

SENATO DELLA REPUBBLICA

————— X LEGISLATURA —————

6^a COMMISSIONE PERMANENTE

(Finanze e Tesoro)

INDAGINE CONOSCITIVA SULLE RIPERCUSSIONI
DELLE ULTIME VICENDE DEI MERCATI MOBILIARI
ESTERI SUL MERCATO MOBILIARE ITALIANO

1° Resoconto stenografico

SEDUTA DI GIOVEDÌ 22 OTTOBRE 1987

(Antimeridiana)

Presidenza del Presidente BERLANDA

INDICE

Audizione del Presidente della Consob, del Presidente della Assofondi, del Presidente del Comitato direttivo degli agenti di cambio della borsa di Milano

PRESIDENTE	Pag. 3,11,16 e <i>passim</i>	FUMAGALLI	Pag. 11, 24, 25 e <i>passim</i>
CAVAZZUTI (<i>Sin. Ind.</i>)	21, 23, 25	PIGA	3, 26, 27
COLOMBO (<i>DC</i>)	20	VISENTINI	16, 21, 23
MARNIGA (<i>PSI</i>)	21		
PIZZOL (<i>PSI</i>)	21		
ROSSI (<i>Sin. Ind.</i>)	19		
RUFFINO (<i>DC</i>)	18, 26		

Intervengono, a norma dell'articolo 48 del Regolamento, il Presidente della Consob, professor Franco Piga, accompagnato dall'avvocato Conti e dai dottori Zadra, Fattori e Marinaro, il presidente della Assofondi, professor Gustavo Visentini, e il presidente del Comitato direttivo degli agenti di cambio della borsa di Milano, dottor Ettore Fumagalli.

I lavori hanno inizio alle ore 11,30.

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca l'indagine conoscitiva sulle recenti vicende del mercato mobiliare.

Devo informare gli onorevoli senatori che, a seguito della proposta deliberata in Commissione nella seduta di ieri, il Presidente del Senato ha autorizzato, ai sensi dell'articolo 48 del Regolamento, lo svolgimento di una breve procedura informativa intesa ad acquisire precisa conoscenza degli eventi verificatisi in questi ultimi giorni nel mercato mobiliare italiano - come riflesso degli eventi esteri - specialmente al fine di verificare l'efficienza e la capacità di reazione degli organismi pubblici e privati italiani, che si sono trovati necessariamente coinvolti da quegli eventi. Devo altresì informare gli onorevoli senatori che hanno aderito alla richiesta di intervento i tre organismi indicati dalla Commissione.

È, pertanto, in programma oggi l'audizione dei Presidenti della Commissione nazionale per le società e la borsa, del Comitato direttivo degli agenti di cambio della borsa di Milano e dell'Associazione italiana delle società di gestione dei fondi comuni mobiliari.

Vengono quindi introdotti il professor Franco Piga, accompagnato dall'avvocato Conti e dai dottori Zandra, Fattori e Marinaro, il professor Gustavo Visentini e il dottor Ettore Fumagalli.

Audizione del professor Franco Piga, presidente della Consob, del professor Gustavo Visentini, presidente della Assofondi, del dottor Ettore Fumagalli, presidente del Comitato direttivo degli agenti di cambio della borsa di Milano.

PRESIDENTE. Desidero preliminarmente ringraziare a nome della Commissione il presidente della Consob e gli altri ospiti per aver accolto il nostro invito.

Do subito la parola al professor Franco Piga per una esposizione introduttiva sull'argomento dell'indagine.

PIGA. Onorevoli Senatori, desidero innanzi tutto ringraziare il Presidente della Commissione per l'invito ricevuto e per l'opportunità che ha in questo modo offerto alla Consob di avere un contatto diretto con il Parlamento. Inoltre, devo esprimere la nostra piena disponibilità a fornire in ogni momento le informazioni e le conoscenze che

possediamo in ordine a vicende di questo genere al Parlamento, con il quale siamo sempre stati in stretto e diretto collegamento.

Ho preparato una relazione scritta sull'argomento dell'indagine conoscitiva, però, siccome dovrei ripetere concetti che sono generalmente noti, preferisco parlare direttamente delle recenti vicende che si sono verificate sui mercati mobiliari, consegnando invece la relazione alla Presidenza della Commissione.

Ritengo che gli onorevoli senatori siano maggiormente interessati a conoscere come abbiamo interpretato, considerato e vissuto queste vicende, piuttosto che addentrarsi in una discussione che sarebbe necessariamente di carattere generale.

Abbiamo ricevuto la notizia del crollo della borsa di New York quando la nostra borsa era chiusa; eravamo quindi già consapevoli di dover adottare provvedimenti di vigilanza sull'andamento delle contrattazioni l'indomani mattina al momento dell'apertura.

La situazione era estremamente delicata: stavamo scontando, infatti, l'andamento non positivo dei due giorni precedenti alla borsa di New York, per cui immaginavamo che potessero accadere eventi significativi, anche se non con le dimensioni di quello che poi si è verificato. Comunque avevamo impostato un'azione di vigilanza, tenendo stretti contatti con gli organi che svolgono funzioni analoghe ai nostri uffici negli Stati Uniti e negli altri paesi europei.

Devo sottolineare che durante questa crisi i collegamenti con il Ministro del tesoro, con il Comitato degli agenti di cambio della borsa di Milano, con i Comitati delle borse delle altre città italiane, e con il Governatore della Banca d'Italia, sono stati sistematici e continui.

Nella mattina di martedì le prime due notizie che abbiamo ricevuto riguardavano la chiusura della borsa di Hong Kong ed il crollo di 12 punti della borsa di Tokyo. Questi due fatti rappresentavano segnali preoccupanti, in quanto in quel momento non conoscevamo la quantità delle contrattazioni; d'altra parte destava una certa sorpresa la differenza di caduta con la borsa di Wall Street. In seguito, l'entità di questi dati si manifestò nettamente inferiore rispetto alle prime allarmanti indicazioni.

Sempre nella stessa mattinata, alle ore 9, ci è pervenuta la notizia che la borsa di Londra segnalava in apertura una perdita di 12 punti, in quanto aveva risentito immediatamente della situazione di Wall Street. Ciò ci preoccupò moltissimo, perchè, dovendo aprire il mercato alle ore 10, avevamo il timore che questa notizia si ripercuotesse, ingigantendosi, sulla borsa di Milano.

Tuttavia, due notizie pubblicate sui giornali del mattino colpirono la nostra attenzione: un andamento ascendente, sia pur solo tendenziale, del tasso di cambio del dollaro e l'incontro del Ministro del tesoro statunitense con quello tedesco, notizia quest'ultima amplificata dalla stampa, che parlò in quella occasione di un *blitz* notturno ed improvviso, mentre si trattava di un incontro da tempo programmato.

Abbiamo avuto quindi una serie di contatti telefonici con il Governatore della Banca d'Italia per cercare di valutare meglio la possibile incidenza di questo incontro sulle contrattazioni di borsa. Da una notizia di agenzia apprendemmo che il Ministro delle finanze tedesco avrebbe tenuto nella mattinata una conferenza stampa.

Sulla base di queste tre informazioni la Consob doveva prendere le proprie decisioni fra le varie alternative: non rilevare i prezzi del «durante», sospendere il «durante» o consentire il «durante» dopo il listino, per sostenere il mercato. Desidero sottolineare che il Comitato direttivo degli agenti di cambio della borsa di Milano ha sempre condiviso le nostre scelte. Per consentire ai grandi operatori le opportune riflessioni, dopo aver preso contatto con gli operatori delle altre borse ed avere acquisito maggiori elementi di conoscenza sull'andamento del mercato, ritenemmo opportuno rinviare di un'ora l'apertura della borsa di Milano.

Tale decisione venne presa con prontezza e su di essa ci consultammo subito con il dottor Fumagalli, il quale diede immediatamente spiegazione all'esterno del rinvio dell'apertura della borsa di Milano con l'obiettivo di evitare di introdurre elementi che potessero contribuire a creare panico o anche un eccessivo nervosismo.

Sempre in stretto contatto con il Comitato degli agenti di Milano, la nostra attenzione si indirizzò verso la protezione di alcuni titoli (FIAT, Montedison, SNIA, Olivetti) che avevano manifestato cedimenti rilevanti nelle prime proposte di scambi, pari a circa il 20 per cento. La decisione fu in questo caso quella di rinviare alla fine della contrattazione del listino la chiamata, secondo una regola che si propone proprio l'obiettivo di evitare oscillazioni eccessive nei prezzi, motivate solo da elementi di carattere strettamente congiunturale.

La decisione si rivelò utile e corretta, perchè il titolo FIAT, chiamato in fine seduta, denunciò una perdita del 6 per cento, mentre le indicazioni iniziali erano del 20 per cento.

Per tutta la giornata mantenemmo i contatti con la borsa di Londra, che ebbe nel corso dell'intera giornata un recupero, mentre la borsa di Parigi non poteva costituire un dato indicativo, perchè una grande disponibilità degli interventi faceva prevedere un andamento non recessivo di quel mercato. Intensi erano anche i collegamenti con Francoforte e Zurigo, che avevano adottato la nostra stessa decisione. Nel frattempo una sequenza di informazioni di vario segno si susseguiva, le notizie erano contrastanti circa le cause del crollo di Wall Street, si discuteva su problemi che non rientravano nella sfera di nostra diretta conoscenza.

La Commissione fu riunita l'intero giorno e ponemmo al centro del nostro dibattito il tema degli strumenti più idonei di intervento per una istituzione come la Consob nei casi in cui si potesse porre un problema di salvaguardia di alcuni valori preminenti.

Nella borsa italiana nessuno ha mai pensato di ridurre, o di non ammettere, le componenti speculative, del tutto fisiologiche quando non si è in presenza di una grande crisi di fiducia che investe il mercato nel suo insieme. In questo caso non esistevano però elementi per una conoscenza completa delle ragioni del fenomeno; ne derivavano quindi difficoltà nell'intelligenza precisa delle vicende, mentre si determinava un effetto di imitazione anche da parte delle nostre strutture, perchè ormai i mercati mondiali sono intercomunicanti.

Questo tema è di estrema difficoltà, però ci ha consentito di misurare il nostro operato reale e potenziale. Sebbene esistano accanite dispute ideologiche sulla funzione di controllo, quando vi sono

momenti di crisi acuta sulla stessa credibilità del mercato è meglio che tali dispute vengano messe da parte, altrimenti non ci si pone nelle migliori condizioni per affrontare i problemi concreti.

Da qualche parte si ventilava la necessità di un nostro intervento per la sospensione totale delle contrattazioni di borsa, ma noi esprimeremo immediatamente una indicazione negativa, con l'unica riserva di considerare questa eventualità quando anche tutte le altre borse d'Europa avessero preso un provvedimento di quel genere.

Considerammo che misure di quella drasticità e gravità al momento non erano necessarie e pensammo di poter adottare la decisione di sospensione di alcuni titoli, considerandola idonea e utile, affiancandola al provvedimento di un'ora di rinvio della apertura con funzione cautelare.

Circa l'ipotesi di provvedimenti di maggior rilevanza, il discorso è diverso ed è legato a decisioni che forse non sono in nostro potere e che possono essere anche pericolose in determinati momenti, poiché possono svolgere un effetto *boomerang* e rivolgersi contro le finalità per le quali vengono adottate.

