

# SENATO DELLA REPUBBLICA

————— X LEGISLATURA —————

## 6<sup>a</sup> COMMISSIONE PERMANENTE

(Finanze e Tesoro)  
—————

### INDAGINE CONOSCITIVA SUL MERCATO MOBILIARE NEGLI STATI UNITI

2° Resoconto stenografico

SEDUTA DI MERCOLEDÌ 27 GENNAIO 1988  
—————

**Presidenza del Presidente BERLANDA**

## INDICE

### Dibattito sui risultati della visita negli Stati Uniti di una delegazione della Commissione (Seguito dell'esame e rinvio)

PRESIDENTE .....	Pag. 3, 13, 22	
CARLI (DC) .....	3	
COLOMBO Vittorino (DC) .....	13, 18	
ROSSI (Sin. Ind.) .....	17, 18	

*I lavori hanno inizio alle ore 10,45.*

**PRESIDENTE.** L'ordine del giorno reca il seguito dell'indagine conoscitiva sul mercato mobiliare negli Stati Uniti: dibattito sui risultati della visita negli Stati Uniti di una delegazione della Commissione.

La segreteria della Commissione ha provveduto a stendere una nota riassuntiva dei lavori, sia per i colleghi che hanno partecipato alla visita che per coloro che non vi hanno partecipato, in cui sono riassunti gli incontri e gli argomenti che sono stati oggetto della visita negli Stati Uniti; mancano soltanto due istituti per completare questa documentazione. Tale documento verrà immediatamente consegnato ai commissari.

Secondo gli accordi presi nella scorsa riunione, abbiamo stabilito che i colleghi senatori possono intervenire sia per dare conto delle opinioni e delle impressioni ricavate dalla visita, sia per riferire in parte sugli argomenti più importanti.

Procediamo, quindi, nel dibattito.

**CARLI.** Signor Presidente, ho partecipato agli incontri che la delegazione di questa Commissione ha avuto a New York e a Chicago. Credo che mi corra l'obbligo, in primo luogo, di esprimere compiacimento nei confronti dei funzionari del Senato che hanno contribuito all'ottima organizzazione degli incontri.

Cercherò di estrarre dagli incontri ai quali ho partecipato quelle riflessioni che possono contribuire ai lavori di questa Commissione. La nostra visita ha avuto luogo in un periodo di estremo interesse ed uno degli argomenti più interessanti è stato (nè poteva essere altrimenti) quello relativo alle conseguenze derivanti dal crollo delle quotazioni avvenuto allo Stock Exchange di New York lunedì 19 ottobre 1987. Nello stesso periodo nel quale la delegazione ha soggiornato negli Stati Uniti, lo Stock Exchange ha sussultato due volte: venerdì 8 gennaio e venerdì 15 gennaio, verso il basso. In entrambi i casi la causa è stata l'interpretazione del disavanzo della bilancia commerciale degli Stati Uniti e dei possibili provvedimenti idonei a restringerne le dimensioni.

Vorrei iniziare esponendo alcuni ordini di grandezza che possono interessare soprattutto i componenti di questa Commissione che non hanno partecipato alla visita negli Stati Uniti.

Credo che il periodo da considerare per valutare la dimensione di ciò che è accaduto nel mese di ottobre sia quello compreso tra martedì 13 ottobre e lunedì 19 ottobre. In questo periodo l'indice Dow Jones ha perduto 769 punti, pari al 31 per cento del valore delle azioni quotate (nel solo lunedì 19 la perdita è stata di 508 punti, pari al 22,6 per cento del valore delle azioni). Il valore delle azioni contrattate in questo intervallo è diminuito di circa 1.000 miliardi di dollari. La caduta dei corsi avvenuta nel 1987 supera largamente quella avvenuta nel 1929; nell'ottobre del 1929 l'indice perdette, nella prima giornata, il 12,8 per cento e nella seconda giornata l'11,7 per cento.

Nelle borse valori degli Stati Uniti ed in particolar modo nello Stock Exchange di New York si contrattano azioni che rappresentano una quota importante della ricchezza finanziaria delle famiglie americane. Prima della caduta dei corsi il valore delle azioni possedute dalle famiglie americane ammontava a 2.250 miliardi di dollari e rappresentava il 60 per cento delle azioni ordinarie in circolazione. Le stesse famiglie possedevano inoltre 210 miliardi di dollari tramite i fondi comuni di investimento e 740 miliardi di dollari tramite i fondi pensione. In totale la ricchezza finanziaria delle famiglie costituita da azioni ammontava a 3.200 miliardi di dollari.

