è connesso alla regolamentazione degli intermediari finanziari ed investitori istituzionali del mercato azionario, quali i fondi comuni d'investimento e le gestioni fiduciarie, e all'ampliamento delle possibilità operative degli istituti di assicurazione, nonché all'estensione delle agevolazioni creditizie agli aumenti di capitale, secondo schemi simili a quello inizialmente previsto nel disegno di legge per la riconversione industriale.

È forse opportuno sottolineare che l'istituzione del credito d'imposta elimina un ostacolo rilevante alla diffusione dei fondi comuni d'investimento e di altri interme-

diari del tipo « gestione fiduciaria ». Finora, infatti, la doppia imposizione che viene applicata sui dividendi distribuiti da questi intermediari ne ha ostacolato l'attività, spingendo i gestori di fondi verso le forme di capitalizzazione dei dividendi.

Un aumento della domanda di azioni potrebbe essere realizzato ampliando il numero di istituti speciali abilitati ad amministrare gestioni fiduciarie e regolando, in funzione della protezione dei risparmiatori, l'attività dei fondi comuni d'investimento. L'Italia, infatti, è l'unico paese della Comunità europea ad essere ancora sprovvisto di una legislazione specifica. Ciò si pone con particolare urgenza per evitare che i fondi attualmente operanti nel nostro paese continuino ad essere domiciliati in paesi esteri e regolamentati secondo le norme fissate da questi ultimi. Su questa materia esiste inoltre una raccomandazione di un'organizzazione internazionale, l'OCSE, e un progetto della CEE per l'istituzione di norme uniformi, tendenti a garantire, a livello internazionale, i risparmiatori che affidano ai fondi le loro disponibilità.

Risulta di tutta evidenza che la diffusione di contributi pubblici sulle operazioni di indebitamento, connesse ad iniziative industriali di particolare interesse, ha accentuato la discriminazione a danno del capitale di rischio, avendo ulteriormente allargato il divario fra costo del debito e costo della raccolta azionaria. Per avviare il processo di ricapitalizzazione delle imprese, è necessario ridurre questo divario mediante l'applicazione del principio della neutralità dei contributi pubblici rispetto agli strumenti di finanziamento: la concessione di contributi, per investimenti in settori di attività o zone territoriali per i quali sono previsti, potrebbe essere riconosciuta — per periodi limitati nel tempo — anche quando il fabbisogno di finanziamento è coperto con il ricorso al mercato azionario.

Le difficoltà che si frappongono alla concessione diretta di contributi sugli aumenti di capitale della singola impresa, e la stessa onerosità degli aumenti di capitale diretti, potrebbero essere superate mediante l'emissione di obbligazioni convertibili assunte da

un consorzio costituito da intermediari creditizi.

Ritengo, signor Presidente, di non aver altro da aggiungere.

P R E S I D E N T E. Ringrazio, anche a nome dei colleghi, il Governatore della Banca d'Italia per la sua esposizione. Il contributo da lei dato alla nostra indagine è stato vivamente apprezzato da tutti noi; il fatto poi che abbiamo avuto a disposizione la sua relazione con un giorno di anticipo, ci ha consentito di poterla seguire ancora meglio.

Diamo inizio al dibattito. Ha chiesto la parola il senatore Visentini. Ne ha facoltà.

V I S E N T I N I. Desidero avere alcuni chiarimenti e chiedo anticipatamente scusa per l'inevitabile improvvisazione di alcune domande, dal momento che non ho avuto la possibilità di leggere la relazione del professor Baffi. Peraltro, ogni domanda implica necessariamente, in una sede come questa, qualche ripetizione o qualche valutazione.

Vorrei sapere se non si convenga con me che, nella redazione di dati statistici, sarebbe opportuno scindere i dati riguardanti le partecipazioni statali da quelli delle altre imprese private. Ciò in quanto le partecipazioni statali sono un sistema a sè, ormai assai anomalo, in cui la pudica forma della società per azioni non ha salvato dagli sconquassi sostanziali che sono avvenuti. Noi non possiamo assolutamente, nel fornire i dati stessi dell'indebitamento e delle perdite delle imprese, fare del sistema delle imprese private e di quello delle partecipazioni statali un unico fascio. A dimostrazione di ciò, basta citare un dato, che del resto conosciamo tutti: il gruppo IRI che, a mio parere, era il più efficiente anche da un punto di vista gestionale e che nonostante tutto è rimasto quello con migliori possibilità di riassetto, con gli avvenimenti degli ultimi anni è arrivato a circa 15.000 miliardi di indebitamento su 10-11.000 miliardi di fatturato e all'incirca con 2.500 miliardi di interessi passivi sulle spalle. Ecco come stanno le cose. Quindi, credo sia senz'altro opportuno tenere presente in avvenire il

mio suggerimento di disaggregare i dati relativi alle partecipazioni statali da quelli riguardanti le imprese private, altrimenti non si riesce ad avere una visione chiara della situazione. Si potrebbe poi procedere ad una ulteriore suddivisione, per maggiore chiarezza, tra grandi imprese, cioè imprese di un certo livello oppure quotate in Borsa, e le altre che hanno delle situazioni piuttosto diverse. Comunque, la distinzione fondamentale e che si rivela indispensabile, ripeto, è fra il sistema delle partecipazioni statali e le altre imprese.

Vorrei poi sapere se non si ritenga che sarebbe utile prendere un'iniziativa per rendere più omogenei alcuni dati. Mi spiego subito. Consideriamo, ad esempio, il capitale nominale della FIAT: 150 miliardi, accresciutosi recentemente di 15 miliardi. Ora, se ai 150 miliardi della FIAT aggiungiamo le riserve che storicamente si sono formate in epoche molto diverse ed anche le rivalutazioni per conguaglio monetario, effettuate però con un coefficiente già allora volutamente limitato e che le vicende monetarie susseguitesesi negli ultimi due anni hanno reso davvero insufficienti, i 150 miliardi della FIAT non hanno più alcun significato economico in termini omogenei con l'eventuale indebitamento della FIAT, e dico eventuale perchè la FIAT è tra le imprese meno indebitate. Accade così che il confronto, che spesso giustamente spaventa e preoccupa, avviene fra termini non omogenei. Chi ha sempre avuto una certa propensione allo studio di questi fatti che oggi vanno sotto il termine di « contabilità d'inflazione », è particolarmente sensibile al problema, che a mio giudizio dobbiamo affrontare seriamente, degli adeguamenti dei valori. È chiaro che una risposta sul merito non può essere fornita immediatamente, ma occorre studiare una soluzione ed escogitare qualcosa di più nuovo ed attuale rispetto a quanto previsto dalla legge in materia di rivalutazione monetaria, già contenente in alcuni punti elementi abbastanza innovativi.

Non sto a ricordare quello che fanno gli altri paesi a questo proposito e, cioè, gli studi sulla contabilità d'inflazione inglese, l'orientamento prevalente sulla contabilità

da parte americana di avere affianco un conto a costi di rimpiazzo e gli arbitrii che questo può comportare, anche se, come conto aggiuntivo e non come conto base ai fini giuridici e fiscali, può avere un certo interesse. Altrimenti, bisognerebbe addirittura rovesciare completamente il problema e partire, invece che dalla rivalutazione monetaria, ovviamente facoltativa, da una rivalutazione obbligatoria, entro certi limiti, in valori storici del capitale, per vedere poi quali saranno le ripercussioni di ciò sui beni. Comunque, non mi voglio addentrare in argomenti alquanto difficili e complessi e che richiedono molta cautela, però credo che per capire bene come stanno le cose occorra riprendere il discorso che parzialmente era stato affrontato con la legge del dicembre 1952 sull'adeguamento dei valori. A questo proposito, il fatto di venire a conoscenza delle reali entità patrimoniali delle aziende rappresenta un aspetto del problema, essendovi anche il profilo del conto economico, che resta evidentemente fortemente viziato. Basti pensare al problema degli ammortamenti, che per certe imprese di grossi investimenti, come la siderurgia e la chimica, rappresentano quello che tutti noi sappiamo e che influiscono quindi sui risultati di bilancio che certamente, se si tiene conto del conto di rimpiazzo, sarebbero assai maggiori di come appaiono.