Per questi motivi abbiamo avuto una amplissima consultazione, di eccezionale larghezza; ne abbiamo poi verificato i risultati nella riunione di ieri mattina. Abbiamo sentito il parere di banche, agenti di cambio, commissionarie e ci proponiamo di approfondire ancora il tema; abbiamo invitato esperti e rappresentanti dei Fondi a dare i propri elementi di valutazione su tale nostro orientamento. Però, lo ribadisco, intervenire in quel momento con un provvedimento i cui effetti di contenimento delle punte speculative non erano certi, è stato ritenuto non necessario.

La questione degli strumenti di controllo è strettamente legata del resto al funzionamento del nostro mercato, ai suoi meccanismi ed alle sue regole. A tutti sono noti i limiti, le difficoltà, le insufficienze ancora esistenti. Tra queste il problema più delicato è legato alla mancanza di una adeguata informazione, in quanto il nostro mercato non riesce ad essere informato su molti aspetti del suo funzionamento. Tutto ciò non introduce elementi di certezza, anzi determina elementi di ulteriore confusione.

Ma, se difettano strumenti di informazione, sul piano delle garanzie e della regolamentazione la nostra borsa è forse una delle più disciplinate del mondo dal punto di vista formale.

In occasione della crisi del 1981, la Consob ha adottato un provvedimento di carattere generale che è diventato regola delle nostre contrattazioni anche nelle operazioni di vendita dei titoli, per le quali bisogna effettuare il deposito del controvalore in contanti. Questa decisione non ha effetti immediati sul piano delle vendite allo scoperto e delle operazioni di speculazioni al ribasso, tuttavia introduce sul mercato alcuni elementi di garanzia e di certezza.

Il problema vero riguarda le misure concretamente emanabili. Quando si emanano misure che possono dar luogo a riflessi sulle contrattazioni e sul funzionamento della borsa, si rischia di voler amministrativizzare il mercato, di dare il segno di una paura più grave di quella che potrebbe essere giustificata dalla reale situazione.

È poi ovviamente necessario che le misure che si adottano siano rispettate. E qui si apre un discorso complesso e difficile, perchè il nostro mercato, crisi o non crisi, non può essere ancora regolamentato da ordinamenti vetusti. Noi amministriamo una situazione caratterizzata da profonde lacune, ci troviamo di fronte ad un sistema che solo con molta buona volontà possiamo dire disciplinato dall'ordinamento tanto che non potremmo nemmeno adoperare strumenti come quelli dei nuovi regolamenti esecutivi delle leggi, perchè dovremmo emanare regolamenti di esecuzione di leggi esistenti per certificare l'esistenza di una prassi che è contraria alle leggi, con le conseguenti illegittimità di un regolamento di esecuzione della legge.

Poi non è neanche chiara l'attribuzione dei poteri di tipo regolamentare in questa materia alla Consob, perchè nella nostra legislazione, che si sta formando sul campo, diversi punti non sono molto chiari: l'esistenza di un potere regolatore attraverso atti di normazione secondaria, ma con profili di autonomia sul tipo, per esempio, di quelli che una volta si chiamavano «regolamenti indipendenti», non emerge con sufficiente chiarezza dal disegno legislativo, anche perchè il profilo politico della responsabilità del soggetto, il quale ha il potere di creare una fonte generale di diritto, porta il problema sui temi costituzionali.

Quindi l'attribuzione di questi poteri è tutt'altro che chiara, tanto che, anche in materia di sospensione delle contrattazioni e di chiusura della borsa, sembra permanere una competenza del Ministro del tesoro.

Ma l'incertezza sul modo di far osservare le disposizioni è poi assoluta quando consideriamo che mancano il sistema sanzionatorio e un complesso di misure le quali potrebbero anche essere verificate ma con enormi difficoltà, sul piano della loro applicazione, perchè richiedono non soltanto una collaborazione, ma anche l'organizzazione di una funzione ispettiva di dimensioni ingenti, forse con un numero di persone che sia almeno pari a quello attuale dei componenti della Consob, se si vuole svolgere una funzione ispettiva a tappeto su tutte le attività nelle quali la Commissione opera.

Ma di questa forza non disponiamo e allora dobbiamo avvalerci della collaborazione degli agenti di cambio, i quali ci danno, a questo riguardo, una collaborazione amplissima. Ancora ieri abbiamo discusso a lungo, domandando se l'obbligo del deposito fosse rispettato oppure no: e la risposta degli agenti di cambio è stata che tale obbligo è rispettato; tale risposta tuttavia può riferirsi solo al segmento di mercato da essi trattato. Altri dicono però che vi sono casi in cui lo si rispetta sostanzialmente, ma non formalmente; e voi sapete quanti comportamenti e quante insidie possono nascondersi dietro questa differenza tra forma e sostanza nella applicazione di queste norme.

Ma l'elemento più grave è che non vi sono sanzioni, o almeno non vi è assolutamente chiarezza nel sistema sanzionatorio; non si capisce nulla perchè le sanzioni sono state predisposte in funzione di un controllo di polizia in un luogo pubblico; infatti bisogna considerare che all'epoca in cui tale legislazione ebbe origine si richiedeva una disciplina di borsa di carattere amministrativo, fondata sulla circostanza che le contrattazioni si svolgono in un luogo aperto al pubblico e quindi pongono anche problemi di polizia.

Ma la sanzione della espulsione dal recinto delle grida oppure quella della sospensione per due o tre sedute oggi non sono assolutamente adeguate, per inosservanze di questo tipo.

Senza dire che, come voi sapete, una gran parte delle contrattazioni, oltre il 70 per cento, si svolge al di fuori del mercato ufficiale, il che costituisce un altro caso di gravità estrema giacchè il sistema italiano è diventato incomprensibile nei nostri rapporti internazionali; non si crede possibile che vi sia un sistema nel quale il principio fondamentale della borsa valori, cioè la concentrazione delle negoziazioni nella borsa, non esiste.

In un sistema di questo genere l'accertamento del rispetto di nostre disposizioni dovrebbe comportare poteri di ispezione, di vigilanza e di controllo su soggetti che sono del tutto estranei al nostro potere di vigilanza; essi sono, è vero, soggetti ad una vigilanza molto puntuale ed autorevole com'è la vigilanza della Banca d'Italia, la quale peraltro è svolta con finalità del tutto diverse rispetto a quelle alle quali miriamo noi.

Quindi, si tratta di un ordinamento disordinato, di un esercito di uomini che procede cercando di creare la regola nel momento in cui si verifica il fatto, con inevitabili difficoltà di comportamento. Quando poi queste vicende si svolgono nel nervosismo e nella eccitazione, voi potete comprendere che le cose diventano ancor più difficili.

Oggi leggevo sui giornali di «contrast» e «conflitti» nella Consob tra chi voleva il deposito immediato e chi non lo voleva: questa interpretazione contribuisce ulteriormente a creare un'atmosfera di confusione, perchè è piuttosto naturale che in un collegio si abbiano divergenze di vedute; un collegio senza manifestazioni di opinioni è meglio che non esista, è meglio che si scelga allora un ordinamento gerarchico.

Pertanto le notizie che avete letto sono vere, nella misura in cui emergono in Commissione posizioni, richieste di approfondimento, dubbi, interrogativi; sono assolutamente non vere quando fanno emergere un clima di contrasti, perchè la Commissione è stata assolutamente compatta.

È mia convinzione poi che questa pur rilevante vicenda in larga parte interessi maggiormente i grandi mercati internazionali per le conseguenze sul piano economico generale delle scelte politiche, e forse sul piano dei danni, anche consistenti, che molti operatori dovranno registrare: notevoli conseguenze le minusvalenze sui titoli avranno sugli assetti dei mercati. Per il nostro paese questa può essere soprattutto una occasione per riflettere sulla stabilità e sull'efficienza del mercato mobiliare.

Sinceramente credo che siamo in una di quelle situazioni in cui nessuno pensa che le cose possano continuare così: tutti vogliono che si incida profondamente nell'ordinamento del nostro mercato mobiliare, però questo potere non è legato solo all'operato e alla volontà della Consob.

Noi abbiamo redatto un rapporto nel quale è delineata una ipotesi di soluzione del problema del mercato mobiliare italiano (resta sullo sfondo il problema del mercato dei titoli a reddito fisso, ma viene rappresentato anche questo aspetto in una parte del nostro rapporto) ed

è una ipotesi aperta ad una serie di alternative diverse, sulle quali è possibile un approfondito dibattito nel segno di una necessaria concretezza.

Quel che è sicuro è che ora agiscono sul mercato una massa di operatori i quali hanno subito una grande modificazione e trasformazione del loro ruolo, che non è più quello della figura storica dell'agente di cambio. Quindi ci troviamo di fronte ad una realtà dell'intermediazione che è diversa dalla realtà formale della disciplina di queste funzioni da parte delle leggi vigenti.

Ebbene, in questa materia vi sono intanto importanti aspetti di responsabilità patrimoniale, che possono essere risolti nella direzione che noi abbiamo tracciato: attraverso l'istituzione di soggetti nuovi che sono le società fra agenti di cambio, commissionarie e banche. Si registrano progressi significativi in direzione di un accordo fra le banche, gli agenti di cambio e le commissionarie per la creazione delle società di intermediazione. È stata altresì raggiunta una intesa di massima sulla posizione, rispettivamente, delle camere di commercio, della Consob e delle società di intermediazione. Restano ancora da approfondire alcuni contenuti dell'atto di concessione che la camera di commercio dovrebbe presentare alle società.

Tale accordo è importante in una visione, sia pure non immediata, di trasformazione del nostro mercato, in quanto da un lato introduce elementi di stabilità, di sicurezza e maggiore responsabilità patrimoniale, dall'altro lato poichè è l'occasione per un dibattito di carattere normativo sulle conseguenze di questo stesso accordo. Infatti, i tempi del dibattito sulla borsa di *dealers* o di *brokers*, sul mercato del reddito fisso da affidare agli stessi *dealers*, sul ruolo delle componenti istituzionali, sono maturi. Se scelte, chiare non vengono operate, corriamo il rischio di non controllare più il mercato.

Un complesso di modifiche è essenziale, perchè in questa direzione si muovono i mercati europei e l'evoluzione delle tecnologie. Anzi, a tale proposito, è opinione corrente che uno sviluppo esagerato della computerizzazione, della strumentazione tecnica abbia favorito l'ingigantirsi dei ribassi di borsa di Wall Street. Questa versione non rende tuttavia la complessità della crisi che hanno attraversato in questi giorni i mercati mobiliari internazionali.

La Consob ha idee più misurate e praticabili nella realtà italiana, che non è ancora quella dei grandi paesi capitalistici, almeno sotto il profilo del mercato azionario. Abbiamo quindi indicato al Ministro del tesoro ed anche ai Presidenti delle Commissioni parlamentari un orientamento di riforme più vicino al modello francese che non alla soluzione del *big bang* londinese, che sta lasciando nella sua prima sperimentazione, se non proprio molti cadaveri, sicuramente molti feriti sul campo.

Assai importante appare poi l'informazione di borsa. Noi abbiamo compiuto grandi passi sul piano dell'informazione societaria: debbo dare atti ai miei predecessori - è presente il senatore Rossi - di aver svolto un ruolo determinante nel processo di espansione della circolazione delle informazioni di borsa. Però i risultati sono maggiormente soddisfacenti per quanto poteva essere fatto sulla base del diritto societario sostanziale e per quanto attiene ai rapporti con l'informativa

societaria ai fini del controllo delle assemblee, piuttosto che per quel che riguarda gli interessi del mercato mobiliare. In questo campo, infatti, dobbiamo constatare l'esistenza di molte fattispecie per le quali abbiamo chiesto interventi. Esiste una norma del codice civile, ad esempio, secondo la quale gli amministratori che diffondono notizie riservate producendo con ciò un danno per la società subiscono sanzioni gravi. Questo tipo di codificazione fu approvato in un momento storico nel quale non si considerava legislativamente il soggetto società per azioni in quanto da disciplinare anche sotto il profilo della sua quotazione sul mercato mobiliare. Il fatto di immaginare che gli interessi in gioco da tutelare siano, oltre che della singola società, anche del mercato mobiliare, e che quindi anche in tale direzione si debba muovere il legislatore, credo potrebbe essere assai utile, piuttosto che continuare a pronunciare confusi e fumosi discorsi sull'*insider trading*.