Un altro dato interessante ai fini di interpretare correttamente gli accadimenti del mese di ottobre è la proporzione delle azioni che effettivamente sono state trasferite da un gruppo di detentori ad un altro gruppo di detentori. Nel periodo di maggior convulsione dei mercati il trasferimento netto delle azioni è stato di appena il 3 per cento di tutte le azioni trattate e tuttavia si è congiunto con una variazione di valore dell'ordine di grandezza del 31 per cento, come sopra indicato.

Per informazione dei componenti della Commissione che non hanno partecipato alla visita, ricordo che i mercati verso i quali deve dirigersi l'attenzione al fine di comprendere le norme che possono interessare l'organizzazione dei nostri mercati sono: New York Stock Exchange; Chicago Mercantile Exchange, Chicago Board of Trade, Chicago Board Options Exchange, American Stock Exchange. Ricordo inoltre che negli Stati Uniti il controllo delle operazioni eseguite sui mercati mette capo a due distinte organizzazioni; la Securities and Exchange Commission, che controlla i mercati delle azioni e delle opzioni, e la Commodity Futures Trading Commission, che controlla i mercati dei *futures*. La definizione dei *futures* credo sia nelle grandi linee nota ai presenti; la borsa di Milano ha iniziato un'indagine e fra la documentazione vi è anche una memoria redatta dallo studio Guido Rossi, nella quale si definisce cosa sono i *futures*. In sostanza credo che si possa, dal punto di vista economico e dal punto di vista giuridico, dire che sono contratti di assicurazione, senza però riserva matematica. Sono contratti che adempiono alla loro funzione quando nel mercato si contrappongono due gruppi che danno valutazioni opposte; quando i due gruppi convergono in una valutazione unitaria, il sistema non resiste perchè non è sostenuto dalle riserve matematiche. Infatti le somme che vengono pagate altro non sono che provvigioni, ovvero delle cauzioni che garantiscono la esecuzione dei contratti alle stanze di compensazione. Per comprendere tutto quello che è accaduto, è essenziale avere chiaro questo concetto, perchè il terremoto è partito dai mercati dei *futures* e poi ha investito il resto.

Esaminiamo nella successione cronologica alcuni degli eventi più significativi che hanno contraddistinto questo periodo.

L'impulso iniziale alla caduta dei corsi azionari è stato impresso dalla concomitanza di due circostanze non legate fra loro. Alle ore 8,30 - è importante l'ora - di mercoledì 14 ottobre il Governo americano ha annunciato gli ultimi dati sul disavanzo della bilancia commerciale, relativi al mese di agosto. Il disavanzo è risultato di 15,7 miliardi di dollari, ossia molto superiore alle attese del mercato.

I mercati aprono alle ore 9; l'effetto di questa notizia ha provocato l'irrompere di ordini di vendita nel mercato dei cambi. Il mercato ha interpretato questa indicazione nel senso che, dato il persistere del disavanzo commerciale degli USA, supponendo che non potesse essere corretto mediante politiche restrittive, sarebbe stata necessaria una svalutazione del cambio quale strumento ultimo residuo per supplire ad una correzione che l'azione di Governo non era capace di attuare.

Anche i sussulti che si sono susseguiti sono stati sempre legati alla interpretazione delle conseguenze derivanti dal persistere di un maggiore disavanzo commerciale o da qualche indicazione di una sua attenuazione.

Questo è accaduto in ottobre. È anche interessante notare che l'8 gennaio ci fu una nuova caduta dei corsi e il 15 gennaio si è verificata una ricaduta. L'8 gennaio il mercato credette che sarebbero state negative le notizie, pubblicate in seguito, sulla bilancia commerciale; il 15 gennaio, poichè il Giappone pubblica le cifre relative alla propria bilancia commerciale con anticipo di un mese sugli USA, risultò che le cifre relative al disavanzo USA-Giappone erano peggiori delle aspettative.

Tutto questo è interessante per comprendere quale sia la relazione fra l'andamento delle quotazioni nei mercati finanziari e certi andamenti dell'economia reale.

Ho ricordato che, immediatamente dopo la pubblicazione delle cifre relative alla bilancia commerciale del mese di agosto, avvenuta nel mese di ottobre, si è verificata una ondata di vendita di dollari. Subito dopo l'apertura del mercato dei titoli, sono precipitate le quotazioni dei titoli del debito pubblico. Potrà essere oggetto di meditazione successiva la circostanza che la contrattazione dei titoli pubblici è organizzata attraverso il meccanismo dei *primary dealers*.