Invito quindi i presenti a prendere in considerazione questo problema, in merito al quale sono a disposizione per esprimere le mie opinioni. Fra l'altro, recentemente si sono tenuti dei convegni di un certo interesse su questa materia, per cui il discorso può essere ripreso.

Inoltre, il problema fiscale ci sarà illustrato dal Ministro delle finanze, ma io spero che si ritorni a quello che era il nostro progetto del '67, cioè al credito d'imposta per evitare la duplicazione. E non intendo polemizzare dicendo che ha destato in me meraviglia il fatto che la cedolare secca sia stata portata al 50 per cento quando in ottobre si era presentata l'occasione per varare il provvedimento giusto, cioè quello di eliminare la cedolare secca ed istituire invece il credito d'imposta. Comunque, non

6^a COMMISSIONE

6° RESOCONTO STEN. (11 maggio 1977)

è mai troppo tardi per rimediare agli errori ed è auspicabile che questo errore venga corretto, cioè che si elimini totalmente la cedolare secca e che si vada al credito d'imposta sul tipo di quello che era il progetto di riforma della commissione di studio del 1967. Credo sia questa la strada giusta e non quella della detrazione del dividendo distribuito dall'imponibile, che può valere per le azioni di risparmio perchè vale solo per il limite del dividendo garantito, ma che non può valere per le altre perchè è un incentivo alla distribuzione dei redditi, dei dividendi, che in Italia non è il caso di incoraggiare. Comunque, discuteremo di questo con il Ministro delle finanze quando verrà affrontato il problema, che oggi è aggravato dall'aumento della cedolare secca al 50 per cento.

Il punto sostanziale, oggetto di dissensi e di vecchie e lunghe discussioni, è costituito dall'osservazione, motivata da ragioni di giustizia che non capisco, mentre capisco perfettamente le ragioni monetarie ad essa sottese, che il danaro depositato in banca od al conto corrente postale debba potenzialmente godere di un interesse che lo copra dall'inflazione. L'inflazione distrugge tutto. Come diceva poc'anzi il Governatore della Banca d'Italia, essa ha distrutto le azioni, perchè l'inflazione oggi distrugge le imprese. Non è più come cento o cinquant'anni fa quando l'inflazione giovava all'imprenditore perchè i costi aumentavano dopo che erano stati acquisiti i ricavi e forse anche perchè gli immobilizzi erano considerati molto importanti; inoltre, l'inflazione giovava soprattutto per un rapporto di successione: prima aumentavano i prezzi e poi seguivano i costi. Oggi l'inflazione distrugge le imprese ed il Governatore ha detto che le azioni sono state distrutte anch'esse dall'inflazione. Gli stessi redditi immobiliari lo sono per il blocco dei fitti che in regime di inflazione si verifica sempre. Soltanto ai depositi bancari si vorrebbe riservare un valore diverso. Ma la gente tiene il denaro in banca per avere la possibilità di prelevarlo in qualsiasi momento. Allo stesso modo i conti correnti delle imprese vengono aperti per avere pron-

te le disponibilità. Sono quindi in totale dissenso sul modo di considerare questo problema.

L'impresa non ha alcun vantaggio dalla ipotesi teorica, che tutti abbiamo studiato a scuola e che in realtà non è vera, secondo cui l'impresa che acquista un immobile con capitale proprio ed un altro con capitale preso in prestito, quando gli immobili aumentano di valore vende il secondo, salda il debito e realizza un cospicuo utile. L'impresa non ha mai investimenti di tipo così semplice, e il grosso dell'impegno finanziario deriva dal necessario credito verso la clientela o dall'allestimento del magazzino cioè qualcosa che deve poi dare i suoi frutti nel giro degli affari. Il Governatore ha accennato con molta prudenza alle ragioni di tipo monetario e ai timori di fughe di capitali che giustificano gli alti tassi degli interessi. Ma io mi domando qual è la loro vera ragione; e se sia il caso di mantenerli; o quali correttivi sia necessario introdurre.

Ma per una esigenza di giustizia, perchè si possa salvare almeno il capitale proprio, devo dire francamente che il ragionamento vale meno per il deposito che per tutti gli altri tipi di risparmio, proprio perchè il deposito bancario è fatto per avere la liquidità immediata anche a costo di avere una certa perdita o un rendimento molto inferiore.

D'altra parte, finchè si avranno tassi altissimi, anche per la concorrenza esercitata dai buoni del tesoro, è chiaro che la situazione di squilibrio dei conti economici si aggraverà ogni giorno di più: non occorre che sia io a dirlo in questa sede.

Su questo punto il mio dissenso è netto, eccezion fatta per i problemi di tipo monetario che vanno tenuti presenti, e che sono anche in me ben presenti.

La realtà della situazione della Borsa è chiara, e il Governatore e il Ministro hanno messo il dito sul problema di fondo.

È inutile che andiamo a cercare dei problemi tecnici. Esisteranno, entro certi limiti. Però la realtà è che siccome le imprese sono in grave perdita, la Borsa non può che andare a terra. In più di un caso le imprese compilano i loro conti economici

includendovi addirittura plusvalori patrimoniali non realizzati, cosa che sarebbe vietata da espresse norme del codice civile. Tuttavia abbiamo visto rispettabili aziende quotate in Borsa che lo hanno fatto, evidentemente per correggere, o meglio sorreggere i loro bilanci. La Borsa in pratica non può che riprodurre la situazione di grave crisi in cui si dibattono le imprese.

Sottolineo ancora il problema della contabilità di inflazione, distinguendo però nettamente quella che è l'entità patrimoniale da quelle che sono presunte acquisizioni a conto economico, che non debbono essere prese in considerazione altrimenti rischiano di falsare l'intera contabilità.

Infine sottolineo la necessità di disaggregare i dati relativi alle partecipazioni statali da tutti gli altri dati.

G R A S S I N I. Il senatore Visentini ha toccato quasi tutti gli argomenti che avevo in mente di trattare. Però, riallacciandomi a quanto esposto dal collega, vorrei rivolgere al signor Governatore due domande molto specifiche.

Il problema degli effetti dell'inflazione sui bilanci e l'andamento delle aziende ha dato origine allo studio — pubblicato sulla « Rivista di politica economica » — di un giovane studioso, il professor Ragazzi, il quale giunge a dei risultati quanto meno eclatanti, poichè sostiene che in realtà non è vero che in questa situazione le imprese perdano: e mi ha meravigliato constatare che il professor Trezza, sia pure mutando le cifre, si muove sulla stessa linea.

Sono personalmente propenso a pensarla come il senatore Visentini, però mi farebbe molto piacere conoscere in proposito l'opinione del Governatore, il quale avrà certamente dedicato al problema una particolare attenzione.

Vi è poi un secondo studio del Ragazzi, pubblicato sulla rivista della Banca nazionale del lavoro, che invece mi trova molto più consenziente, che contrasta con le affermazioni fatte dal Governatore sulla necessità degli alti tassi di interesse, sul quale anche vorrei conoscere il parere del professor Baffi,

Il Ragazzi sostiene che in una economia in cui il capitale di rischio è ridotto ad un ruolo marginale (la chiama socializzata), la manovra dei tassi di interesse non ha nè l'effetto di ridurre la domanda perchè attraverso la distribuzione ai detentori dei depositi di alti interessi aumenta la domanda di beni; nè ha l'effetto, dato che le imprese sono fortemente indebitate, di ridurre l'inflazione da costi. Allora, se ciò è vero, anche le ragioni macro-economiche restano probabilmente delle ragioni di bilancia dei pagamenti. Ciò fa insorgere il timore che se avessimo dei tassi di interesse più bassi si verificherebbe una forte fuga di capitali.