Essenziale per una più corretta disciplina del mercato è poi il problema delle operazioni dei gruppi, per i quali non abbiamo una disciplina specifica. Qualche passo in avanti per avere poteri in materia è stato compiuto attraverso i bilanci consolidati e di questo dobbiamo ringraziare nuovamente il Parlamento; siamo però molto lontani da una normativa efficace. Abbiamo stabilito un obbligo di informazione entro 24 ore dalla esecuzione delle operazioni infragruppo, e lo abbiamo fatto con notevoli preoccupazioni perchè siamo molto sensibili alla base di legittimità del nostro potere.

Le nostre direttive diventano praticabili solo con il consenso dei grandi operatori, sicchè dobbiamo procedere a consultazioni prima di prendere decisioni che in effetti sono *ultra legem* (ma che qualcuno considera *contra legem*). Voi sapete però che la violazione di una nostra disposizione emanata è paragonabile all'inosservanza di un ordine legalmente dato e mette in moto un meccanismo sanzionatorio particolarmente duro nella misura delle pene, che è anch'esso una distorsione in quanto le stesse pene non si applicano mai, visto il funzionamento della giustizia penale, e producono una situazione di vivissima preoccupazione, proprio per il timore di incappare in questo sistema sanzionatorio.

Un vero discorso di lotta contro la speculazione è quello della disciplina degli intermediari. In questo campo credo che tutto quanto si potesse dire è stato detto. È come per le riforme amministrative del nostro paese; basta aprire un cassetto per trovarle, ma è difficile portarle a compimento.

Per quanto riguarda gli intermediari, non è vero che esistono dissensi tra la Banca d'Italia e la Consob. In tutti questi anni c'è stata una collaborazione continua. La Consob non è una istituzione assolutista nei controlli o che vuole compiti che non saprebbe svolgere, che non avrebbe l'organizzazione per svolgere.

La Commissione è invece portatrice di una propria esperienza, è pronta a collaborare con le altre istituzioni. I discorsi sul controllo di stabilità e di trasparenza possono maturare sul campo, nei comportamenti, quando il Parlamento avrà approvato la nuova disciplina degli intermediari, la quale in sostanza deve tendere in primo luogo alla concentrazione numerica degli stessi. Infatti, bisogna pur sapere che chi

lavora in questo campo deve avere titoli per farlo: l'esperienza dimostra che il mancato controllo è stato esiziale in alcuni settori. Poi esiste lo spinoso problema del conflitto di interessi, su cui non ritorno anche in questa sede, ma che costituisce certamente uno dei vincoli su cui basarsi per una nuova regolamentazione del mercato.

Sono queste le tematiche dalle quali bisogna partire per rafforzare la stabilità e l'efficienza del nostro mercato azionario. La Consob sta in questi mesi predisponendo una bozza di articolato che diffonderemo e invieremo al Ministro del tesoro. A nostro avviso, forse sarebbe preferibile il ricorso allo strumento della delega legislativa. Ad ogni modo, sono assolutamente necessarie decisioni da parte del Parlamento, per dare all'azione della Consob più adeguati spazi operativi nello svolgimento dei suoi compiti istituzionali.

PRESIDENTE. Ringrazio il professor Piga per la sua esposizione e do la parola al dottor Fumagalli.

FUMAGALLI. Signor Presidente, innanzi tutto desidero ringraziare lei e gli onorevoli senatori per avermi offerto la possibilità di intervenire in questa Commissione nel dibattito sulle recenti vicende del mercato mobiliare.

Il professor Piga ha già fornito ampie informazioni su quanto è successo, su quel giorno che è stato definito «lunedì nero» e sulle consultazioni che hanno portato la Consob e l'organo preposto al funzionamento tecnico del mercato ad adottare alcuni provvedimenti nella giornata di martedì scorso. A completamento di tali informazioni, desidero aggiungere che nel corso della serata di lunedì ho avuto modo di contattare direttamente il Presidente della borsa di New York, al momento della chiusura del mercato, per avere la conferma che il giorno successivo sarebbe stato aperto regolarmente. Ho avuto anche la possibilità di prendere contatti con i Presidenti di tutte le borse europee, che fanno parte di un Comitato dei Presidenti delle borse della CEE che si riunisce regolarmente; tra l'altro tale Comitato avrebbe dovuto tenere una delle sue periodiche riunioni proprio in questa settimana, ma è stata rinviata per privilegiare la presenza dei Presidenti delle borse nei rispettivi mercati, in quanto ne hanno responsabilità tecnica.

Sono stato perfettamente d'accordo con il Presidente della Consob di rinviare l'apertura della borsa di un'ora, anche perchè è molto difficile nelle prime ore della mattina riuscire a prendere contatto con le persone e svolgere tutte le consultazioni.

Se il nostro mercato fosse stato uno dei primi ad aprire le negoziazioni nel mondo occidentale si sarebbe trovato a subire, da solo, il contraccolpo negativo della caduta della borsa di New York (che era stata chiusa alle nostre 21,30 di lunedì) e quell'effetto di «simpatia» che già si era verificato alla borsa di Tokio nel corso della notte. La nostra borsa, aprendo per prima (l'apertura di quella di Parigi è alle ore 12,30), molto probabilmente si sarebbe trovata nella condizione di dover subire talune manifestazioni che era meglio ricondurre a comportamenti ragionati, avendo la possibilità di disporre di tutte le informazioni che in quel momento arrivavano sia dagli Stati Uniti d'America sia dalla Germania.

Siamo stati pienamente d'accordo sul rinvio di un'ora dell'apertura della borsa (potere che rientra tra quelli della Consob) ed abbiamo applicato rigidamente le norme e la disciplina che si riferiscono al cosiddetto «gruppo di intervento», norme che esistono da molto tempo e che hanno risposto in forma soddisfacente al momento eccezionale che stavamo vivendo. Tale provvedimento ci ha permesso di superare in modo accettabile e con serenità una giornata che avrebbe potuto avere delle conseguenze più disastrose, in particolare se fossimo stati costretti a rilevare dei prezzi che si discostavano in modo eccessivo da quelli del giorno precedente (con quantitativi non sufficientemente elevati). Onorevoli senatori, in questo modo abbiamo avuto una seduta assolutamente regolare e completa sotto il profilo degli scambi, che ha dato una possibilità operativa a tutti, con la chiamata del listino - secondo le modalità da noi previste - e lo svolgimento del «durante», cioè del mercato continuo, anch'esso in modo regolare. Soltanto quattro titoli tra i più importanti (Fiat, Montedison, SNIA Viscosa e Olivetti) sono stati sospesi e rinviati dal «durante» al «dopo listino». In questa giornata abbiamo avuto una perdita complessiva contenuta al 4,44-4,45 per cento. Su tutti questi dati relativi alla seduta ho redatto un documento, che desidero consegnare alla Presidenza della Commissione e che credo possa soddisfare l'interesse degli onorevoli senatori alla conoscenza dei fattori quantitativi.

Per quanto riguarda le consultazioni tra gli organi tecnici di mercato, la Consob, i rappresentanti del Governo, gli altri paesi, gli Istituti di emissione ed il Governatore della Banca d'Italia, desidero affrontare solamente l'aspetto della informazione qualitativa e quantitativa della borsa in quanto il professor Piga ha già tracciato un ampio quadro e non vorrei assolutamente ripeterlo. La sera del «lunedì nero» mi sono addirittura permesso di dire al professor Piga, in modo del tutto amichevole, di non lasciarsi sfuggire, nelle sue consultazioni, il Ministro del tesoro; ricordo questo avvenimento per sottolineare ancora una volta l'importanza di una collaborazione e di un coordinamento (come ha detto il professor Piga) tra coloro che sono investiti di determinate responsabilità. È giusto che questi ultimi si prefigurino tutte le eventuali possibilità che si possono presentare in un mercato così difficile e mutevole come è quello della borsa (dove tutto è vero, ed è vero il contrario, e quello che è vero ora non lo è dopo e viceversa).

Nell'ambito di tale cooperazione, l'aver prefigurato e preparato in tempo utile, per non farsi sorprendere dall'ultimo minuto, gli strumenti per fronteggiare qualsiasi evenienza, testimonia che sia il Comitato direttivo degli agenti di cambio della borsa di Milano (che io rappresento), sia la Consob, hanno vigilato nei termini che prescrive la legge. Anzi, a tale proposito desidero precisare che io intervengo non soltanto in veste di Presidente del Comitato direttivo della borsa di Milano ma anche con una rappresentanza molto più estesa (lo sottolineo per non far torto a nessuno, soprattutto alle altre piccole borse) quale Presidente dell'Unione dei comitati direttivi degli agenti di cambio di tutte le borse italiane. Sottolineo tale mia rappresentanza proprio per dare un'impostazione generale a questa mia presenza.

Riccollegandomi a quanto ha detto il professor Piga, ritengo che l'informazione di mercato non sia attualmente completa e ci troviamo

con un mercato ufficiale che non raccoglie tutte le negoziazioni che si fanno sui titoli quotati, siano essi a reddito fisso siano essi azionari (quindi rappresentativi di società private), perchè il nostro paese patisce la frammentazione del mercato in diversi segmenti, di cui uno è quello che si svolge largamente sui titoli quotati, al di fuori della borsa che è il mercato ufficiale. D'altra parte noi dobbiamo tener presente che la legge del 1913, che regola il funzionamento della borsa, è nata in un contesto storico completamente diverso. Tale normativa è nata dopo 42 anni di gestazione, in un contesto in cui l'agente di cambio era anche banchiere, vale a dire in un contesto in cui tutte le negoziazioni sui titoli quotati avvenivano nel mercato. Successivamente, con i provvedimenti di De Stefani del 1927, è stata separata la funzione della mediazione da quella della commissione o del commercio in titoli. Agli agenti di cambio è stata riconosciuta l'esclusiva delle contrattazioni in borsa, ma le banche, le commissionarie, eccetera, hanno continuato a svolgere contrattazioni su titoli, naturalmente fuori della borsa. Quindi, tra i dati quantitativi che io consegnerò alla Presidenza c'è tutto quello che riguarda il mercato ufficiale, ma non c'è niente di quello che si fa al di fuori del mercato ufficiale. Oltre a domandarsi il perchè di quello che è successo nel lunedì nero, - che è stato un fenomeno di interconnessione dei mercati (che ci sarà sempre di più nel futuro) per cui noi non abbiamo fatto altro che registrare o subire o accodarci «per simpatia» a quello che è avvenuto nel mercato più importante del mondo, che è quello di New York, seguito da quello di Londra - secondo me (dirò delle cose anche diverse o complementari rispetto a quelle dette dal professor Piga, se me lo consente) bisogna cogliere l'occasione di questa crisi per domandarsi in modo definitivo che cosa fare al fine di dare alla borsa delle regole stabili, individuando quali ne sono i punti deboli (del resto oramai tante volte presi in considerazione anche nel corso di audizioni del Senato) per cercare di dare a questa istituzione, appunto, un suo assetto stabile e per consentirle di svolgere un ruolo che io ritengo sia al servizio di tutto il paese.