Chi sono i *primary dealers*? Sono operatori che comprano e vendono in proprio i titoli del debito pubblico e quindi dovrebbero adempiere ad una funzione di stabilizzazione dei corsi, o quanto meno dovrebbero restringere l'ampiezza delle oscillazioni provocate dalla domanda e offerta finale, quando non collimano. Ma si è visto che quando tutti i mercati si sono mossi nello stesso senso (al ribasso) anche questi operatori hanno ceduto titoli sul mercato, accentuando, come effetto meccanico, l'aumento del rendimento dei titoli a reddito fisso. L'aumento del rendimento dei titoli a reddito fisso non poteva non ripercuotersi negativamente sulle quotazioni delle azioni. Quindi il fenomeno, manifestatosi in termini dirompenti lunedì 19 ottobre, trae origine da ciò che è accaduto mercoledì 14 ottobre.

La seconda circostanza che ha avuto una influenza decisiva sui mercati, concorrendo alla depressione dei corsi azionari, è stata la notizia, diffusasi nello stesso giorno, che il Congresso degli USA si accingeva ad approvare provvedimenti di legge con i quali avrebbe introdotto una imposizione tributaria diretta a contenere le operazioni di *take over* (scalate). Gli operatori che avevano costituito posizioni su quei titoli che si presumeva sarebbero stati oggetto di *take over*, si sono affrettati a venderli.

Le due cause di depressione dei corsi azionari agiscono principalmente sui mercati della speculazione, e specialmente sui mercati dei

*futures* a Chicago si è verificata una forte caduta dei corsi azionari. Nello stesso istante gli operatori hanno avvertito che non esistono distinzioni tra i due mercati, poichè sono segmenti del medesimo mercato. Di fronte a quotazioni nei mercati di *futures* fortemente cedenti, mentre lo stesso fenomeno si era manifestato in misura minore allo Stock Exchange di New York, gli operatori hanno ceduto titoli allo Stock Exchange per acquistare *futures*, spostandosi, cioè, da una merce che si vendeva ad un prezzo più alto, ad un bene che compravano ad un prezzo più basso.

È essenziale tenere presente che i mercati finanziari hanno percepito che esiste uno stretto legame fra cambio del dollaro e tassi di interesse. I due fenomeni si congiungono in quanto una parte importante del disavanzo del tesoro americano viene sottoscritta dagli investitori esteri, in linea principale dagli investitori giapponesi.

Ogni notizia concernente il loro comportamento produce effetti sul mercato di *futures*. Appena lo Stock Exchange apprende la notizia, reagisce, producendo un moto che si ingigantisce attraverso l'interazione dei due mercati.

Concorre ad inasprire questi fenomeni il fatto che nella ricerca di sistemi razionali di organizzazione degli investimenti sono state escogitate soluzioni programmatiche dell'investimento stesso, basate sulle indicazioni del rapporto ottimale fra azioni e contanti nel portafoglio dei singoli. Ho ricordato prima le cifre relative alla ricchezza costituita da azioni possedute dalle famiglie americane, ma per comprendere quello che è avvenuto, occorre sottolineare che tale ricchezza non è amministrata dalle singole famiglie, ma è data in amministrazione alle istituzioni. Quindi, le decisioni che confluiscono nella borsa riflettono giudizi espressi da un numero limitato di operatori; sono pochi infatti gli operatori che determinano l'andamento dei corsi.

Vi sono programmi di investimento razionali, con l'elaboratore elettronico che indica e collega le variazioni, istante per istante, con il programma; quando l'elaboratore constata che le variazioni non coincidono con il programma, invita a realizzare l'investimento per blocchi. E questo è un altro aspetto importante da considerare nella valutazione di quanto è accaduto, cioè le azioni non vengono cedute singolarmente, ma in blocchi perchè sono interi programmi d'investimento che vengono ceduti.

La ragione per cui si attribuiscono responsabilità al *computer* è questa: il *computer* effettua valutazioni in tempi più brevi rispetto a quelli impiegati dall'uomo. Oggi ci si chiede se non si sia andati troppo avanti nella computerizzazione. Comunque, un banchiere inglese molto intelligente, di fronte ad analoghi dubbi espressi nel suo paese, alle proposte di ripensamento su questi sistemi, ha risposto che il fatto che l'uomo non riesca a seguire le proposte di decisione indicate dal *computer*, che non fa altro che interpretare tutti i dati ricevuti in precedenza, non deve condurre alla conclusione che la soluzione sia nel ritorno al pallottoliere, che certo non sarebbe appropriata.