Se però è vero, come non è contestabile, quello che ci ha detto il Governatore sulla sostanziale fregatura — scusate il termine — che chiunque di noi abbia investito in azioni ha preso, nel corso degli anni, mi domando se non sarebbe più appropriato rimettersi su una strada che consentisse una remunerazione economica del capitale di rischio come riparo alla fuga dei capitali. Questa Commissione aveva votato all'unanimità un ordine del giorno in favore di una riduzione della doppia tassazione sul capitale di rischio e sembra che il Governo in questo momento pare sia pronto, nella persona del ministro Pandolfi, ma non ancora nella sua collegialità, ad accogliere la proposta ed abbia anche formulato un disegno di legge: su questo richiamo l'attenzione del Ministro del tesoro.

Tornando al discorso che stavo facendo, mi domando se non sia da invertire tale politica, anche ai fini macroeconomici cui faceva cenno il senatore Visentini.

Vorrei infine rivolgere un'ultima domanda: stiamo sempre più avviandoci, non solo in Italia, ma in tutto il mondo, verso un sistema in cui cresce la propensione alla liquidità dei risparmiatori e diminuisce il loro desiderio di investire, soprattutto in azioni. A questo le autorità monetarie hanno cercato di ovviare attraverso una serie di intermediazioni finanziarie, costringendo le banche ad un certo vincolo di portafoglio che viene impiegato dagli istituti speciali, e via di questo passo. Mi domando se non sarebbe più proficuo introdurre una

6^a COMMISSIONE

6° RESOCONTO STEN. (11 maggio 1977)

qualche forma di vincolo non mediato, ma diretto per il depositante. Cioè ad un certo punto, con formule che si possono studiare, che vanno da quelle incentivate fiscalmente a quelle anche obbligatorie, stabilire che se, poniamo, si ha X di deposito presso un istituto bancario e si vuole avere un tasso di interesse di un certo valore, si deve avere Y per cento in un fondo da investire in azioni.

V I S E N T I N I. Ma in questo modo nessuno porterà più il proprio danaro in banca!

G R A S S I N I. E dove lo collocherà?

V I S E N T I N I. Lo investirà in buoni del tesoro.

G R A S S I N I. Questa era comunque una domanda alla quale io volevo avere risposta. Le azioni qualcuno le dovrà acquistare: per ora le prende lo Stato italiano. Mi domando perciò se di questo passo non arriveremo al fondo della strada, dove troveremo lo Stato che possiede tutte le azioni delle società, industriali e non. Mi chiedo allora se non possiamo, prima di arrivare a questo, trovare altre soluzioni migliori.

L U Z Z A T O C A R P I. Ringrazio, a nome del Gruppo socialista, l'onorevole Ministro del tesoro ed il Governatore della Banca d'Italia per l'interessante relazione svolta, che però io ho potuto scorrere solo adesso. Pertanto mi ero preparato alcune domande, alle quali forse in parte è già stata data risposta, ma che desidero restino comunque verbalizzate.

Prima domanda: attesa la definizione walrasiana del capitale come bene economico utilizzabile ripetutamente nella produzione, ne emerge la particolare importanza quale leva di sviluppo della produzione, cioè forza dinamica che modifica l'andamento corrente ed apre la via allo sviluppo aziendale ed alla espansione economica. In tale funzione è evidente la necessità che il capitale sia prima di tutto « di rischio », la cui superiorità economico-finanziaria consenta

poi di aggregare organicamente in idonea misura quello di credito. Domanda: ritenete che in Italia questo sia stato attuato, o quanto meno siano state prese le decisioni necessarie per consentirlo?

Seconda domanda: in base ai dati internazionali fine 1974 — gli ultimi di cui dispongo — per la capitalizzazione del mercato azionario in percentuale del prodotto lordo, l'Italia si collocava al tredicesimo posto fra i paesi industriali col solo 8 per cento, quindi a notevole distanza da: USA 37 per cento, Canada 31, Svizzera 24, Gran Bretagna 21, Belgio e Olanda 15, Giappone 25. Nel frattempo per l'aumento in termini monetari del reddito nazionale ed il continuo ribasso del mercato azionario, la percentuale dell'Italia è scesa sotto il 6 per cento. Quali spiegazioni rigorosamente valide ritenete che possano avere questi fenomeni e con quali provvedimenti dovrebbero essere corretti?

Terza domanda: l'indice azionario della Borsa valori di Milano (1938 = 1) dal 1960 ad oggi è diminuito da 130 a 35, quindi del 73 per cento. Inoltre la capitalizzazione attuale di tutte le azioni quotate di poco più di 6.300 miliardi (6.925 al 31 dicembre 1976) ingloba oltre 3.200 miliardi di nuove emissioni a pagamento sottoscritte nello stesso periodo. Attuando l'integrazione dei dati, val quanto dire che in pratica è come se l'indice fosse ridotto a 18 volte il 1938 (perché la capitalizzazione attuale di 6.300 miliardi sarebbe probabilmente la metà se non vi fossero stati i versamenti in contanti di 3.200 miliardi). Per sintetico raffronto basti considerare che il potere di acquisto della moneta — assumendo come misura l'indice ISTAT del costo della vita — dal 1938 è diminuito di 200 volte. I risparmiatori che hanno investito in azioni hanno quindi mediamente perso oltre i nove decimi in termini reali. Domanda: nonostante la situazione economico-finanziaria pericolante dell'Italia, non ritenete che la depressione borsistica abbia superato ogni parametro? Quali ne valutate le cause? E quali interventi di concreta efficacia dovrebbero essere deliberati?

Quarta domanda: a pagina 382 della relazione all'assemblea della Banca d'Italia 1976 è pubblicata una tabella sulla struttura del passivo di bilancio delle imprese da cui emerge che già a fine '74 l'indebitamento aveva raggiunto il 76 per cento, e da allora è in progressivo aggravamento. Il testo, invece di segnalare la drammaticità della situazione determinatasi, e quindi di stimolarne la presa di coscienza, quasi si compiace di indicare l'andamento della « struttura per scadenze del passivo verso una situazione di maggiore equilibrio ». Domanda, specialmente rivolta al signor Governatore della Banca centrale: condivide la gravità della situazione dei dati indicati, ed in caso affermativo considera la metodologia seguita come valida per affrontare il problema in modo efficace?

Quinta domanda: credo sia innegabile che contro il risparmio azionario italiano siano state attuate tutte le vessazioni possibili, dal decreto-legge fascista del 25 ottobre 1941 all'articolo 17 d'infausta memoria, per arrivare alla prodezza dell'attuale Governo Andreotti (decreto-legge 10 ottobre 1976), che ha aumentato al 50 per cento, cioè di due terzi, l'aliquota dell'imposta cedolare secca. Il reddito societario, già per sua natura incerto, dopo avere assolto imposte nell'ordine del 50 per cento, all'atto della distribuzione agli azionisti subisce così un ulteriore dimezzamento: in totale l'imposta arriva al 75 per cento, un'aliquota superiore a quella applicabile per lo scaglione di reddito IRPEF di oltre 550 milioni (articolo 21 legge n. 576 del 2 dicembre 1975). Naturalmente il livello dei prezzi ha subito un nuovo tracollo di circa il 15 per cento, ed ancora non sembra che il mercato azionario ne abbia scontato tutte le conseguenze negative.

Domanda: ritenete che tale normativa sia opportuna e che consenta di attrarre nuovi capitali sempre più necessari per effettuare i massicci investimenti indispensabili alla ripresa economica, all'aumento dell'occupazione e allo sviluppo del reddito nazionale?

Sesta domanda: in sede di conversione — *oborto collo* — in legge del decreto di aumento della cedolare secca, il Parlamento

quasi unanime ha invitato il Governo a provvedere ad una radicale modifica introducendo il credito d'imposta.

Perchè nonostante gli affidamenti ed i lunghi mesi trascorsi il Governo non ha ancora provveduto a presentare il relativo disegno di legge? Questa è la domanda che io faccio. Ed inoltre perchè invece delle incerte notizie che ogni tanto provengono da indiscrezioni, una volta per tutte non si prende a base una legge indubbiamente valida e moderna? Prima si parlava della Germania, ed anche questa potrebbe essere una soluzione.