Anni fa parlare di queste cose era estremamente difficile e devo dire che registro con piacere che oggi in queste aule l'uomo politico, la politica italiana è attenta a questo problema perchè è un problema importante, avendo assunto una dimensione che forse dieci o venti anni fa non aveva; allora c'era una completa dimenticanza degli affari della borsa, mentre io credo che oggi nessuno possa ignorare quello che avviene in essa, anche perchè la borsa non è fatta soltanto di titoli azionari ma è fatta anche di 1.500 emissioni obbligazionarie. La borsa rappresenta un modo di essere per il nostro paese in campo economico: là sono rappresentate le emissioni dello Stato, sono rappresentate le emissioni di tutti gli emittenti del parastato, degli enti pubblici ed anche delle società private.

Il settore delle azioni poi ha una grande importanza, per il fatto che la borsa si è posta in questi anni come un canale alternativo al finanziamento dell'impresa, cioè diverso da quello dell'autofinanziamento o del ricorso al credito bancario.

Sono cose che sono state dette tante volte ma che ci pongono di fronte alla necessità, dopo una crisi come quella che abbiamo vissuto, di fare in maniera di concentrare le negoziazioni sul mercato al fine di poter disporre di un mercato che possa dare a tutti gli operatori delle

indicazioni precise di quanto sul mercato stesso avviene e di poter prendere le conseguenti decisioni. Gli operatori, vale a dire i risparmiatori, i fondi comuni di investimento, le banche hanno bisogno di queste informazioni: poi tutti, una volta conosciute le condizioni in base alle quali decidere, agiranno come riterranno più opportuno; comunque, indipendentemente da quello che sarà stato il risultato delle loro azioni, si saranno trovati tutti in una condizione di parità iniziale.

Questa è la cosa importante, cioè escludere che qualcuno più informato di altri possa muoversi agendo a danno di altri. A questo proposito il professor Piga ha già parlato dell'*insider trading*, ma vorrei aggiungere che il nostro mercato manca di alcuni strumenti estremamente importanti per potersi dire un mercato degno di tale nome nel campo degli intermediari o degli investitori istituzionali: si tratta dei fondi chiusi, che sono stati recentemente anche trattati in quest'aula con una bella relazione del senatore Triglia che ho avuto modo di leggere; soprattutto dei fondi-pensione, di cui si comincia a parlare nel nostro paese, che rappresentano un modo di essere diverso sui mercati perchè portano all'investimento flussi di denaro con caratteristiche diverse da quelle dei fondi di investimento tradizionali (dei quali parlerà il professor Visentini).

In definitiva io credo che ciò che si leva dal mercato in questo momento sia la richiesta di una concentrazione degli affari sul mercato, concentrazione che deve evidentemente trovare d'accordo tutti gli operatori del mercato, sia noi, che ne siamo una parte tradizionale, sia le banche, sia i commissionari. Il professor Piga ha parlato del rapporto della Consob, dell'ipotesi aperta presentata al Ministro del tesoro e anche ai Presidenti delle Commissioni della Camera e del Senato; non dimentichiamo che noi abbiamo davanti il 1992: dobbiamo temere solo di arrivare ultimi a quella data. Paesi come la Francia - con la proposizione Balladur - hanno risolto questo problema; paesi come la Spagna, che forse hanno da imparare qualche cosa da noi, sono più avanti perchè hanno imposto delle trasformazioni degli intermediari che debbono realizzarsi entro il 1990. È l'occasione per noi di concentrare sul mercato gli affari, magari anche concentrando su di esso gli intermediari. Come? Abbiamo degli esempi davanti: c'è quello di Londra del *big bang* che noi riteniamo sia da guardare con cautela perchè solo nel corso di qualche mese sapremo, per così dire, quali feriti ed anche quali morti ha lasciato sul terreno. Se un accordo senz'altro è possibile per concentrare gli scambi sul mercato io credo che il mondo bancario, che è quello che ha fatto le maggiori pressioni, debba venire sul mercato non come commerciante di titoli, sull'esempio del *big bang* inglese, in quanto il commerciante di titoli che fissa sul mercato anche i prezzi per coloro che sono i suoi committenti evidentemente porta un interesse proprio che è completamente diverso e può essere a danno (come la storia dei prossimi mesi ci potrebbe insegnare) dei propri committenti.

Quindi deve essere attentamente salvaguardato, a mio avviso, il sistema della separazione della mediazione dall'operazione in proprio; credo che la possibilità di trovare un accordo sia proprio dietro l'angolo, una volta che si sia salvaguardata la separazione ed evitato il conflitto degli interessi. Non dimentichiamo che il più grande mercato

del mondo, quello degli Stati Uniti, mantiene questa separazione tra il *market-maker* e il *broker*, vale a dire tra chi opera in proprio per fare la liquidità di mercato e l'agente di cambio, che è il tipico mediatore che opera per conto di terzi.

Abbiamo avuto occasione anche con la Commissione finanze e tesoro – allora guidata dal presidente Venanzetti – di svolgere degli interessanti incontri sia sul mercato statunitense sia sul mercato inglese e credo che molti fra i senatori abbiano avuto la possibilità di farsi delle proprie convinzioni in materia. È certo che non si può nel modo più assoluto perdere questa «occasione» rappresentata dalla crisi; non si può perdere l'occasione della liberalizzazione valutaria; non si può perdere l'occasione della integrazione dei mercati per sfuggire ad un appuntamento qual è quello della riforma della borsa. Certo, molto probabilmente ci saranno posizioni diverse, ci sarà una dialettica e questo è naturale quando ci sono in gioco interessi rilevanti; ma la realtà sostanziale è che il mondo dell'impresa ha bisogno di una buona finanza al fine di poter raccogliere i mezzi necessari per poter operare in mercati che oramai travalicano i confini nazionali, travalicano anche quelli delle aree geografiche come quella europea, quella del sud-est asiatico, quella americana. L'impresa si muove in un contesto che è mondiale e così anche la finanza; e la borsa, che – lo sottolineo – è una parte della finanza, non può essere dimenticata, perchè altrimenti molto probabilmente le situazioni che in qualche momento siamo costretti a deprecare o che siamo costretti a fronteggiare con metodi e mezzi anche eccezionali potrebbero riservare qualche ulteriore dispiacere.

Quindi, se posso dare la testimonianza da parte degli operatori che rappresento, penso che nell'offrire la nostra sentita collaborazione all'organo di controllo, forniamo tutta la nostra esperienza, conoscenza e soprattutto la nostra sensibilità, derivante dal calcare tutti i giorni i mercati e dall'essere in prima linea a contatto di tutti gli altri operatori, di tutti i committenti, siano essi grandi o istituzionali oppure piccoli, come i privati.

Siamo in un momento nel quale si tratta di individuare il modo in cui partire per effettuare questa riforma, quale è il passaggio più facile per poter catalizzare il consenso intorno al passaggio fondamentale. Come operatore vorrei sottolineare quello che ha detto il professor Piga: uno dei punti fondamentali è che non è più possibile a nostro avviso mantenere delle ditte di agenti di cambio in forma individuale. È necessario che si trasformino in società, che si patrimonializzino, perchè non è possibile che un individuo abbia 40 o 50 persone che stanno a Milano e che operi con la responsabilità del nome a livello personale. La trasformazione è legata al fatto che chi offre un servizio, quale quello della mediazione, deve offrirlo nella massima trasparenza, quindi, a dispetto di ogni voce che si può levare in direzione contraria, desidero rivendicare la nostra volontà di avere il bilancio certificato, di poter dimostrare che chi offre questo servizio non è direttamente interessato negli affari, e questo anche in funzione dell'importante apporto del sistema bancario, dell'importante complementarietà che il sistema bancario ha con la borsa. Anche il sistema bancario agisce nella borsa e deve farlo chiaramente, evidenziando quando opera per proprio conto e quando opera per conto terzi.

Penso di aver detto qualcosa di complementare rispetto a quello che ha detto il professor Piga e mi dichiaro a vostra completa disposizione per rispondere ad altre eventuali domande specifiche.

PRESIDENTE. Ringrazio il dottor Fumagalli per la sua esposizione e do la parola al professor Visentini.

VISENTINI. Voglio ringraziare in modo particolare la Commissione e il presidente Berlanda per averci invitato. Si tratta di un invito significativo in quanto riconosce al sistema dei fondi comuni di investimento una posizione fondamentale nella dialettica intorno a questo problema. Noi rappresentiamo, se così si può dire, l'istituto più importante come cliente della borsa e abbiamo più volte rappresentato, anche al presidente della Consob, la necessità che sentivamo di essere partecipi delle discussioni sulla riforma dei mercati finanziari.

Ritengo che i temi affrontati abbiano allargato la discussione rispetto ai punti di riferimento offerti sia dal professor Piga che dal dottor Fumagalli e ritengo siano di estrema importanza. Ne farò cenno, ma come persona estranea, perchè non ho partecipato alle discussioni degli addetti ai lavori.

È estremamente difficile fornire dati certi sul comportamento dei fondi nell'ultimo periodo. Abbiamo comunque immediatamente sentito i maggiori fondi e abbiamo avuto come indicazione in linea generale quella che i gestori hanno comperato anche nel momento di discesa della borsa. Come detto, non possiamo quantificare questa tendenza, si tratta di linee di orientamento generale che abbiamo recepito dai contatti avuti. In alcuni casi sembra vi siano state vendite nel momento in cui i corsi stavano salendo e l'impressione che si ha è che i fondi siano in qualche modo andati contro tendenza.

Va tenuto presente che il fondo non è un *market-maker*, ma un cliente della borsa, nella stessa posizione dell'azionista privato, anche se ha un peso maggiore, di norma, dell'azionista privato per la maggiore liquidità di cui dispone; esso risente infatti della psicologia del risparmiatore e delle caratteristiche del risparmiatore, perchè esiste la possibilità del riscatto. Dispone senz'altro della possibilità di ragionare meglio, secondo una propria concezione, rispetto al singolo cliente, ma è limitato dei riscatti che i partecipanti possono esercitare in ogni momento, e dunque anche secondo la propria emotività.

I fondi, comunque, avendo una notevole possibilità di disinvestimento, hanno mantenuto la libertà di una propria politica: la possibilità del riscatto non li ha totalmente condizionati nelle scelte fondamentali.

Tra l'altro, la vicenda storica dei fondi li ha visti - dalla loro origine ad oggi - prima in un periodo di forte crescita, per cui si sono trovati nella condizione di poter investire in azioni una notevole massa di capitali, poi in una fase di riflessione, in cui si è ritenuto di mantenere una notevole parte in liquidità, proprio perchè non si concepiva la possibilità di investire tutta la massa che si riusciva a raccogliere nel mercato azionario. Questa situazione è stata in parte corretta in un momento successivo, ma comunque è stata mantenuta una forte disponibilità di liquidità. Non abbiamo avuto l'impressione che queste vicende abbiano mutato in modo drastico il comportamento dei gestori.

C'è poi una novità nel mercato che già ha trovato un'importante applicazione: l'investimento sul mercato estero. Abbiamo poche notizie e poche possibilità di aggregarle. Quello che può mettersi in luce in questa vicenda è la tendenza del fondo a specializzarsi in modo da avere clienti che rispondono alle caratteristiche di ciascuna gestione, e non di trovarsi di fronte a clienti dalle esigenze troppo differenziate.