Nel corso della stessa giornata, è accaduto che un piccolo numero di operatori ha continuato ad impartire ordini di vendita. E questo per la ragione che ho indicato prima: perchè i portafogli sono amministrati da

pochi, e sono stati questi pochi che, interpretando secondo schemi razionali gli interessi dei loro clienti, hanno impartito gli ordini di vendita, ed in particolare sono stati quegli operatori che, con dizione impropria, vengono definiti *insurers* (assicuratori). Questi ultimi sono operatori specializzati nelle operazioni sul mercato dei *futures*, che sono operazioni di assicurazione di portafoglio poichè sono nate essenzialmente per difendere il portafoglio, poi sono divenute fine a se stesse, cioè si fanno queste operazioni anche non avendo un portafoglio da difendere ma soltanto a titolo di pura scommessa. Sono stati questi operatori ad impartire, ad un ritmo sempre più rapido, ordini di vendita di blocchi di azioni.

Venerdì 16 ottobre l'afflusso di ordini di vendita di blocchi di azioni ha provocato un inizio di congestione del mercato. Il Presidente dello Stock Exchange di New York ci ha detto che è stato un momento drammatico trovarsi di fronte a tutta questa massa di ordini di vendita che si erano accumulati nella stessa giornata.

Lunedì 19 il mercato ha aperto sotto l'irrompere degli ordini di vendita provenienti dalle due grandi borse, che avevano già chiuso, di Tokyo e di Londra. Quindi, già al primo minuto il mercato è stato inondato di ordini di vendita, oltre a tutti quelli che si erano accumulati il venerdì precedente. Questo è stato il momento più drammatico, come ci è stato detto.

Nella prima ora di contrattazioni - e questo è un altro dato che ci può interessare - alcuni *specialists* si sono ritirati dal mercato. Gli *specialists* sono operatori che dovrebbero adempiere alla funzione di equilibrare istantaneamente domanda e offerta attraverso acquisti in proprio o vendite tratte da disponibilità costituite in proprio.

Di fronte all'incombere di una massa così imponente di ordini di vendita, il sistema non ha retto. Ancora una volta si è visto che gli istituti che sono stati apprestati, o per garantirsi contro la variazione dei corsi o per attenuare l'ampiezza delle oscillazioni, non reggono quando tutto il mercato si muove in una sola direzione. E questo è stato il momento più drammatico della giornata di lunedì. Infatti, se fosse mancato totalmente l'assorbimento da parte di questi operatori, il mercato si sarebbe decomposto perchè agli ordini di vendita non avrebbero corrisposto ordini di acquisto. In questo caso non si sarebbe trattato neppure di mancanza di prezzo ma di assenza fisica del compratore, dello *specialist*. Questo è importante perchè in sede di discussione sulla riforma anche da noi si propone di passare dalla figura del mediatore puro al mediatore ammesso alla contrattazione d'asta che abbia la facoltà di comprare e vendere in proprio per svolgere una funzione equilibratrice del mercato.

In quattro ore l'indice Dow Jones perdeva il 9 per cento. In due ore l'indice dei *futures* perdeva il 14,5 per cento. Gli ordini di vendita di blocchi di 100 milioni di dollari ciascuno affluivano uno dopo l'altro.

In chiusura di giornata il volume delle azioni trattate toccava 604 milioni e l'indice perdeva il 23 per cento, mentre l'indice concernente i *futures* perdeva il 29 per cento.

È interessante rilevare che tutto questo accadeva sotto la pressione esercitata da un numero relativamente piccolo di operatori che effettuavano operazioni di ingenti proporzioni. Si è accertato che nel

mercato di New York 15 venditori hanno venduto il 20 per cento del totale delle azioni trattate e nel mercato dei *futures* 10 venditori il 50 per cento. Questi dati non comprendono la quantità di compra vendite interne al mercato, cioè effettuate dagli operatori che operano in proprio. Il totale delle contrattazioni sui due mercati di quella giornata è stato di 41 miliardi di dollari di azioni. Però, come ho ricordato prima, le azioni che sono passate da una mano all'altra sono state appena il 3 per cento del totale.

L'incrocio dell'enorme numero di ordini impartiti ha determinato una variazione di valutazioni in breve tempo (praticamente in cinque giorni lavorativi) del 32 per cento, senza un rilevante spostamento di azioni. Questo dato è importante perchè induce a chiedersi se non debbano essere presi provvedimenti per stabilire un più stretto legame delle operazioni finanziarie con l'economia sottostante.

Oggi, anche alla luce delle cose che abbiamo sentito dire in quei giorni, mi sembra che le cause dell'ingigantimento del fenomeno finanziario possano essere attribuite al largo impiego di quelli che io chiamerei programmi di gestione ottimale di portafoglio, e d'altra parte questo fenomeno, a mio avviso, è consequenziale al fatto che i gestori hanno la necessità di «obiettivare» il loro comportamento, dato che le famiglie affidano loro i propri portafogli.