Settima domanda: infine, come misure di intervento legislativo chiedo di conoscere se non ritenete che sarebbe produttore stabilire che:

a) tutte le società, a richiesta dei possessori (che sono nel modo più sicuro piccoli risparmiatori), siano tenute a convertire le azioni privilegiate attualmente in circolazione in altrettante azioni di risparmio affinché sia le imprese che gli azionisti beneficino delle agevolazioni fiscali previste per questo tipo di azioni;

b) le nuove azioni a pagamento emesse al valore nominale nei prossimi cinque anni, anche se di tipo ordinario, fruiscano del trattamento fiscale vigente per le azioni di risparmio;

c) i coefficienti di rivalutazione dei capitali di cui all'articolo 22 della legge n. 576 del 2 dicembre 1975 siano adeguati in modo più approssimato alla concreta realtà.

Da ultimo, mi risulta che la Banca d'Italia, attualmente, utilizzando il cosiddetto « fondo pensioni », interviene, talvolta pesantemente, sul mercato borsistico. Ciò ha anche sollevato critiche da parte degli operatori. Si chiede:

a) di conoscere chi dirige queste operazioni e con quali criteri;

b) se sia fondata la voce che il portafoglio titoli in possesso di detto fondo sia inflazionato di azioni di società in grave situazione finanziaria;

c) se, in considerazione del fatto che detto intervento può provocare per il suo

notevole peso anche forti variazioni di prezzo, non si ritenga di regolamentarlo o, quanto meno, pubblicizzare l'entità e la quantità del portafoglio detenuto dalla Banca d'Italia;

d) se l'onorevole Ministro non ritiene sia urgente ed indilazionabile porre un freno legislativo all'acquisto di « proprie azioni » da parte di società, che in questo modo vengono ad attuare un « disimpegno » verso gli indispensabili investimenti produttivi. Questo fenomeno, che si sta allargando notevolmente, è stato anche pubblicizzato e preannunciato in conferenze stampa da parte di amministratori responsabili delle società stesse, il che se forse non configura il reato di aggio, quanto meno appare un comportamento anomalo.

P R E S I D E N T E . Dato il considerevole numero delle sue domande, senatore Luzzato Carpi, forse sarebbe opportuno che lei ce le facesse pervenire (vedo che sono scritte) affinché noi, a nostra volta, le possiamo inviare all'onorevole Ministro.

G R A S S I N I . Vorrei chiedere all'onorevole Ministro del tesoro, in relazione all'ultima tabella che ci ha data, se essa si riferisce all'universo delle imprese italiane; in tal caso vi sarebbe una parziale risposta alla domanda del senatore Visentini. Personalmente, però, non capisco bene quali imprese siano.

A L E T T I . Abbiamo ascoltato due splendide relazioni, che evidenziano una realtà tragica: l'attuale situazione, infatti, è effettivamente tragica per gli investitori. Ciò evidenzia che se questa indagine conoscitiva non fosse stata proposta ed accettata da questa Commissione, avrebbe dovuto ugualmente essere promossa per evidenziare una realtà che aspetta soluzioni pratiche: perchè è di questo che ci dobbiamo occupare, non di un passato effettivamente non più nostro.

Il ministro Stammati, saggiamente, ha iniziato la sua relazione ricordando — e poteva sembrare pleonastico — che la Borsa è

un mercato. E dalla condizione di mercato — ve lo posso dire per esperienza perchè di questo mi occupo quando non sono impegnato nell'attività, tanto gravosa e prestigiosa, di parlamentare — non si può prescindere. Si possono fare sogni magnifici, ma se abbiamo un mercato (si è parlato di istituto borsistico) che non funziona, più lo alimentiamo e più creiamo lo sfacelo. Abbiamo bisogno, prima di tutto, di una buona organizzazione tecnica per risolvere il problema.

Mercoledì scorso abbiamo ascoltato i rappresentanti della CONSOB, i quali ci hanno detto una cosa molto giusta, che tutti sappiamo essere logica, cioè che la CONSOB non può funzionare con personale non suo; che avrebbe bisogno di un ruolo autonomo per il suo personale. Attualmente cinque dirigenti del Ministero del tesoro distaccati presso la CONSOB (denominati commissari della CONSOB, ex ispettori del Tesoro) svolgono compiti di controllo sulle 10 Borse valori operanti nel nostro paese. E non è compito da poco, anche perchè qualcuno è presente tre volte al mese, qualche altro tre settimane al mese, mentre due Borse, quella di Genova e di Milano, usufruiscono di un proprio commissario per tutto il mese. Ma si tratta di un soldato che deve fare la guerra da solo. Il commissario, infatti, deve a Milano controllare i 143 agenti di cambio, le società finanziarie, eccetera; ed è ovvio che, qualche volta, nel dubbio si astiene perchè il problema che deve affrontare è talmente ampio che coinvolge tutta la sua responsabilità.

Questo personale, inoltre, riceve stipendi ed indennità disperse, mentre sarebbe, forse, più opportuno che gli emolumenti venissero dati da un'unica fonte e che il personale svolgesse il proprio compito con coscienza e soprattutto con l'ausilio di altro personale, perchè non è possibile che i commissari non possano avvalersi di personale locale. Allo stato attuale i commissari possono essere coadiuvati nello svolgimento delle loro mansioni presso le singole Borse da personale distaccato dalla tesoreria provinciale del Tesoro, dietro loro richiesta, oltre che dagli

impiegati d'ordine messi a disposizione dalle Camere di commercio.

È del tutto evidente che un sistema di questo genere è ingovernabile; se un commissario deve svolgere la sua attività deve potersi scegliere il personale ed essere responsabilizzato.

Per quanto concerne la categoria degli agenti di cambio, sono successi vari scandali. Ora, il Ministero del tesoro ha ceduto tutti i suoi poteri alla CONSOB, ma ha trattenuto quello sulla disciplina dei concorsi e sulla disciplina degli agenti di cambio; dal momento, però, che esiste un Ordine professionale, questo giustamente vuole poter avere una certa ispezione sui suoi membri ed avere la facoltà di poter espellere coloro che si dimostrano indegni.

Io sono, forse, un po' insistente, ma negli ultimi mesi ho chiesto almeno otto volte al Ministero del tesoro ed al Ministero di grazia e giustizia di fare una riunione congiunta per cercare di trovare una soluzione pratica al problema.

S T A M M A T I, ministro del tesoro. Ho già detto che sono disponibile per questa riunione.

A L E T T I. So che lei, signor Ministro, è disponibile. Sta di fatto, però, che il suo Ministero non si decide mai a fare questa riunione. Mi permetto, perciò, di sollecitarla ancora una volta.

Passo, ora, a fare altre domande.

Il Tesoro, per finanziare il proprio *deficit* ha proceduto all'emissione dei buoni ordinari del tesoro in modo sostanzioso; ciò, però, ha messo fuori mercato altre alternative di impiego da parte dei risparmiatori. Ritiene il Ministro che questa sia una situazione temporanea?

Un altro quesito non di grande portata, ma che ha, comunque, la sua importanza è il seguente: qual è il costo degli uffici del Ministero del tesoro presso le singole Borse valori?

E ancora: l'articolo 1 della legge n. 216 stabilisce che la sede della CONSOB è a Roma, ma non vieta l'istituzione di uffici

distaccati in altre città. Abbiamo chiesto alla CONSOB — e chiedo a lei, signor Ministro — se ritiene che il mercato mobiliare italiano possa avere maggiore funzionalità con la costituzione di un ufficio distaccato della CONSOB sulla piazza di Milano, che è quella quantitativamente e qualitativamente più importante, così come avviene in America, dove la sede più importante della consorella SEC non è a Washington ma a New York.

L'ultima domanda che desidero fare al ministro Stammati è la seguente: una delle remore più pesanti alla quotazione di titoli esteri in Italia è data dall'obbligo del deposito infruttifero del 50 per cento per l'impiego in titoli esteri. Ritiene possibile la eliminazione di questo vincolo almeno per i titoli esteri quotati ufficialmente in Italia?

Passo, ora, ai quesiti che desidero porre al professor Baffi, scusandomi con il Presidente e gli onorevoli colleghi se abuso del loro tempo.