Per quanto riguarda il comportamento delle autorità di borsa, sia ad agosto che nel corso della crisi di questi giorni, devo dire che l'abbiamo trovato positivo, essendo stati attuati gli interventi più opportuni; soluzioni diverse avrebbero provocato, probabilmente, maggiori danni. Se questo è vero per la situazione contingente, occorre por mente ai problemi che ci troveremo a dover affrontare nel medio e lungo periodo. Indicativa in tal senso può essere la vicenda di questi giorni, che si inserisce in una crisi che investe la nostra borsa ormai da un anno. In agosto, infatti, abbiamo avuto cadute dell'indice simili a quella recente, ma la gente quasi non se ne è accorta. La stampa ha informato i tre milioni di risparmiatori, ma non ha prodotto particolari preoccupazioni.

La causa della diversità di reazioni tra agosto ed oggi risiede nella marginalità della borsa italiana rispetto all'economia, la quale probabilmente andrebbe avanti lo stesso anche se il nostro mercato azionario chiudesse. Negli Stati Uniti, invece, il crollo di Wall Street ha avuto immediate ripercussioni sull'economia americana. La borsa statunitense è infatti di alta qualità: basta considerare gli andamenti degli ultimi venti anni per evidenziarne la differenza di qualità rispetto alla nostra.

Probabilmente questa è la nostra maggiore preoccupazione, perchè, in assenza di una reale trasformazione del mercato, l'unica soluzione per i fondi comuni sarà quella di concentrare i loro impieghi sui titoli di Stato: in altre parole, le esigenze del cliente verranno sostenute ugualmente, ma cessando di operare sul mercato borsistico.

I problemi che possono presentarsi sono quelli che l'esperienza, anche estera, di questi giorni evidenzia, ma ce ne sono altri più importanti. Il fondo vende un prodotto, l'azione o l'obbligazione, emesso da altri soggetti. A questo riguardo il prospetto informativo che sottoponiamo al cliente appare poco utile, in mancanza, ad esempio, di chiare informazioni sul trattamento fiscale del fondo.

Del resto, è opinione diffusa che questi prospetti non li legga quasi nessuno. La vera informazione, quella sulle società emittenti, manca quasi completamente o è di qualità scarsissima, sia a causa di problemi di organizzazione del sistema (manca una disciplina dei gruppi e deve essere migliorata quella societaria) sia a causa di una interpretazione della legge sulla informazione non proprio consona ad una esigenza evolutiva. Bisogna senz'altro evitare che, attraverso l'informazione, si diffondano notizie che devono rimanere riservate. Ma la notizia della crisi di una società deve essere data, anche se essa fallisce o se c'è il rischio del fallimento.

A mio avviso questo è un problema gravissimo, perchè attualmente la informazione è concordata e la società può fallire il giorno dopo averla fatta diramare. La Consob deve tutelare il compratore del titolo e non chi vende.

Di grande importanza appare la riforma della borsa che si sta prospettando, secondo le linee che la Consob sta individuando. Più in generale, penso sia assolutamente necessaria una visione d'insieme nella quale inquadrare la normativa in materia, altrimenti non riusciremo a controllare un sistema che va sempre più accentuando il suo carattere unitario. La legge n. 216 rispondeva ad un disegno che aveva alle spalle una maturazione di vent'anni, ma proprio per questo era più consona al passato che al futuro. Ora è necessaria una visione unitaria; a questo proposito, viene spontaneo il riferimento alla Francia e all'intervento del ministro Balladur, che è l'ultimo e forse il meno importante tra quelli operati per riordinare il mercato francese. In quel paese si sta creando un sistema basato su una raccolta diretta di capitali da parte delle imprese, a fronte di un sistema che poggiava sull'intermediazione bancaria o del Tesoro.

Anche il *bing bang* inglese è stata un'operazione importantissima e, a mio avviso, di alta qualità, in quanto la borsa londinese era troppo corporativa. Peraltro, anche questo intervento, portatore di conseguenze notevoli sul piano economico, si è risolto, dal punto di vista legislativo, nell'approvazione di un solo articolo all'interno di una normativa vastissima. Infatti, dietro a questa norma, c'è tutta la riforma del sistema assicurativo, della legge bancaria, nonché il *financial services act*. Si tratta quindi di revisioni notevoli, pensate sistematicamente e presentate dal Governo socialista francese e da quello conservatore inglese ai propri Parlamenti in disegni unitari comprendenti le specificazioni dei singoli interventi.

Ritengo assolutamente dannosi, per la gestione del nostro sistema finanziario, interventi episodici o frammentari, considerando tale anche una riforma della sola borsa.

PRESIDENTE. Ringrazio il professor Visentini per la sua esposizione.

I senatori che intendono porre quesiti ai nostri ospiti hanno facoltà di parlare.

RUFFINO. Innanzi tutto, voglio ringraziare il professor Piga, il professor Visentini ed il dottor Fumagalli per i loro interventi, che hanno tentato di illuminare le vicende nere che hanno imperversato sulle borse mondiali in questi giorni. Mi rendo conto di quanto sia difficile risalire alle cause di questi avvenimenti, che ad alcuni giornali hanno fatto ricordare la crisi del 1929. Proprio a tale riguardo sorge la prima domanda: siamo di fronte al pericolo di una recessione economica a livello mondiale?

Comunque, a parte questa domanda, devo fare una considerazione spontanea e quasi ovvia: non vi è dubbio che in questa situazione il risparmiatore incontrerà sempre di più difficoltà ad investire in titoli azionari. Il professor Visentini ha accennato ad una ipotesi che io sento circolare in questi giorni tra i colleghi e gli operatori economici, cioè che saremo costretti ad investire i nostri risparmi in BOT o in forme di investimento modeste, dal reddito aleatorio, e non più sul mercato azionario che riserva di continuo sorprese e situazioni preoccupanti.

Desidero chiedere al professore Piga se un eventuale provvedimento di chiusura totale della borsa sia competenza della Consob o debba essere adottato dal Ministro del tesoro, oppure se vi può essere un palleggiamento di responsabilità da parte di entrambi.

Per quanto riguarda poi il provvedimento di sospensione di alcuni titoli, vorrei sapere per quale motivo la Consob, oltre il rinvio di un'ora dell'inizio delle contrattazioni, ha disposto la sospensione di questi quattro titoli, e perchè non ha adottato un analogo provvedimento per gli altri titoli i cui corsi avevano subito una forte oscillazione.

Infine, presidente Visentini, in riferimento all'attività dei fondi comuni di investimento, abbiamo potuto constatare che vi sono state molte domande di riscatto; lei, durante il suo intervento, ha accennato a questo argomento. Volevo sapere con precisione quante sono state le domande di riscatto e, inoltre, la quota di investimento dei fondi stessi sull'estero.

Signor Presidente, onorevoli senatori, a conclusione di questo mio breve intervento, dopo che l'altro ieri un risparmiatore ha venduto le azioni delle Generali a 91.000 lire ed il giorno successivo a 101.000 lire, vorrei dire che forse non siamo più in presenza di una borsa che svolge un ruolo importante nell'economia e nel campo degli investimenti.

ROSSI. Signor Presidente, prima di rivolgere delle brevi domande ai nostri ospiti, devo esprimere la mia perplessità sull'impostazione di fondo dell'intervento del professor Piga, che sembra delineare una visione dirigistica nella gestione del mercato mobiliare. Quando si chiede di intervenire, quali provvedimenti dovrebbe adottare la Consob (nel tentativo di salvare chi e ché cosa)? A mio parere, la Consob deve semplicemente rispettare le regole di funzionamento del mercato, non deve adottare provvedimenti particolari e non deve pensare - come tanti altri - che la borsa manifesta segni di crisi solamente quando scende. Purtroppo la borsa molto spesso è in crisi quando sale ed è proprio in quelle circostanze che dovrebbero essere adottati provvedimenti.

Fatta questa breve considerazione, signor Presidente, desidero rivolgere alcune brevi domande al professor Piga e al presidente Visentini. Innanzi tutto, vorrei sapere quale è il reale rapporto esistente tra borse straniere e le borse italiane (elemento molto importante per determinare quali debbono essere le reazioni delle nostre autorità nel settore). Conoscere nei particolari e sapere precisamente cosa è avvenuto ad Hong Kong o a Tokio può avere delle conseguenze rilevanti per l'andamento dei corsi della borsa italiana?

Riallacciandomi a quanto ha chiesto il senatore Ruffino, vorrei sapere chi ha disposto il ritardo di un'ora della apertura delle contrattazioni lo scorso martedì e come si è pervenuti all'adozione di tale provvedimento. Inoltre desidero sapere quando è stato deciso il blocco del «durante» e per quale motivo - mi ricollego di nuovo ad una domanda che ha fatto il senatore Ruffino - è stata adottata tale misura solamente per quattro titoli e non per gli altri. Ciò non ha oggettivamente svantaggiato tutti quei titoli che, essendosi trovati a livello di fissazione del prezzo, non sono stati oggetto di tale

provvedimento? Gradirei sapere poi quali sono le norme e la disciplina che in questo momento regolano questi singolari «gruppi di intervento», da chi sono composti e a chi obbediscono.

Al professor Gustavo Visentini vorrei porre una domanda relativa all'attuale situazione dei fondi di investimento mobiliare e precisamente – girano delle voci a tale proposito ma non so quanto siano attendibili e fondate – se sia stato concluso un accordo importante, una decina di giorni fa, tra i principali fondi di investimento mobiliare per sostenere ed intervenire nel mercato di borsa contro tendenza e se, al fine di eseguire questo accordo, sia vero che ci sono state vendite massicce di titoli obbligazionari per procurarsi la liquidità necessaria per intervenire successivamente su quelli azionari. Sempre a proposito dei fondi, sarebbe interessante conoscere l'entità dei loro investimenti all'estero.

Concludo il mio intervento con un breve riferimento a quanto ho già detto in premessa: eccetto che nel caso di Atene, nessun organo di controllo è intervenuto in occasione della catastrofe del «lunedì nero»; sottolineo tale fatto per dare una indicazione di come può essere diversamente impostata l'attività degli organi di controllo.

COLOMBO. Signor Presidente, intervengo brevemente anche perchè sono state molte le domande poste ai nostri ospiti, e domando scusa al professor Piga e al professor Visentini se le domande che mi accingo a sottoporre saranno non soltanto di carattere tecnico-finanziario ma anche politico ed economico.

Innanzitutto vorrei sapere se le moderne società industrializzate – concretamente storicizzate e non in termini puramente ideologici – procedono verso una continua e completa liberalizzazione oppure se i complessi fenomeni che caratterizzano questo particolare settore siano tali da richiedere una qualche forma di regolamentazione. Ho avuto occasione di sentire diverse opinioni a tale proposito. Il Presidente della Consob ha sottolineato l'opportunità di una regolamentazione in tale settore mentre, per esempio, il senatore Rossi, non soltanto ora nel suo intervento ma anche in una intervista che ha rilasciato alla «Unità» di questa mattina, sostiene la necessità di una tendenza verso una completa liberalizzazione. In questo caso non dobbiamo ideologizzare ma dobbiamo accertare se, tutto sommato, in termini politici viene avvertita l'esigenza di maggiori controlli e strumenti di intervento.

La seconda domanda, che è collegata un poco alla prima, è la seguente: questi fatti – a livello mondiale – sono da addebitare ad un *trend* di politica economica generale oppure esiste o è esistito un fatto congiunturale di natura scatenante? Lo domando perchè se si tratta del primo caso evidentemente la borsa non è che possa fare molto, perchè c'è semmai una politica da cambiare; invece potrebbe esserci stato un fatto scatenante, per esempio l'aumento dei tassi di interesse nei paesi «locomotiva» del mondo, come la Germania.