Aprò a questo punto una breve parentesi: tutto il sistema finanziario a livello mondiale si è mosso alla ricerca di schemi razionali di comportamento. Nel corso di dieci anni, fra il 1973 e il 1982, le grandi banche americane che hanno finanziato i paesi in via di sviluppo hanno apprestato dei sistemi di misurazione dell'affidabilità dei singoli paesi, sistemi razionali, per cui i singoli dirigenti che prendevano delle decisioni venivano giudicati in relazione al fatto che osservassero o no tali sistemi. Ed i più grossi errori sono stati commessi probabilmente applicando quei sistemi, perchè già nel 1979 essi avevano dato l'indicazione che i paesi in via di sviluppo non sarebbero stati solvibili.

Tornando a quello che dicevo prima, quanto più si diffonde il sistema di gestioni di portafoglio individuali e collettive - attraverso le molteplici istituzioni - gestioni nelle quali confluisce il patrimonio di milioni di famiglie, tanto più i gestori tendono a trovare forme razionali di comportamento; e questi programmi indicano fra l'altro, dato l'andamento del mercato, quale deve essere la proporzione ottimale fra azioni e contante nel portafoglio. Allora è stato calcolato che se coloro che amministravano razionalmente i portafogli fossero andati fino alle estreme conseguenze, avrebbero dovuto cedere altri 30 miliardi di azioni e quindi si sarebbe verificato uno sconquasso ancora maggiore: oggi si fa questa considerazione.

Dai colloqui che abbiamo avuto non mi sembra risultino esplicitamente quali sono le risposte, resta però il fatto che quanto più si diffondono sistemi di gestione di ricchezza altrui, tanto più si tendono a costruire dei sistemi che vogliono obiettivare razionalmente i comportamenti, che vogliono consentire a chi gestisce di spiegare alla clientela cosa è stato fatto e per quale motivo. Questo è il significato di questi programmi, con tutte le conseguenze che ho indicato prima, soprattutto quando tali programmi sono immessi in elaboratori elettronici, dai

quali partono direttamente gli ordini e che lavorano in un «tempo zero».

La seconda osservazione, che a mio avviso si può trarre dagli incontri avuti, è il fatto che i fondi comuni di investimento mobiliare hanno sviluppato delle forme che garantiscono praticamente la liquidità assoluta delle parti detenute dai sottoscrittori, e ciò ha provocato come conseguenza che alla prima avvisaglia di crisi questi si sono precipitati sui fondi e i fondi a loro volta, trovandosi in difetto di liquidità, sono stati costretti a realizzare per blocchi, in quanto investono per blocchi e di conseguenza realizzano per blocchi.

Voglio ricordare che per blocchi si intende un insieme di azioni diverse non certe quantità di un singolo titolo, per cui il movimento nel mercato era unidirezionale. Per quanto riguarda questo fatto i pareri sono diversi; il presidente dello Stock Exchange di New York mi sembra che difendesse il sistema degli *specialists*, dicendo che tutto sommato ha funzionato. È vero, ha funzionato, ma perchè è intervenuta l'autorità monetaria con grosse immissioni di liquidità. Oggi ci si chiede se l'ingente liquidità immessa nel sistema non produrrà, nel corso del tempo, degli effetti inflazionistici.

Vorrei fare a questo punto qualche riflessione, una concernente l'economia americana nel suo complesso e le altre concernenti fatti specifici, relativi al funzionamento del mercato.

Non c'è dubbio che da anni l'economia di mercato americana è in fase di sostenuto sviluppo; ogni anno si creano centinaia di migliaia di posti di lavoro: nel corso degli ultimi dieci anni gli Stati Uniti sono il solo paese nel quale si sono creati milioni di posti di lavoro, a differenza di ciò che è accaduto in Giappone ed in Europa. La domanda interna ha seguito e seguita ad espandersi ad un ritmo eccedente l'offerta interna e la differenza viene colmata dall'eccedenza delle importazioni sulle esportazioni, da qui il problema del finanziamento dello squilibrio e da qui il problema delle conseguenze della crescente dipendenza della continuità del processo di sviluppo negli Stati Uniti dal finanziamento estero. Questo è l'elemento di incertezza incombente sui mercati e questa è la ragione per la quale gli accordi fra Governi che si propongono di muovere verso minori squilibri, alla luce dell'esperienza resistono poco, perchè prima o poi, persistendo il disavanzo, i mercati si domandano cosa accadrà. Oggi la posizione verso l'estero degli Stati Uniti è contraddistinta da queste cifre: il debito pubblico in mani estere ammonta a 268 miliardi di dollari. Il debito delle società, limitatamente alla parte collocata in mani estere, (parlo delle obbligazioni), ammonta a 309 miliardi di dollari ed il debito delle banche verso l'estero ammonta a 449 miliardi di dollari. Questi dati sono riferiti al dicembre 1987: possono essere più o meno esatti ma danno l'ordine di grandezza della posizione degli Stati Uniti. Sommando debiti e crediti, la posizione debitoria netta degli Stati Uniti è di 263 miliardi di dollari. Quindi si capisce che in questa situazione il problema resta innanzi tutto se si debba e si possa muovere verso una consistente riduzione del disavanzo della bilancia commerciale americana e della bilancia dei pagamenti, perchè sulla bilancia dei pagamenti cominciano a pesare in misura consistente gli interessi passivi e quindi anche i miglioramenti nella bilancia commerciale non si ripercuotono sulla bilancia dei pagamenti