Il primo è questo: quali ostacoli si frappongono ancora all'istituzione anche in Italia di un servizio per la centralizzazione del movimento titoli? Questa è una domanda che ho fatto ripetutamente (in novembre, nel corso di un'udienza che abbiamo avuto e in gennaio al direttore della Banca d'Italia), ed ho avuto assicurazioni che l'organo preposto alla cura di queste cose l'avrebbe dovuto attuare in aprile. Quattro giorni prima della fine di aprile mi sono permesso di sollecitare (ma con poca fortuna perchè è stata interpretata come cosa sgarbata, mentre non era tale nelle mie intenzioni) questa centralizzazione del movimento di 100 milioni di certificati in circolazione di 2.300 qualità diverse. Con questa situazione, infatti, il furto di un miliardo alla Banca d'Italia può essere una cosa da educande (anche se poi è stato recuperato), perchè chi ricicla, chi maneggia, chi spaccia queste cose può imbrogliare chiunque: dalla Banca d'Italia al Ministero del tesoro, al più minuto risparmiatore, perchè nessuno conosce le caratteristiche di 2.300 qualità suddivise in 100 milioni di pezzi.

Al riguardo, comunque, mi sono state date assicurazioni dal direttore generale della

Banca d'Italia che entro maggio partirà questa centralizzazione del movimento dei titoli; e ciò costituirà un grosso risparmio ed una grande sicurezza, perchè allo stato attuale, si verificano furti e falsificazioni per cifre molto ingenti. Faciliterà, inoltre, anche il compito delle stanze di compensazione, che muovono solo a Milano 1.320.000 certificati azionari ed un 1.812.000 certificati obbligazionari all'anno.

Altro quesito: una parte dei problemi finanziari delle imprese italiane dipende dall'assenza di un mercato monetario; dopo l'ampia diffusione dei buoni ordinari del tesoro e le prime negoziazioni di accettazioni bancarie, ritiene sia ormai indifferibile l'istituzione di un mercato monetario anche in Italia?

Altra domanda: ai fini di una più ampia trasparenza del mercato e di maggiori garanzie degli intermediari, ritiene utile il deposito dei conti correnti degli agenti di cambio presso la Banca centrale? So che alcuni miei colleghi agenti di cambio sarebbero nettamente contrari di fronte a tale proposta. Sta di fatto, però, che in Francia tutti i denari degli agenti di cambio sono depositati unicamente presso la Banca centrale: e questo costituisce una garanzia ed un controllo. Ora io chiedo: qualora si addivenisse ad una soluzione del genere, quale remunerazione di interesse dovrebbe essere prevista? Questo perchè, evidentemente, anche gli agenti di cambio devono ricevere, per questi depositi, una remunerazione, così come la riceve qualsiasi persona o società, e così come avviene per gli agenti di cambio in Francia, rifacendomi all'esempio portato poc'anzi.

L'ultimo quesito è questo: dall'audizione, in questa sede, della CONSOB è emersa la necessità di comunicare periodicamente le posizioni « allo scoperto » degli operatori di Borsa. La Banca d'Italia è l'organo più idoneo ad accentrare tali dichiarazioni e a diffonderle in modo aggregato tempestivamente al mercato. Ritiene che sia imminente l'adozione di tale provvedimento?

Il professor Miconi ci ha detto che sarebbe stata fatta la proposta. Noi aspettiamo la precisazione.

P R E S I D E N T E . Se nessun altro domanda di parlare possiamo passare ad ascoltare le risposte prima del governatore della Banca d'Italia Baffi, poi del ministro Stammati. Non pretendiamo che essi rispondano a tutte le domande, ma riteniamo che taluni interrogativi possano essere subito sciolti ed eventualmente possano essere integrati successivamente.

B A F F I . Sono messo in difficoltà dal carattere generale di qualcuna delle domande che investono argomenti di politica monetaria e vanno molto al di là dei problemi specifici della Borsa; veramente io stesso ho dato il destro alle vostre domande ampliando in alcuni punti l'orizzonte della mia relazione. Devo dire che francamente sono un po' sorpreso, parlo con amicizia, di quanto ha detto il senatore Visentini riguardo al problema di giustizia distributiva tra le varie forme di investimento del risparmio, tenendo conto che, negli ultimi anni almeno, vi è stato, diciamo, un minore sottoprivilegio per l'investitore nel deposito e risparmio il quale ha colto un interesse. Ma tale interesse non ha compensato il tasso di inflazione perchè la remunerazione media del deposito è del 9 per cento e il tasso di inflazione è salito al 20 per cento; proprio la popolazione dei depositari è stata la maggiore vittima presa nel processo di trasferimento a vantaggio degli utilizzatori del risparmio e, ripeto, sono sorpreso che il senatore Visentini voglia risolvere il problema di giustizia distributiva nel senso di ridurre i risparmiatori alla stessa sorte degli altri operatori economici, cioè nel senso di un logoramento ancora più rapido del loro capitale. Bisognerebbe, invece, cercare una soluzione, come mi sembrava fosse l'intento di questa audizione, nel senso di restituire possibilità di frutto alle altre forme di investimento. Naturalmente, vicino al problema di giustizia distributiva, vi è un problema di utilità sociale; chiaramente i risparmiatori si sono rifugiati nel deposito, per esempio abbandonando i titoli a reddito fisso, perchè hanno avuto al tempo stesso una maggiore garanzia nel valore almeno nominale, se non reale, del loro credito e

6^a COMMISSIONE

6° RESOCONTO STEN. (11 maggio 1977)

una certa garanzia di frutto, sia pure non tale da compensare la perdita dovuta all'inflazione. Ora, anche se tartassiamo questa forma residua di investimento del risparmio, che prende oltre il 60 per cento di tutte le attività finanziarie, il risultato sarà quello di uccidere il risparmio medesimo o di imprimergli distorsioni di un forte contenuto antisociale come la fuga all'estero, che crea quel problema accennato dal senatore Visentini e che abbiamo rilevato alla fine del 1975 quando, in uno sforzo di espansione dell'economia, si è lasciato che si verificasse una caduta dei tassi di interesse a breve e a lungo che ha incoraggiato, ad esempio, le forme di rimborso dei debiti in valuta, una delle ragioni più gravi della crisi valutaria. Ma a parte questo, vi è sempre la possibilità di investire il risparmio in beni rifugio che indubbiamente è una forma antisociale perchè a livello macroeconomico non è nemmeno risparmio, in quanto si tratta di scambiare tra mani diverse un certo *stock* di beni esistenti, salvo per il caso delle case di nuova costruzione. Ho notato che il senatore Visentini ha sottolineato il suo dissenso sulla mia impostazione secondo la quale occorre mantenere remunerati i tassi sui minimi depositi bancari e, in proposito, ho dato una risposta; desidero, però, aggiungere altre due considerazioni. Riguardo al problema del finanziamento del Tesoro è chiaro che se si vuole mantenere un certo volume di intermediazione bancaria bisogna che i tassi sui depositi siano competitivi, in parte almeno, con i tassi del finanziamento del Tesoro. Credo che su questo punto vi sia accordo con il Ministro con il quale abbiamo spesso scambiato idee in proposito; quindi, se assumiamo come un dato il finanziamento del Tesoro per un certo disavanzo, in certe forme e, conseguentemente, a certi tassi per non cadere in una creazione eccessiva di base monetaria, il tasso sui depositi risulta determinato, ove si voglia mantenere un certo flusso di intermediazione bancaria. Devo dire che le grandi banche si lamentano che stanno perdendo rapidamente quote di mercato, perchè gli investitori più sofisticati

investono in buoni del tesoro. Naturalmente circa la necessità di finanziare il Tesoro è chiaro che se, dato un certo disavanzo — e questo non è un problema di nostra competenza, ma generale —, il Tesoro avesse voluto finanziarlo a lunga avrebbe determinato una impennata sui tassi del mercato finanziario a lungo tale da determinare una grossa caduta in tutto il valore dello *stock* di ricchezza finanziaria, quindi una disaffezione totale per gli investimenti in titoli. Pertanto, si è operato correttamente lasciando che si aprisse la forbice tra tassi a breve e tassi a lunga e cercando di difendere il corso dei titoli a lunga non lasciando che i tassi salissero troppo e, quindi, accettando un alto tasso sui buoni del tesoro per evitare il finanziamento monetario.