In terzo luogo, professor Piga, lei giustamente ha richiesto la possibilità di ridurre il pericolo di eccesso di speculazione ed io ho molto apprezzato tutte le parole e gli aggettivi che lei ha usato; ma tutto sommato, come presidente della Consob, lei aveva in mano soltanto la possibilità di sospendere o meno la contrattazione: in questa situazione che cosa si poteva pretendere di fare di diverso?

Quarta e ultima domanda (ma so che anche questa è di natura politica). Qual è la sensazione di voi operatori maggiormente investiti dal fenomeno? Le prospettive sono più per un riaggiustamento, appunto, della situazione, oppure si è trattato di un segnale di allarme che, se non si cambiano alcune condizioni di natura strutturale, suonerà ancora e magari con una forza maggiore rispetto a quella del recente passato?

MARNIGA. Dal punto di vista tecnico le domande sulle questioni più importanti sono state poste, quindi vorrei rivolgere un quesito di carattere generale, esprimendolo in termini molto semplici, perchè io mi preoccupo di quello che pensa in questo momento la gente, il piccolo risparmiatore in particolare, che ha investito parte dei suoi risparmi in azioni, giocando in borsa.

L'investimento che viene fatto in borsa o, particolarmente, la destinazione di parte del risparmio del cittadino verso la borsa implica in sè un rischio; infatti comunemente si dice: «vado a giocare in borsa»; tanti lo dicono, nel senso di un gioco, in cui si rischia una certa somma, si fa un investimento pensando, nel cento per cento dei casi, di poter guadagnare di più che non indirizzando le risorse verso altre fonti di risparmio.

Ora, a tal proposito c'è una serie di domande, probabilmente già poste, delle quali la prima è la seguente: viviamo oggi in questo periodo nero a seguito di un fatto accidentale (per esempio il rialzo dei tassi da parte della Germania, come si sente dire) oppure è un fatto, questo, strutturale? Nel secondo caso, naturalmente, questo fatto coinvolge l'economia di quasi tutti i paesi che hanno un certo tipo di sviluppo: se si tratta di questo bisogna che noi lo sappiamo.

In secondo luogo, essendo questo, come dicevo prima, un «gioco» dove si investono dei soldi ad alto rischio, vogliamo regolamentare questo rischio fissando delle ulteriori regole in modo che non si possa, da parte di qualcuno, giocare più di tanto, oppure no? E quali possono essere le proposte in questo senso?

Termino facendo la seguente considerazione. Essendoci questo rischio ed essendo i corsi soggetti ad alti e bassi da un giorno all'altro (come è effettivamente successo: tutto d'un tratto, senza che nessuno apparentemente abbia potuto presagire un fatto del genere, ci si è trovati con un salto in basso di questa rilevanza), non si è forse esposti, anche in questo caso, al pericolo che forti concentrazioni, magari anche di natura industriale, influenzino oppure abbiano la possibilità di influenzare l'opinione pubblica attraverso la stampa o la televisione? Non siamo forse sottoposti a giochi di questo tipo, in cui si influenza l'opinione pubblica per cui il salto in basso generalmente è dettato anche dal panico? Questi fattori possono essere ricondotti su binari più prevedibili e controllabili, e quindi si può avere una regolamentazione anche in questi settori? Il problema che pongo è appunto questo: tale grossa caduta è dettata da fenomeni di struttura o da eventi ben individuabili oppure anche, in parte, da fattori emotivi?

PIZZOL. Io mi faccio portavoce della preoccupazione che mi sembra oggi più diffusa: questo sconvolgimento della borsa ha origini di

natura strutturale, cioè è legato ai fenomeni produttivi, alla capacità economica reale delle varie economie oppure è un fatto che discende soprattutto dalla speculazione e da fenomeni di carattere finanziario?

Secondariamente, tutti quanti ci poniamo oggi la domanda: questo fenomeno, a prescindere dalla sua origine, avrà degli effetti permanenti, cioè cambierà qualcosa? Significherà una rivoluzione nei rapporti economici oppure è un fatto da considerare normale - sia pure di grandi proporzioni - cioè che rientra in una logica ormai accettata e accettabile e assorbibile dai vari sistemi economici?

CAVAZZUTI. Il motivo di questa audizione è proprio quello di studiare un caso, concreto, ovvero come hanno funzionato le istituzioni in un momento in cui era annunciata da qualche giorno una prevedibile caduta brusca della borsa (perchè Wall Street stava scendendo e quindi ci si immaginava che potesse succedere qualcosa); e devo dire che sono rimasto molto preoccupato da un comportamento totalmente dirigista e paternalistico delle nostre istituzioni. In borsa si vince o si perde e, come diceva Galbraith, si perde solo del denaro che probabilmente si era guadagnato.

Devo dire che i comportamenti delle nostre autorità sono totalmente discrezionali e a questo punto consentono di potersi servire di certi strumenti; allora ha ragione il collega Rossi a dire che dallo studio di questo caso risulta che c'è una forma di pilotaggio del mercato borsistico.

In secondo luogo, vorrei soddisfare una curiosità. È possibile sapere cosa è risultato dalla comunicazione dei saldi che i «borsini» fanno agli agenti di cambio? Sappiamo che dai «borsini» non tutte le operazioni di compravendita vengono comunicate alla borsa di Milano, ma mi risulta (se non è vero chiedo scusa perchè allora l'informazione era sbagliata) che comunicano le operazioni non «bacciate», cioè le operazioni che le banche non riescono a coprire al loro interno. Allora: sono stati comunicati dei saldi oppure no? Si ha qualche idea? Le banche hanno probabilmente comprato e rivenduto (per esempio, comprato a meno venti e rivenduto a più quindici)? Ricavandola da questa comunicazione tecnica dei saldi, gli agenti di cambio ci possono dare qualche informazione? Sarebbe necessaria, a parer mio, una indagine conoscitiva sul comportamento in questi due giorni delle nostre istituzioni, non dunque sul futuro.

VISENTINI. Ad agosto sono stato chiamato come rappresentante della Assofondi per discutere i problemi della borsa; non sono intervenuto se non nei limiti di ciò che era doveroso. Va invece detto ora, anche facendo riferimento a quanto affermato in precedenza dal professor Rossi e dal senatore Cavazzuti, che la nostra borsa è fortemente instabile. In questa occasione si può trovare il modo per studiarla e per predisporre una riforma, che deve essere fatta con legge, basata sul principio della concentrazione in borsa, altrimenti i prezzi non possono essere indicativi. Mi sembra opportuno richiamare questo aspetto; stiamo affrontando un anno di crisi e non è la prima volta che le altre borse hanno richiamato la nostra attenzione verso questo problema; la nostra borsa è in crisi da un anno e in agosto si è verificata

quella situazione proprio perchè si tratta di una borsa con poco mercato. Per questo è anche difficile per le autorità gestirla: ci troviamo in una condizione in cui il mercato è posto fuori della borsa.

Adesso si dice che la crisi è dipesa dai tassi di interesse americani o da quelli tedeschi, ma è da un anno che ci troviamo in questa condizione: il debito pubblico è la causa della crisi del mercato azionario. Se vogliamo fare un mercato alternativo alla raccolta bancaria, dobbiamo deciderci a «chiudere» il debito, perchè i BOT ad un tasso del 12 per cento spiazzano il resto del mercato, al di là degli accidenti momentanei, ed è questo il problema di fondo. Non c'è via di uscita, la nostra borsa anche per questo è istituzionalmente una borsa di crisi.

CAVAZZUTI. Forse non ci sono 800.000 miliardi di azioni da comperare.

VISENTINI. Un tasso di quelle dimensioni rende necessariamente svantaggioso un diverso investimento, non c'è un'azione che sia in grado di dare una *performance*, salvo che di carattere speculativo, pari a quella che può dare un buono ordinario del Tesoro con un tasso reale superiore a quello internazionale. C'è un vizio di fondo che va risolto.

Per quanto riguarda i riscatti, nell'andamento di tutto l'anno non vi è stata alcuna situazione di panico e forse il mese di agosto è stato l'unico momento di vera crisi. È da tener presente che il fondo non è una banca e che quindi il riscatto non crea fastidio al gestore, limita solo le sue disponibilità; non vi è alcun problema di inadempimento: il fondo si riduce man mano.

Si temeva il peggio, guardando ad altri momenti di crisi, invece così non è successo, è stato un fenomeno più limitato. Il fenomeno dei riscatti è andato aumentando man mano, ma dalle informazioni di questi ultimi giorni sta di nuovo diminuendo e fino a ieri non si registravano nuovi aumenti. I gestori sanno che c'è sempre il rischio di ulteriori riscatti e si aspettano, come è accaduto in agosto, un certo movimento di riscatti fra 10-15 giorni. Pertanto, i gestori cercano di crearsi per tempo una certa liquidità, per non trovarsi a dover vendere in danno i BOT, perchè il mercato dei BOT in questo momento è pericolosissimo, in mancanza di contropartite. I fondi, in qualità di clienti, subiscono questa situazione, alla quale non so come si possa porre riparo. So che le autorità stanno studiando il problema, ma ho l'impressione che si debba tornare al problema di fondo del debito pubblico: una massa del genere crea un mercato solo dell'emittente.

Quant'è l'investimento dei fondi sull'estero? È variabile secondo i tipi di fondi, e si aggira tra un minimo del 5-6 per cento e un massimo del 35-37 per cento. Io credo, data la struttura delle borse estere, che gli investimenti a medio termine siano più opportuni.

Una caratteristica della clientela dei fondi è quella di cercare una situazione di calma; ed è interessante l'integrazione sui mercati internazionali proprio perchè si presentano con una situazione di maggior calma; il cliente evita gli alti e bassi e alla fine preferisce guadagnare di meno, ma avere una certa stabilità. La dimensione delle borse estere dà un senso a questo ragionamento.

Il professor Rossi parlava dell'attuale situazione dei fondi e più specificamente chiedeva se c'è e che cosa può voler dire un accordo tra i gestori. I fondi erano all'inizio gestiti da sei o sette società, oggi le società di gestione sono una sessantina. Queste società sicuramente sono tra loro in contatto, si tratta di persone che tra loro comunicano. Passare da questa constatazione a dire che esiste un cartello è un po' troppo; si tratta di un quesito posto fin dal giorno in cui è stata creata l'Assofondi, ma l'associazione non ha questa funzione: i fondi hanno manifestato fin dall'inizio un fortissimo attaccamento alla propria indipendenza. Da quello che abbiamo avuto modo di vedere dall'andamento del mercato, è ovvio che vi sono stati dei comportamenti uniformi di fronte a certe condizioni, è ovvio altresì che un fondo senta l'altro per sapere cosa sta succedendo, ma non sono stati uniformi i comportamenti: vi sono stati fondi che hanno venduto azioni, fondi che invece hanno continuato a comperare e il comportamento nel mese di agosto è stato diversissimo. Io escluderei, se questa era la domanda, un accordo di cartello; si tratta secondo me solo di un fenomeno di comunicazione e non credo che nel tempo possa diventare un fenomeno di uniformità di comportamento. A me non risulta assolutamente che vi sia stato un accordo per comperare, nè per vendere. Anche a me capita di telefonare, pure due volte al giorno, per sapere come sta andando la borsa, ed è evidente che mi capita altresì di chiedere cosa sta succedendo agli altri fondi: sarebbe ridicolo che il gestore di un fondo non sapesse cosa fanno gli altri.