perchè si sono inseriti gli interessi passivi. In secondo luogo, se si verificasse una nuova caduta del cambio del dollaro, ci si chiede quali sarebbero le ripercussioni sulla domanda mondiale e quindi sul livello di attività economica mondiale.

Per concludere, ciò che è accaduto nel mercato finanziario di New York è stato un avvertimento, dato in forma brutale da parte del mercato, di una situazione che necessita di una qualche correzione. E, in secondo luogo, ancora non si è trovato - posto che tale correzione debba essere nel senso di ridurre la domanda netta che l'economia americana immette nel resto del mondo - come si potrebbe attuare un effetto compensativo.

Non dobbiamo dimenticare infatti che l'attuale livello di attività mondiale presuppone che ogni mese gli USA comprino nei mercati mondiali più di quello che vendono, per circa 14 miliardi di dollari. Un gruppo di paesi - in prima linea Giappone e Germania - hanno una produzione eccedentaria che sfocia nel mercato USA.

L'attuale indirizzo, di fronte ai convergenti interessi di USA e Giappone, tende verso la ricerca di una stabilizzazione dei mercati e, nei limiti del possibile, di un allungamento del periodo dell'aggiustamento. Questo mi pare che sia quello che sta accadendo; il mercato finanziario ha svolto la funzione di fornire questa indicazione.

Passiamo ora a qualche indicazione relativa al funzionamento del mercato.

Ho ricordato come l'ampiezza delle oscillazioni dei corsi azionari sia stata esasperata dal fatto che sui mercati finanziari operano poche istituzioni, che intervengono con ordini di acquisto e di vendita per blocchi. Questo pone le quotazioni alla mercè di decisioni assunte da un numero limitato di soggetti ed ecco perchè la Federal Reserve, in questo momento, insiste nel proporre una modifica della legge - che risale al 1933, che vieta alle banche commerciali di intervenire nei mercati finanziari - proprio per arricchire il numero degli operatori. Infatti si pensa che, arricchendo il numero degli operatori, si possa introdurre un elemento di stabilizzazione del mercato. È una lezione che si trae dalla realtà. Il mercato finanziario americano è un mercato nel quale i corsi azionari, soprattutto nel breve periodo, sono dominati da decisioni assunte da un piccolo numero di operatori istituzionali, che hanno dietro un gran numero di singoli, i quali hanno affidato loro i propri patrimoni.

La proposta e l'insistenza del Presidente della Federal Reserve affinché si revochi il divieto previsto dalla legge del 1933, nasce proprio dalla considerazione di questi elementi. Anche gli incontri di Washington indicano come sia improbabile, tuttavia, entro questa legislatura l'approvazione di tale provvedimento di revoca.

La dimensione assunta dalla diffusione dei contratti *futures* dà la sensazione che esista sempre la possibilità di investire in titoli senza perdere mai, quasi che operasse un sistema di assicurazione perpetua contro qualunque rischio. Ricordo che un ottimo rapporto, pubblicato a marzo-aprile 1986 sulla innovazione finanziaria, spegneva molto gli entusiasmi e poneva in evidenza come tutti questi strumenti trasferiscono il rischio da un operatore all'altro, ma non lo eliminano. Essendo strumenti che hanno, nella convinzione degli operatori, natura di

assicurazione – anche se non assistita da una vera riserva matematica, a protezione del rischio – quando tutti gli operatori si muovono nella medesima direzione il sistema non regge. Infatti nessuno può coprire il rischio di un mutamento concorde di tutti gli operatori nella medesima direzione.

Vorrei inoltre osservare che in presenza di grossi squilibri occorre munire l'autorità che disciplina il funzionamento dei mercati finanziari del potere di sospendere le contrattazioni.