L'altra risposta è che i sistemi bancari che avevano norme che impedivano la remunerazione dei conti correnti, come lei sa, senatore Visentini, stanno abbandonando tali norme.

V I S E N T I N I . Io ho detto che il problema è il tasso, cioè il livello. In Italia vanno mantenute le remunerazioni sui conti correnti; non è pensabile che si possa sostenere il contrario, come in passato è avvenuto da parte delle casse di risparmio. È poi esatto che oggi ci si trascina dietro il problema delle obbligazioni e del medio e lungo periodo, che dipende da un errore del passato quando con le emissioni obbligazionarie degli istituti speciali si sono finanziati i debiti dello Stato. È stata una delle invenzioni più diaboliche per distruggere il finanziamento delle imprese.

B A F F I . Posso prendere atto di questa osservazione che, però, non investe la mia responsabilità.

Data la brevità del tempo disponibile, passo a rispondere alle domande del senatore Grassini.

V I S E N T I N I . Scusi, cosa risponde sulla disaggregazione dei dati?

B A F F I . Lei ha visto che un certo inizio c'è già, però a livello individuale indub-

6^a COMMISSIONE

6° RESOCONTO STEN. (11 maggio 1977)

biamente dobbiamo farla anche a livello macroeconomico. Prendo nota della raccomandazione che cercheremo di seguire.

G R A S S I N I . Sarebbe veramente un grande apporto.

B A F F I . Il senatore Grassini ha detto che, in fondo, corrispondere tassi alti ai depositanti e ai detentori di attività finanziarie non riduce la domanda perchè questi valendosi del frutto del loro risparmio possono anzi alimentarla. Devo dire che se si esegue il confronto tra lo sviluppo dello *stock* di ricchezza finanziaria in Italia in questi ultimi decenni e quello che sarebbe stato lo sviluppo, ove i risparmiatori si fossero limitati al reinvestimento dei frutti, si vede che non è cessato un forte flusso di risparmio nuovo, perchè se si pensa che i risparmiatori nel 1976 erano partiti da 130 con un compenso medio del 7,8 per cento, non di più che avrebbero consentito di mandare a capitale 10 miliardi, ma in tutto se ne sono invece formati 30, vuol dire che due terzi del flusso della ricchezza finanziaria eccede il possibile reinvestimento di tutti gli interessi sullo *stock* preesistente; pertanto, non direi che questi frutti sono andati ad alimentare i consumi, bensì in gran parte una nuova formazione di risparmio. Lei ha ragione, senatore Grassini, nel dire che l'insistenza sulla politica monetaria incide su una componente che è la più nobile, quella degli investimenti; è chiaro che dall'altro lato della barriera si trovano utilizzatori del credito sensibili al tasso, anche se questo non vale per molti utilizzatori del settore pubblico e purtroppo è per questo che il meccanismo non funziona bene, perchè non c'è riduzione della domanda, il tasso non disincentiva la domanda, ma nella misura in cui sussiste in questo paese una parte di operatori sensibili al tasso, il tasso alto riduce la domanda di investimento. La conclusione è che occorre un diverso *mix* di politica monetaria con la politica fiscale e con la politica dei redditi. È una considerazione abbastanza ovvia che non svilupperò.

Circa il fatto di imporre vincoli al singolo depositante, a me pare che l'effetto si ottiene ugualmente con i vincoli imposti alle aziende di credito.

G R A S S I N I . Ma io dico che imponendoli al singolo si ricrea un minimo di autonomia individuale, di selezione di mercato.

B A F F I . Ma il singolo già ne risente in quanto ha scelto l'azienda di credito che è limitata da una riserva bancaria obbligatoria, da un vincolo di portafoglio e dal *plafond* sugli impieghi. Tutto questo, poi, non è coerente con il tipo di economia che vogliamo gestire perchè è chiaro che vi sono situazioni diverse, processi di aggiustamento che si fanno o meno a seconda delle decisioni prese centralmente, però il risultato generale di questi vincoli è che il rendimento medio dell'attivo è molto minore di quello che sarebbe se l'azienda avesse la scelta degli impieghi, sempre in considerazione del fatto che se c'è una domanda nel settore pubblico, l'azienda si può rivalere in quel settore. Il ministro Stammati è già intervenuto rescindendo il rapporto tra aziende ed enti locali, però nella misura in cui questo vale, riducendo il rendimento medio dell'attivo, è chiaro che l'azienda può trasferire un minor frutto al depositante; quindi, mi pare che quello che lei vuole, senatore Grassini, si ottiene attraverso i vincoli sulle aziende.

Le domande del senatore Luzzato Carpi credo che trovino tutte le risposte nella mia relazione; quello che lei ha detto, senatore, è già servito a portare argomenti alle impostazioni date sia dal Ministro che da me. Comunque, so che lei ha preparato un testo e se me lo vuole consegnare farò io stesso un confronto con la mia relazione per vedere se qualche argomento è rimasto scoperto.

A proposito dei fondi-pensione mi pare che vi sia un conflitto interno nei suoi quesiti, in quanto ha rammentato ed ha quantificato la caduta del mercato azionario che si è svolta in maniera molto diseguale e vi

sono momenti in cui se fosse stata lasciata libera sarebbe divenuta senza fine. Ora, vi è un organo che si è dato carico di conciliare l'interesse aziendale con l'interesse generale alla stabilità del mercato, se ne è dato carico limitatamente perchè vi sono stati investimenti limitati, allora ci si domanda perchè si è fatto tutto questo se si vuole lasciare un mercato fragile e instabile senza nessun meccanismo di stabilizzazione. Se anche il fondo-pensioni nel determinarsi non avesse un occhio di riguardo a certe esigenze di stabilità del mercato, allora vuol dire che contribuiremo anche per questa strada alla rovina totale della Borsa.

Il nostro modo di operare è stato — mi consenta di dirlo — guidato esclusivamente da una certa considerazione sugli interessi di stabilità del mercato anche in questo settore. Naturalmente nel settore del reddito fisso si è fatto, soprattutto nel passato, molto di più; dal 1965 al 1969 si sono praticamente stabilizzati i corsi delle obbligazioni ed anche dopo la crisi del 1969, per due o tre anni, di nuovo si è fatta una politica di stabilizzazione. Anche questo è un grosso problema: voglio dire però che la distribuzione nei due settori è stata molto diversa e che al reddito variabile è stata dedicata solo una attenzione relativamente assai minore.

Per quanto riguarda le domande rivoltemi dal senatore Aletti, debbo dire che ad esse posso dare al momento solo delle risposte provvisorie, riservandomi però la libertà di correggerle in seguito dopo aver sentito i miei tecnici. Si tratta infatti di questioni delle quali si occupa il vice direttore generale, dottor Sarcinelli, che, se fosse qui, potrebbe dare senz'altro delle risposte più complete. Dirò comunque che gli studi per la centralizzazione del movimento titoli sono andati avanti con un certo passo; del resto, lo stesso senatore Aletti ha detto, se non sbaglio, di avere avuto assicurazioni che sono prossimi a concludersi.

Aggiungo poi che a me non risultava che ci fossero stati furti e falsificazioni in sede di stanza di compensazione: ad ogni modo, si sembra che questa questione sia ancora

quella di cui alla prima domanda, sia pure posta in forma diversa.

A L E T T I . Non ho detto che ci siano stati furti e falsificazioni ma che dei titoli consegnati nella stanza di compensazione molti sono rubati e falsificati e che di questo ci si accorge a distanza di anni. La stanza di compensazione è un tramite: se ci fossero questi nuovi istituti evidentemente si ridurrebbero i furti e le falsificazioni.