Il primo periodo della vita dei fondi è stato caratterizzato da una gestione molto uniforme, si guardava al comportamento dei più vecchi per imparare; man mano si sono cominciate a vedere le prime differenziazioni di comportamento, perchè si cominciava a vedere che le *performances* erano tutte troppo poco differenziate.

Il problema delle reti di vendita è enorme e il nostro paese è l'unico che a tal proposito presenta una situazione del genere. È bene che ci siano, è bene che ci sia un meccanismo di distribuzione, ma è anche necessario che tutto ciò venga regolato. Anche questo è il frutto di una riforma fatta improvvisamente, nella logica che tutto debba essere lasciato nella massima libertà, senza pensare al sistema nel suo complesso.

I titoli a reddito fisso vengono venduti in questo momento a danno, si trovano in una situazione difficilissima, perchè la Banca nazionale del lavoro, che faceva da *dealer*, ha rinunciato di fronte ad una massa di titoli di questo genere; non ci sono contropartite, anche perchè si attende la fine del mese e l'emissione dei nuovi BOT. Questa è la situazione in cui ci troviamo, e tutti sappiamo che le situazioni di mercato interno in Italia sono il riscontro di scelte precedenti.

Non vi sono operazioni paragonabili a quelle sul mercato aperto negli Stati Uniti, visto che da noi il mercato è sempre rigido, determinato ogni mese dal tasso di emissione: la Borsa italiana da tempo ormai ha continuato a scendere, perchè questo tasso ha continuato a salire. In Germania sta succedendo solo ora, ma da noi è da un anno che si verifica questo fenomeno.

FUMAGALLI. Vorrei rispondere innanzi tutto alla domanda che è stata posta da tutti gli intervenuti, sul significato da dare a questa crisi. Il

senatore Colombo ha tradotto in termini prospettici questa domanda, chiedendo se a nostro parere si vada verso una completa liberalizzazione dei mercati. Penso che la risposta non possa che essere positiva, visto che si va verso un continuo superamento dei confini nazionali, verso una reale integrazione, vale a dire verso un mercato sempre più mondiale.

Il mercato mondiale necessita di armonizzazioni che non sono adottabili da parte di un singolo paese, ma possono essere attuate con una cooperazione internazionale. Probabilmente la liberalizzazione ci verrà imposta dai nostri figli, quando torneranno dai loro studi all'estero, superando completamente le vedute autarchiche dei loro genitori.

Devo confessare di essermi agitato quando per due volte il professor Visentini ha detto che la nostra borsa è di pessima qualità, anche se poi ha attenuato tale giudizio dicendo che la causa risiede nella sua relativamente modesta entità e nella mancanza di concentrazione, considerazione con la quale sono d'accordo. Non accetto però di sentir dire, specie di fronte alla Commissione finanze del Senato, che il nostro mercato finanziario è pericoloso, mentre si individua nelle borse estere una sostanziale stabilità. Vorrei fare solo un esempio: un'azione della IBM valeva il 4 ottobre 167 dollari, mentre lunedì ha chiuso a 101 dollari. Come si fa a cercare la stabilità in un mercato nel quale una società ad alto valore aggiunto, che capitalizza in borsa per 100.000 miliardi di lire, perde nel giro di tre settimane il 40 per cento del valore delle proprie azioni?

CAVAZZUTI. Solo che a New York non hanno sospeso la contrattazione sui titoli IBM.

FUMAGALLI. Un'azione della ITT era negoziata venerdì a 53 dollari: lunedì, dopo aver annunciato un aumento dei suoi utili trimestrali del 70 per cento, ha chiuso a 40 dollari. Occorre quindi abbandonare l'idea che i mercati stranieri siano migliori del nostro, perchè più stabili. Anzi, il senatore Rossi, che conosce molto bene il mercato americano, sa che la «volatilità» di quel mercato può essere anche maggiore della nostra, che è causata in primo luogo da una scarsa concentrazione.

Per quanto riguarda la sospensione delle contrattazioni ricordata dal senatore Cavazzuti, desidero fare soltanto alcune osservazioni, lasciando al professor Piga il compito di trattare più approfonditamente la vicenda.

Il «gruppo d'intervento» della borsa di Milano nacque sulla base di una precisa direttiva del Comitato direttivo degli agenti di cambio della stessa, affinché fossero applicate anche da noi le norme che regolano l'organo che negli Stati Uniti interviene e sospende le contrattazioni, quando si verificano anomalie nella quotazione di un titolo. La nostra normativa dice che in presenza di una variazione del 10 per cento, la trattazione del titolo può essere rinviata. Martedì ci siamo attenuti a questa regola.

CAVAZZUTI. Capisco che, in un mercato normalmente stabile, si intervenga su un titolo allo sbando, perchè in quel momento su di esso

si concentra la speculazione. Ma, quando tale situazione riguarda tutti i titoli, credo sia scorretto sottrarre dall'andamento generale di borsa unicamente quattro titoli, che, neanche a farlo apposta, sono quelli della FIAT, della stessa azienda torinese sotto mentite spoglie, cioè della SNIA-Viscosa, della Olivetti e della Montedison. Nella situazione generale che si stava sviluppando, la sospensione di soli quattro titoli è proprio una operazione contraria a quell'andamento ordinato che tutti auspichiamo per la nostra borsa.

PIGA. Forse c'è un equivoco sui termini: non si è trattato di una sospensione, ma di un rinvio. Tutti i titoli che superavano il 10 per cento venivano rinviati, senza deroghe per alcuno. L'andamento della giornata si è mantenuto, infatti, attorno al 7-8 per cento in meno, ma alla partenza abbiamo avuto alcuni titoli che segnavano flessioni pari circa al 20 per cento. Occorreva scongiurare manovre speculative pericolose, possibili invece con una fase iniziale delle contrattazioni avviata nel segno di ribassi consistenti. Quando avremo la borsa continua sarà diverso, ma nella situazione attuale partire con l'impatto psicologico di una chiusura del «durante» al 25-30 per cento in meno, prodotto da una limitata contrattazione, può essere molto pericoloso.

RUFFINO. Quel giorno molti altri titoli hanno superato il 10 per cento: la Pacchetti era quotata a meno 20 per cento.

FUMAGALLI. La disposizione riguarda anche il «durante», cioè tiene conto non solo del momento della formazione del prezzo a listino. Tant'è vero che i titoli che potevano segnare il prezzo all'inizio di seduta sono stati solo i quattro citati. Poi, a listino, alcuni titoli hanno avuto delle variazioni superiori, ma in quella fase entra in gioco la nostra discrezionalità, sulla base di norme che ci siamo dati già da vent'anni a questa parte, per cui quando il titolo a listino varia del 10 per cento lo possiamo rinviare, quando varia dal 10 al 20 per cento, abbiamo l'obbligo di rinviarlo, mentre quando supera il 20 per cento abbiamo la possibilità di non rilevarlo. Nella fattispecie lei, senatore Ruffino, ha fatto riferimento nella sua domanda al caso delle Generali che erano arrivate a 91.000 lire mentre il giorno prima erano quotate 101.000 lire. Eravamo leggermente al di sopra del limite del 10 per cento per cui se fossero scese al di sotto delle 90.000 lire sarebbero state immediatamente sospese dal «durante».

Comunque, a prescindere da questo caso particolare, alla domanda del senatore Ruffino se siamo in presenza di un segno di recessione economica universale e se da questa situazione si deduce una maggiore difficoltà ad investire nel mercato azionario; alla domanda del senatore Pizzol se questo sconvolgimento ha origine nella produzione o nella speculazione e se sono effetti permanenti, tendenziali o transeunti; alla domanda del senatore Marniga se le società possono o meno influenzare l'opinione pubblica tramite i *mass-media*, devo rispondere che la borsa oggi è notevolmente importante anche nel nostro paese (che è il quinto paese industrializzato nel mondo) e non è adeguata, sotto il profilo della dimensione e delle strutture, a questa posizione dello Stato italiano nel contesto mondiale. Quindi, quando tale fenomeno si verifica in tutti i

paesi occidentali o in quelli che noi chiamiamo ad economia neocapitalistica, evidentemente non può essere considerato come un fatto meramente casuale ma deve essere valutato come un campanello di allarme da sottoporre ad un esame attento.

Certamente in questo caso la caduta della borsa rappresenta il cambiamento di un'era e deve comportare un diverso approccio ai problemi finanziari delle moderne società industrializzate, altrimenti si corrono nel futuro dei rischi enormi, anche in quei mercati che hanno una maggiore tradizione, dimensione ed importanza e che tra l'altro trasmettono i loro influssi sul nostro mercato.

Per quanto riguarda il dilemma «dirigismo o liberalizzazione», devo innanzi tutto sottolineare che l'organo che rappresento ha operato in base alle norme esistenti ed al buon senso (ricorrendo a degli usi che vanno *praeter legem* e non *contra legem*), cercando di fare in modo che il mercato si svolgesse nelle condizioni di maggiore tranquillità possibile.

Personalmente, essendo stato allievo del professor Saraceno ed avendo avuto una formazione che rientra nell'ambito della sinistra cristiana, sono piuttosto neo-liberista. Tuttavia - rispondendo al senatore Colombo - devo dire che un'azione regolamentatrice, volta a conferire trasparenza e correttezza operativa ai mercati, non contrasta con una tendenza di maggiore liberalizzazione dei mercati stessi. Tutt'altro! Significa semplicemente cercare di evitare distorsioni e danni ai mercati, obiettivo che credo rientri tra i compiti dei nostri rappresentanti al Parlamento.

PIGA. Signor Presidente, devo innanzi tutto rispondere ai senatori Cavazzuti e Rossi, in quanto hanno posto un problema che mi sembra fondamentale per la direzione politica di un istituto e per i suoi rapporti con l'esterno.

Se c'è stato un momento in cui la Consob non ha adottato alcun provvedimento dirigistico è proprio in questa occasione, pur avendone valutata l'opportunità. Negli ultimi anni l'azione della Consob, e la mia personale, è sempre stata improntata ad una visione liberale del mercato. Il mercato ha regole proprie e su tali regole la Consob interviene solamente nel momento in cui accerta l'esistenza di alcune violazioni che turbano il regolare andamento del mercato. La Consob con i suoi atti non ha mai inteso interferire sul normale andamento del mercato.

In occasione dei recenti avvenimenti la Commissione ha adottato un provvedimento non di sospensione (come nel caso della borsa di New York in cui sono state rinviate tutte quelle operazioni che riguardavano titoli a termine), ma di rinvio, come ho già chiarito nel precedente intervento.

D'altra parte, adottare provvedimenti dirigistici in mancanza di strumenti - come ho già specificato - sarebbe del tutto velleitario e si creerebbe più panico di quello che già normalmente si manifesta in situazioni di crisi. Quindi, di fronte a fatti estranei all'andamento del nostro mercato ed a situazioni che si verificano per ragioni che traggono le loro radici da fattori di instabilità internazionale, chi si occupa del mercato deve possedere il maggior numero di informazioni, anche su quei fatti che sono estranei al nostro mercato.

I recenti avvenimenti e la situazione di crisi che si è verificata, in cui si è assistito ad informazioni deformate ed esasperate e ad una non esatta consapevolezza dei termini della situazione, ci ha indotto ad invitare tutti gli operatori a mantenere la calma, ad informarsi e a valutare tutti gli elementi.