Di fronte alla concentrazione, in un breve periodo di tempo, di molti ordini, e di fronte all'assenza di ordini di acquisto di pari importo, l'eccedenza è di dimensioni tali da non poter essere assorbita: ciò produce effetti dirompenti sulle quotazioni. In conclusione, occorre introdurre qualche «interruttore» automatico di modo che (e qui si pone il problema se ciò debba avvenire conferendo un potere discrezionale, ovvero indicando dei limiti), quando l'ampiezza delle oscillazioni supera un certo limite, automaticamente si interrompono le contrattazioni, anche per consentire di riesaminare la situazione e ristabilire il contatto tra compratori e venditori.

A proposito dei programmi di gestione economica di portafoglio, è stato messo in evidenza come questi programmi, essendo più o meno uguali, di fronte all'accadere di certi avvenimenti, producono una reazione più o meno uguale. Emerge una lezione di umiltà. Bisogna convincersi che la razionalità assoluta finisce per diventare irrazionale; l'uomo, con tutte le sue imperfezioni, ancora conta e il consentire anche all'uomo, ad un certo momento, di esprimere un suo autonomo giudizio, può non essere inutile.

Mi sembra molto importante sottolineare come la presenza di diverse autorità di controllo certamente contribuisce ad aggravare certi fenomeni; e la maggior parte delle proposte tendono verso l'unificazione dei poteri in un superiore organismo. Naturalmente queste proposte, come sempre accade, urtano contro l'interrogativo di chi dovrebbe assumersi la grave responsabilità di divenire l'unica autorità di controllo.

Mi pare che l'entusiasmo in tal senso sia molto scarso anche per un'altra considerazione. Non dobbiamo dimenticare che il sistema etico-politico americano è basato sul presupposto di evitare accentramenti di potere ed anche la Costituzione è stata concepita come un organo di difesa dell'autonomia degli Stati. L'idea di un'autorità unica desta preoccupazione in molti; meglio un sistema imperfetto ma dove non vi sia un qualcuno munito di un potere troppo grosso.

Faccio ancora qualche osservazione. Spesso si fanno paragoni fra la situazione del 1987 e quella del 1929. A mio avviso, le diversità fra allora e oggi sono assai rilevanti. Anzitutto, infatti, occorre considerare che nel 1929 il peso delle azioni nei portafogli delle famiglie era maggiore di quello attuale; oggi è invece aumentata la componente delle obbligazioni, anche perchè le società americane in questi ultimi anni hanno ridotto i capitali azionari e li hanno sostituiti con capitali di debito emettendo obbligazioni, ed è aumentata la consistenza del debito pubblico. Da questo punto di vista, il debito pubblico rappresenta uno stabilizzatore esprimendosi in titoli a reddito fisso.

Bisogna inoltre rilevare che nel 1929 alla perdita di ricchezza prodotta dal crollo di valore delle azioni si aggiunse quella costituita dalla distruzione di depositi bancari; nel 1929 e negli anni seguenti fallirono migliaia di banche e le autorità monetarie rimasero indifferenti. Oggi non esiste paese al mondo in cui questo possa accadere: di fronte al crollo di banche, le autorità monetarie e finanziarie intervengono in un modo o nell'altro. Quanto si è verificato nel caso del dissesto della Cassa di risparmio molisana, con il conseguente intervento delle autorità per garantire i depositi ad essa affidati dalle famiglie, accade un po' in tutto il mondo. Tra l'altro, non da molto tempo, gli Stati Uniti hanno approvato una normativa con cui la garanzia dei depositi è stata estesa anche a quelle istituzioni, come le Casse di risparmio, che prima non erano assistite sotto questo profilo. Ciò denota un grande mutamento dell'atteggiamento delle autorità; aggiungerei anche che si sta dimostrando che l'autorità politica non può restare indifferente di fronte a fenomeni che alterano profondamente il volume della ricchezza finanziaria posseduta da milioni di famiglie e che sente una corresponsabilità al riguardo.

Questo è il motivo per cui diviene più incalzante la richiesta di controlli più penetranti sugli investimenti in titoli azionari; è vero che si tratta di capitali di rischio, ma oltre determinati limiti, in particolare per piccoli investimenti, la dimensione del rischio deve essere in qualche misura limitata dall'autorità e non può essere affidata solo a strumenti di mercato, come questa esperienza ha dimostrato.

Vorrei inoltre far osservare che nel 1929-1930 la crisi si associò al disfacimento del sistema monetario internazionale, il che oggi - dobbiamo riconoscerlo - non è certo avvenuto ed è lungi dal poter accadere. La cooperazione monetaria sta dimostrando, sì, molte imperfezioni - e soprattutto la saggezza del «dopo» può anche indurre a riscontrare alcuni errori, e non piccoli - ma, nonostante ciò, esiste ed è utile.