B A F F I . Per quanto riguarda la creazione di un mercato monetario, dirò che questo è evidentemente dominato dai buoni del tesoro; l'interbancario inoltre è molto attivo. Quindi, abbiamo già due segmenti del mercato monetario, però prima di diffondere dei titoli di mercato monetario emersi dal settore privato bisognerebbe almeno attendere che il Tesoro trovi o da finanziare un minor *deficit* di quello attuale o da finanziarlo in modo diverso. A mio parere, appare comunque prematura l'istituzione di un mercato delle accettazioni bancarie

A L E T T I . Mi permetto di precisarle che questo incontro ha uno scopo di documentazione in ordine ad una proposta di riforma della Borsa, per cui la cosa non è contingente.

B A F F I . Non sappiamo peraltro come dovremmo trattare queste accettazioni bancarie: se come titoli o come impieghi. Non sono insomma, per così dire, nè carne nè pesce, per cui dobbiamo ancora riflettere e vedere come classificarle.

Mi riesce poi nuova la proposta di accentrare il deposito dei conti correnti degli agenti di cambio presso la Banca centrale. Noi avevamo dei depositi da 15 giorni a tre mesi, ma li abbiamo tutti aboliti; attualmente abbiamo solo depositi a 8 giorni, su cui paghiamo l'1 per cento. Al riguardo occorrerebbe però, anzitutto, una modifica della legislazione; cioè allo stato attuale non abbiamo gli strumenti legislativi necessari. Sul merito della questione mi riservo, comunque, di riflettere ulteriormente.

6^a COMMISSIONE

6° RESOCONTO STEN. (11 maggio 1977)

A L E T T I . Manca la risposta alla domanda relativa alle segnalazioni speculative.

B A F F I . Non ho visto passare la relativa pratica sul mio tavolo, la questione va studiata. Non credo però che un provvedimento del genere sia imminente.

P R E S I D E N T E . Ringrazio il governatore della Banca d'Italia, professor Baffi e do quindi la parola all'onorevole Ministro del tesoro.

S T A M M A T I , *ministro del tesoro.* Il Governatore della Banca d'Italia ha già dato una serie di risposte che, per quanto mi riguarda — non posso certo sostituirmi a coloro che le hanno ricevute — considero abbastanza esaurienti. Con molta gentilezza egli ha anche detto che in qualche punto ha invaso il mio cammino: al riguardo posso dire che noi lavoriamo così in tandem, così d'accordo che non vi è stata nessuna invasione di campo di cui mi possa lagnare.

Così, ad esempio, il Governatore della Banca d'Italia ha già dato una risposta alla prima domanda del senatore Visentini circa il tentativo di dividere gli aggregati, il complesso delle imprese private da quello delle imprese a partecipazione statale.

Per quanto riguarda, poi, la possibilità di rendere più omogenei i dati di queste rilevazioni — il capitale nominale che ha un valore storico, i termini che si sono formati in anni successivi, quindi con valori monetari diversi, la rivalutazione per conguaglio monetario — vorrei che mi fosse permesso di fare un approfondimento ulteriore anche con i tecnici statistici. Mi pare comunque che il problema si ricolleggi ad alcuni studi che sono stati fatti — se non sbaglio, uno studio del genere è stato fatto proprio dal senatore Visentini — circa la creazione in un periodo di inflazione di una contabilità a valori costanti, una cosiddetta contabilità per l'inflazione.

In ordine alla questione del credito di imposta, posso dire che il ministro delle finanze, onorevole Pandolfi, che verrà qui la settimana prossima, darà una risposta pre-

cisa per quanto riguarda la parte fiscale, ai cui problemi io ho appena accennato. In proposito, debbo dire che il Governo si è già espresso favorevolmente, in linea di massima, sul progetto del Ministro delle finanze relativo al credito di imposta dopo un primo esame collegiale e che la deliberazione definitiva è stata per il momento rinviata solo per alcune questioni di dettaglio.

Per quanto concerne il problema relativo al tasso degli interessi, ho poco da aggiungere a quanto ha detto in proposito il Governatore della Banca d'Italia, soprattutto per quanto si riferisce alle questioni monetarie; posso dire che il bollettino delle tendenze monetarie della Banca commerciale italiana, che io ho tenuto a battesimo, ha introdotto l'usanza di distinguere i tassi nominali da quelli reali degli interessi, proprio per mettere in relazione il fenomeno nominale della liquidazione degli interessi con l'andamento del tasso degli interessi stessi.

V I S E N T I N I . Il tasso reale su che indice, però, viene determinato? Sul costo della vita, sui prezzi all'ingrosso, o su che altro? Dico questo perchè ogni indice è, a sua volta, convenzionale.

S T A M M A T I , *ministro del tesoro.* Certamente: abbiamo comunque cercato in qualche modo di introdurre questo primo ragionamento, di distinguere cioè un tasso nominale, puramente monetario ai valori correnti, da un tasso reale. Adesso peraltro non ricordo i particolari tecnici, che vennero illustrati in una nota. Posso dire al riguardo che il lavoro fu svolto essenzialmente dal professor Mario Monti, il quale indicò appunto con quale metodologia si passava dal tasso nominale al tasso reale. Si trattò indubbiamente di un tentativo, che allora fu apprezzato anche dall'autorità monetaria, di cui a quel tempo io ero un umile amministrato.

Per quanto mi riguarda, ritengo con questo di avere risposto anche alle domande poste dal senatore Grassini, sia in ordine al credito di imposta, sia in ordine agli effetti della inflazione sui bilanci delle aziende.

6^a COMMISSIONE

6° RESOCONTO STEN. (11 maggio 1977)

G R A S S I N I . Gradirei avere una risposta circa i dati della tabella 5 allegata alla sua relazione.

S T A M M A T I , ministro del tesoro. Posso dire che questi dati si riferiscono a tutte le aziende.

G R A S S I N I . Comprendono tutte le società per azioni?

B A F F I . Anche le società non per azioni; comprendono insomma tutte le imprese.

G R A S S I N I . Questo è estremamente importante.

S T A M M A T I , ministro del tesoro. Per quanto riguarda i quesiti posti dal senatore Luzzato Carpi, a me pare che una parte di essi abbia avuto già almeno un principio di risposta. Mi assocerei comunque al Governatore della Banca d'Italia nel chiedere, se è possibile, il testo scritto di tali domande, in modo da dare in seguito una risposta più precisa alle questioni che non avessero avuto una risposta completa.

Passando ora a considerare le domande rivoltemi dal senatore Aletti, dirò che al mio arrivo al Ministero del tesoro ho trovato già formulati la legge n. 216 e il decreto n. 138, che prevedono ancora alcune competenze del Ministero del tesoro accavallate con quelle della CONSOB. Al riguardo io ritengo che talune attribuzioni che attengono alla politica monetaria e, quindi, al regime generale debbono rimanere nella sfera di competenza del Ministero del tesoro, mentre se si potessero eliminare tutte quelle inutili forme di controllo, di revisione o di formalizzazione dei provvedimenti — siamo pronti eventualmente alla discussione di una modifica della legge n. 216 e quindi dei successivi decreti di applicazione — non avremmo alcuna difficoltà a rivedere tali competenze del Tesoro, ritenendo assolutamente inutile mantenere delle competenze cui non corrisponde una sostanza di poteri nè, soprattutto, una utilità di carattere generale.

Per quanto riguarda poi la formazione di un ruolo separato per la CONSOB, so che

una richiesta in proposito è stata avanzata qui dal presidente della stessa CONSOB. Ho letto l'intervento svolto e gli argomenti portati a sostegno di tale tesi e debbo dire che, mentre da una parte mi rendo conto dei motivi che lo hanno indotto ad avanzare una richiesta in tal senso, dall'altra parte mi rendo anche conto delle ragioni per le quali il legislatore nel formulare la legge n. 216 prevede solo il distacco da altre amministrazioni dello Stato.

Mi pare inoltre che il presidente della CONSOB abbia già avanzato la richiesta che venga precisato che non soltanto le amministrazioni dello Stato, ma anche altre pubbliche amministrazioni possono distaccare personale presso la CONSOB.