D'altra parte, che tipo di provvedimenti poteva assumere la Consob? In base alle disposizioni esistenti, non adottate del resto sotto la mia Presidenza, la Consob poteva disporre il deposito del cento per cento sulle vendite, oppure ordinare il possesso materiale del titolo per la vendita del titolo stesso. Da molto tempo si sta discutendo sul significato del possesso del titolo, e precisamente se esso comporti l'apprensione materiale (ovvero il possesso come *corpus*) oppure la disponibilità giuridica; la dottrina prevalente si sta indirizzando verso la dematerializzazione del titolo.

Ciò che abbiamo verificato è se era possibile adottare una misura (né deliberata da me, che dirigista non sono, né dalla Consob sotto la mia presidenza, che parimenti non è dirigista) già prevista dal nostro ordinamento in riferimento ad alcune eventualità, una misura la cui adozione poteva essere la testimonianza di una valutazione dirigistica.

Il timore che potesse esserci rivolta tale accusa, e la convinzione che il provvedimento fosse inutile, ci ha indotto a non adottare tale misura. Comunque questi motivi hanno svolto un ruolo determinante in tale disputa astratta, che si riferiva essenzialmente alle vendite allo scoperto.

Onorevoli senatori, vi possono essere vendite allo scoperto di cui non riceviamo informazioni, che possono coinvolgere titoli che influenzano il mercato ed i prezzi in dimensioni ed in quantità elevate. Allora ci siamo posti il problema se fosse opportuno avvalersi di una disposizione prevista dal nostro ordinamento che consente di chiedere la disponibilità del titolo. Abbiamo risolto il quesito in senso negativo, e autorevoli esperti ed operatori hanno poi concordato su questa nostra decisione.

La Consob anche in questo caso ha consultato tutti, dalle banche agli agenti di cambio ed alle commissionarie; tutti ci hanno detto che l'utilizzazione di tale misura non sarebbe stata in questo caso opportuna. Anche in ragione di queste argomentazioni non abbiamo adottato questa decisione.

Pertanto è singolare che ci venga rivolta l'accusa di dirigismo, quando la Consob oggi non esprime una cultura dirigista, ma anzi un approccio del tutto liberale; così pure non è possibile sostenere che vi sia stato velleitarismo, perchè ho sufficiente esperienza per rendermi conto che l'uso o l'abuso di strumenti inefficaci non sortisce alcun effetto.

Diverso è il discorso, sul quale concordo, che tende a porre in evidenza la necessità di rafforzare il sistema dell'informazione societaria e dell'informazione verso il mercato. Su questo punto, peraltro, la Consob è impegnata nel suo lavoro di ogni giorno.

Quanto al comportamento della Commissione nelle vicende di questi giorni, abbiamo affrontato una grande crisi a mercato aperto, con atteggiamenti di grande prudenza, pragmatici, fondando la nostra azione su tutte le informazioni di cui disponevamo: e il risultato è che oggi la borsa si sta stabilizzando.

Tutti gli operatori in questi momenti delicati hanno dato un esempio di notevole serietà, facilitando per questa via il nostro lavoro.

Nel corso di questo dibattito sono state dette molte cose importanti. Sulle origini e sulle conseguenze del recente fenomeno, non è ancora possibile, senatore Ruffino, valutare con profondità di giudizio gli effetti delle vicende recenti: leggo anche io i giornali, le valutazioni degli esperti, le previsioni di coloro i quali hanno una vasta competenza ed esperienza nell'analisi dei flussi finanziari.

La sensazione che nel mondo qualcosa stia cambiando esiste ed è nettissima; la sensazione che in questo settore si siano aperte, soprattutto negli altri paesi, molte ferite, che potranno ripercuotersi anche nel ristretto ambito del nostro mercato, esiste egualmente.

Nella relazione che ho consegnato stamane c'è anche qualche iniziale tentativo di indicare alcune delle ragioni di questo fenomeno. Molti esperti pensano che questo dipenda dall'atteggiamento francese, tedesco e americano, con riferimento al rialzo dei tassi in Germania e al timore di una rinascita inflazione; dall'altra parte anche si parla di qualche interpretazione non corretta delle dichiarazioni e delle intenzioni del Ministro del tesoro americano.

Parlando poi di regole, dicevo soprattutto al senatore Rossi che per me il fatto che salga o che scenda la borsa non è sintomo di crisi, è il normale funzionamento di qualunque mercato; però quando noi svolgiamo il discorso delle regole, facciamo anche un discorso di libertà. Insomma, non è immaginabile che ci sia una situazione nella quale i più grandi operatori sono persone interposte, oppure dei fantasmi, oppure persone alle quali non possiamo neanche chiedere informazioni: questo non è possibile e quindi noi chiediamo regole, per così dire, esterne e in fin dei conti, di chiusura, ma con grande libertà all'interno. Più liberistica di così la nostra posizione non potrebbe essere.

C'è alla fine il discorso delle sanzioni. Noi trasferiamo irragionevolmente fuori dall'ordinamento di settore tutto il mondo sanzionatorio: questo è un errore gravissimo. L'idea della penalizzazione è un grave errore, quando noi poi dichiariamo all'esterno che siamo tutti per la depenalizzazione.

Quindi occorrono poteri sanzionatori: anche solo indicare la persona che ha commesso un atto che l'ambiente economico-finanziario reputa non corretto è già una grave sanzione. Ma di tutta questa strumentazione, che è propria di una società che cresce nel senso di un maturo capitalismo, nel nostro ordinamento non si rinviene alcuna traccia.

L'andamento dei mercati di Hong Kong e Tokyo è stato considerato non perchè pensassimo a ripercussioni dirette ma perchè queste vicende erano il sintomo della paura nel mondo: e quando nel mondo c'è paura, anche in borsa c'è paura. I venti che soffiavano sembravano venti di guerra economica e quindi le ripercussioni potevano innescare reazioni a catena difficilmente controllabili.

Il senatore Rossi ancora domandava quando fosse stato deciso di bloccare il «durante». Non ho difficoltà ad essere molto trasparente: ad un certo momento l'idea era quella di trasferire il «durante» a dopo il listino; e questa idea era maturata alle 7,30. I contatti successivamente

intercorsi, e la sensazione che in Germania si potesse verificare qualche evento che poteva riflettersi sugli umori del mercato, ha portato a rendere preferibile l'ipotesi dell'apertura alle 11.

Si è deciso poi il rinvio – lo sottolineo – di quattro titoli principali del listino. Dunque è stato deciso di bloccare il «durante» solo fino alla apertura ritardata, e questo non ha determinato svantaggi, perchè il «durante» avrebbe dato risultati di speculazione incontrollata. Controllare il «durante», infatti, è difficilissimo perchè si svolge in una infinità di punti e non è quindi assimilabile al controllo del listino.

Le norme sui gruppi di intervento mi pare che siano state già esplicate; il gruppo di intervento è formato dal Presidente del Comitato degli agenti di cambio e dal commissario di borsa della Consob. Le disposizioni precise, date per iscritto, sono: il rinvio del «durante» al «listino» (se la variazione è superiore al 10 per cento è facoltativo, se è superiore al 20 per cento è obbligatorio); poi c'è il secondo atto, cioè il rinvio della chiamata al listino a fine listino per le stesse quantità.

Queste sono norme precostituite, che hanno funzionato in questa vicenda. Comunque potremmo anche vedere, se esse hanno determinato delle disfunzioni, di riconsiderare alcuni aspetti di questa regolamentazione.

Quindi i gruppi di intervento, essendo formati dal Presidente del Comitato direttivo degli agenti di cambio e da un nostro funzionario, obbediscono ad una logica di incontro delle due istituzioni.

Andiamo poi verso un processo di liberalizzazione?

Questa lezione, forse dovuta anche ad eccessi di «finanziarizzazione» del sistema, ci induce a pensare che prima di trasportare meccanicamente idee e concetti da un terreno all'altro dobbiamo procedere con molta cautela. Nessuno pensa che alla *deregulation* non corrisponda una nuova regolamentazione. Il nostro impegno non è quello di abbandonare il sistema senza regole; personalmente, anzi, sono convinto che le regole di un mondo libero siano molto più vincolanti di quelle di un mondo amministrato e credo che una delle difficoltà della *reregulation* derivi dalla consapevolezza che il rispetto delle regole di libertà è più difficile nella pratica del rispetto delle regole di un paese amministrativizzato, perchè in quest'ultimo è più facile eludere le regole.

Il senatore Marniga ha parlato di fatti accidentali, giudicando, con riferimento alla società italiana, la vicenda di Wall Street. Direi che senz'altro le cause erano esterne al nostro sistema; tuttavia non siamo stati colti di sorpresa, perchè qui da noi tutti gli indicatori mostravano un corso azionario cresciuto in un modo impetuoso, prossimo ad uno stato di pericolo. Avevamo eroso gli apprezzamenti verificatisi a partire dal 1985, nel corso di un anno di diminuzione del valore del listino, e tutti gli indicatori davano una condizione di pericolosità.

Vorrei sottolineare una parte positiva del nostro lavoro parlando delle relazioni semestrali, che non sono un punto di arrivo ma una conquista comunque importante. La Consob viene oggi accusata di burocraticismo perchè richiede una massa di documentazione. Ma noi siamo nati come istituzione di funzione pubblica e abbiamo preoccupazioni e pericoli che ci impongono di chiedere tale mole di documentazione. Per quanto riguarda i prospetti, ne stiamo predisponendo alcuni

molto più essenziali e sintetici. Si tratta di un'operazione molto difficile, ma comunque necessaria per fornire al mercato un'informazione agile, efficace e completa.

Per quanto riguarda l'intervento del senatore Pizzol, ritengo che non si verificherà alcuno sconvolgimento del nostro sistema produttivo; le preoccupazioni - lo ha detto molto bene Visentini - sono legate alle esigenze del mercato secondario dei titoli del reddito fisso emessi dallo Stato.

Certamente, il problema dell'andamento della nostra economia nel suo complesso non avrebbe spiegato, giustificato, da noi, un crollo pari alle proporzioni di quello verificatosi a Wall Street. Leggo che anche il Presidente degli Stati Uniti ha detto che molti elementi di questa situazione sfuggono ad una analisi strettamente economica degli indicatori.

Effetti permanenti vi saranno e credo anche sul piano di un approccio più maturo, più serio, più convinto, nella misura in cui da questa audizione emergesse un impegno che per parte nostra, non solo sul piano della collaborazione, è convinto e assoluto, per discutere insieme le riforme possibili. Siamo infatti arrivati ad un punto in cui le discussioni possono essere producenti se si svolgono su un articolato, se partono da una riflessione giuridica matura. Su questi aspetti, sui quali mi pare vi sia la volontà di tutti, non vi è ricerca di dirigismo. Se anzi dovessimo compiere atti di dirigismo chiamatemi a renderne conto perchè siamo responsabili nei confronti del Parlamento.

Le linee del nostro giudizio sulle vicende di questi giorni sono per il resto esposte nella relazione, ed in essa vi può essere materiale anche per un dibattito sui principi.

Nel ringraziarvi, spero di essere stato esauriente e mi dichiaro a disposizione della Commissione per ulteriori approfondimenti.

PRESIDENTE. Ringrazio a nome della Commissione i professori Piga e Visentini e il dottor Fumagalli per essere oggi intervenuti e per il contributo importantissimo che ci hanno fornito per la comprensione di quanto in questo ultimo periodo è avvenuto nelle borse mondiali e in particolare nella borsa italiana. Dichiaro quindi conclusa la procedura informativa.

I lavori terminano alle ore 12,35.

SERVIZIO DELLE COMMISSIONI PARLAMENTARI

Il Consigliere parlamentare preposto all'Ufficio centrale e dei resoconti stenografici

DOTT. ETTORE LAURENZANO