Al riguardo dirò che noi abbiamo una grossa preoccupazione. La CONSOB infatti è stata concepita come una commissione ed è stato previsto che per talune attribuzioni essa potesse usufruire di questo personale distaccato. Appena nominato Ministro del tesoro mi sono subito preoccupato di chiamare il presidente della CONSOB per impostare insieme la soluzione di alcuni problemi, fra cui anche quello — la cui soluzione era doverosa da parte dell'Amministrazione e che era rimasta in sospenso — della determinazione del compenso non solo per i commissari, ma anche per i verificatori, gli analisti finanziari. Questo in pieno accordo con i commissari stessi e con il presidente. Ora, io temo che, se noi procediamo alla formazione di un ruolo separato del personale della CONSOB, per il quale si richiede un trattamento differenziato, rischiamo di avere degli effetti moltiplicatori. L'eventuale concessione di trattamenti economici più favorevoli al suddetto personale potrebbe dar luogo insomma ad altre richieste di miglioramenti. Per quanto riguarda gli analisti finanziari si è trovata una formula con l'assunzione di persone che, avendo determinate qualità, debbono avere un determinato trattamento, indipendentemente dal trattamento dello Stato: ritengo però che sia difficile sostenere che, ad esempio, l'usciera della CONSOB deve avere un trattamento diverso da quello dell'usciera del Ministero del tesoro.

6^a COMMISSIONE

6° RESOCONTO STEN. (11 maggio 1977)

A L E T T I . Non è tanto l'usciera, quanto sono i tecnici che non si trovano con quegli stipendi!

S T A M M A T I , *ministro del tesoro*. Io mi limito a dire che si tratta di un problema di cui non sottovaluto l'importanza, ma come Ministro del tesoro debbo preoccuparmi del fatto che, immediatamente dopo, questa richiesta di trattamenti particolari si diffonde. A tale riguardo ci sono degli esempi numerosi proprio nella mia amministrazione della quale *pro tempore* ho la responsabilità.

Per quanto riguarda gli ispettori del Tesoro, i cosiddetti commissari CONSOB, ho la vecchia esperienza di quando ero direttore generale del Tesoro e non c'era la CONSOB, ma c'erano degli ispettori. È stato già ricordato questo problema: c'era un solo ispettore a Milano ed era come un solo soldato che deve fronteggiare una grossa battaglia. È un problema sul quale mi oriento, che dobbiamo esaminare.

Per quanto riguarda il problema del finanziamento del *deficit* del Tesoro attraverso l'emissione dei buoni del tesoro e quindi del relativo tasso di interesse, mi rimetto a quanto ha detto il Governatore della Banca d'Italia, ricordando quello che ho avuto occasione di dire in un'altra Commissione del Senato, cioè che, in realtà, noi dobbiamo guardare a monte del problema, mentre tutto questo nasce dal lievitare della spesa pubblica la quale costringe a questi *deficit* il settore pubblico, in particolare quello del Tesoro, e di conseguenza costringendo il Tesoro stesso alle varie forme di finanziamento. Quindi dovremo ancora una volta tutti quanti fare appello specialmente alle Commissioni finanziarie, sia del Senato che della Camera dei deputati, affinché siano solidali con il Ministro del tesoro il quale, per quanto egli possa essere immeritevole per tante ragioni, quando chiede una severità nella gestione della pubblica spesa merita certamente solidarietà.

Le Commissioni di merito — debbo dirlo — danno l'esempio, per cui si verifica a tanti livelli (dal livello delle scelte impren-

ditoriali e sindacali al livello governativo, al livello parlamentare) che si sceglie sempre la soluzione più inflazionistica. So di essere in disaccordo con taluni scrittori più impegnati, ma certamente ritengo che le Camere hanno avuto una origine storica di carattere finanziario perchè erano nate per frenare le spese del principe; adesso si sostiene invece che in una società industrializzata le Camere debbano promuovere la pubblica spesa.

Ora, siamo arrivati a livelli talmente elevati di pubblica spesa che — e questa è la mia preoccupazione — coloro che hanno, o come Esecutivo o come parlamentari, la responsabilità del controllo della spesa pubblica, del suo volume, della sua qualità, dovrebbero veramente aiutarci in questa difficile battaglia.

Per quanto riguarda il costo degli uffici del Ministero del tesoro presso le singole Borse valori, farò l'analisi e darò poi la risposta o in forma privata o depositandola presso la segreteria della Commissione.

Circa la sede della CONSOB, che la legge stabilisce debba essere Roma, nulla vieta l'istituzione di uffici distaccati in altre città. Anche qui ci troviamo di fronte al pericolo che si voglia mettere una agenzia della CONSOB in qualche Borsa. Io sono stato aspramente rimproverato per avere detto che la Borsa di Torino era una Borsa minore. Io, invece, avevo semplicemente riferito, all'altro ramo del Parlamento, che vi erano due opinioni: una, di mantenere due Borse soltanto in tutta Italia (a Roma e a Milano), sopprimendo tutte le altre; l'altra, alla quale mi pare acceda il presidente della CONSOB, ma sulla quale non ho espresso alcuna opinione proprio per non entrare in polemica con nessuno, di mantenerle tutte. È un problema che esiste, così come qui si pone il problema se la CONSOB può avere una agenzia distaccata a Milano...

A L E T T I . Oppure una sede a Milano ed una agenzia a Roma.

S T A M M A T I , *ministro del tesoro*. L'ultima domanda si riferisce all'obbligo del deposito infruttifero del 50 per cento per

l'impiego di titoli esteri. Mi rendo conto di questo, però anche il senatore Aletti dovrà rendersi conto che dobbiamo attendere una certa evoluzione in senso ancora più favorevole della bilancia dei pagamenti valutari.

Debbo dire ancora — perchè la cosa mi è giunta all'orecchio — che ci sono due regolamenti della CONSOB che sono in attesa di approvazione: uno, relativo alla organizzazione e al funzionamento della Commissione nazionale, che è stato mandato al Ministero del tesoro e alla Presidenza del Consiglio in data 1° marzo 1977 ed è stato rimandato dal Ministero del tesoro alla Presidenza del Consiglio in data 31 marzo 1977, dopo averlo esaminato (naturalmente da parte della Presidenza del Consiglio c'era l'avvertenza che era necessario acquisire il parere del Consiglio di Stato, per cui il ritardo probabilmente dipende dalla necessità di acquisire questo parere: io pregherò eventualmente l'Ufficio legislativo della Presidenza di sollecitare l'organo consulente e consultivo dello Stato); l'altro è il regolamento di amministrazione e contabilità che abbiamo avuto in data 2 aprile 1977 e che, essendo più complesso, sta per essere esaminato. Lo restituirò nei prossimi giorni alla Presidenza del Consiglio dei ministri. So che alcuni termini sono collegati all'approvazione di questi regolamenti, per cui affretterò anche la risposta alla Presidenza del Consiglio per quanto riguarda il regolamen-

to di amministrazione e contabilità, che certamente è più complicato in quanto contiene delle norme che riguardano proprio la spesa, il personale e via dicendo.

Mi scuso di avere dato solo delle risposte sommarie, ma per le risposte scritte mi riservo poi, se il senatore Luzzato Carpi mi farà pervenire il testo delle sue domande, di dare maggiori delucidazioni o direttamente o al Presidente della Commissione.

P R E S I D E N T E . All'onorevole Ministro del tesoro e al Governatore della Banca d'Italia esprimo il ringraziamento e il compiacimento della Commissione per le ottime relazioni che ci sono state fornite e per il valido contributo che essi hanno dato a questa indagine conoscitiva. Nell'occasione, formulo anche un vivissimo augurio per la attività altamente impegnativa cui sia il Ministro del tesoro che il Governatore della Banca d'Italia sono chiamati.

Non facendosi osservazioni rinvio il seguito dell'indagine ad altra seduta.

La seduta termina alle ore 13,20.

SERVIZIO DELLE COMMISSIONI PARLAMENTARI
Il consigliere parlamentare delegato per i resoconti stenografici
DOTT. RENATO BELLABARBA