Infine, occorre rilevare il cambiamento di atteggiamento dell'autorità monetaria, come è stato dimostrato dal fatto che in questa circostanza le autorità americane si sono comportate in maniera esattamente opposta rispetto al 1929: allora fu condotta una politica di restrizione della quantità di moneta; oggi invece è stata fornita al mercato tutta la liquidità necessaria, cioè la priorità è stata data alla stabilità del sistema finanziario, alla quale, quindi, è stato sacrificato, in un certo senso, il governo della moneta.

Prima di concludere, vorrei sottolineare che è abbastanza significativo il fatto che i monetaristi, e mi riferisco in particolare a Friedman e alla signora Schwartz, iniziarono la loro carriera criticando questa politica: quando affermavano che il governo della quantità di moneta doveva essere portato fuori dalla discrezione dell'autorità monetaria, criticavano una politica restrittiva, non una politica di espansione. Per alcuni, essendo i fenomeni così complessi, non si deve pensare in ogni istante a dosare esattamente la quantità di moneta necessaria, ma muoversi secondo le linee di tendenza. Comunque, questo non è essenziale ai fini del nostro discorso.

È certo che questa è un'esperienza che offre al legislatore italiano utili elementi di riflessione; basti pensare al meccanismo di contratta-

zione dei titoli pubblici, ai limiti entro cui tale meccanismo regge, come pure alla funzione di mediatori i quali siano anche operatori in proprio, come strumento di stabilizzazione dei corsi. Occorre infine considerare tutte le nuove forme di contrattazione, in particolare i contratti *futures*, e verificare fino a che punto sia opportuna l'introduzione di questi strumenti nel nostro paese o se invece, alla luce di questa esperienza, non sia opportuno muoversi con maggiore cautela.

PRESIDENTE. A nome della Commissione vorrei esprimere un vivo ringraziamento al senatore Carli per il prezioso apporto dato al buon esito della visita negli Stati Uniti e per la passione e disponibilità dimostrate non solo in quella circostanza ma anche oggi nel suo esauriente intervento.

COLOMBO Vittorino. Signor Presidente, onorevoli colleghi, prima di passare al merito dell'argomento in esame, vorrei svolgere in premessa alcune brevi considerazioni.

La prima riguarda la positività del metodo dell'indagine svolta direttamente sul campo, come abbiamo potuto constatare, sia in termini di conoscenza che di confronto dei sistemi, nonchè di acquisizione di sensibilità come legislatori in modo da poter verificare l'opportunità di introdurre nel nostro sistema quanto appreso in un altro paese, tra l'altro, in questo caso, in un laboratorio di grandi dimensioni, gli USA, dove gli aspetti positivi e negativi possono essere addirittura esasperati.

Vorrei inoltre ringraziare il Presidente per il contributo dato ai fini dei nostri lavori, i colleghi che hanno fatto parte della delegazione e in particolare i senatori membri di altre Commissioni che hanno voluto fare con noi questa esperienza, nonchè i collaboratori per l'aiuto che ci hanno dato.

Nel sottolineare, inoltre, l'opportunità di quell'esame dei risultati della nostra visita negli Stati Uniti, che ora stiamo facendo, vorrei ringraziare in particolare il senatore Carli per il suo intervento. Occorre riflettere su alcune considerazioni frutto di questo contatto diretto, che ci possono poi essere utili per l'attività legislativa futura.

Entrando nel merito, condivido le valutazioni espresse sulla situazione economica americana e i suoi riflessi sulla economia mondiale, a cui il senatore Carli ha riservato ampio spazio.

Dobbiamo inoltre rilevare che questo sistema, che si presentava a livello mondiale come uno dei sistemi fondamentali, forse il sistema principe, è stato messo alla corda da alcuni avvenimenti all'interno del sistema stesso. Il crollo del 19 ottobre scorso, senza fare paragoni con la situazione del 1929, poteva rappresentare però anche l'inizio di una grossa spirale negativa. E non so se proprio tutti i pericoli, tutte le nuvole sono ormai scomparse all'orizzonte.

Vorrei osservare che la prima considerazione da fare riguarda la internazionalizzazione e la mondializzazione del sistema economico e finanziario. Non si può più parlare di economie nazionali; si potrebbe parlare, al limite, di economie di blocchi, ma ormai direi che si deve parlare in termini di economia mondiale. Questo discorso di globalizzazione - vorrei sottolinearlo - viene avanti anche con l'apporto del

grande sviluppo tecnologico. La tecnica ci permette di fare valutazioni di sintesi in tempo reale, ma questa innovazione di natura tecnologica, se non è continuamente guidata dall'uomo, corre anche il rischio di essere un peso, perchè, una volta impostati determinati programmi, essi arrivano fino alla loro naturale conclusione.

Mi sembra di capire che anche in questi sistemi così globali si debba mettere in risalto la supremazia dell'attività politica, l'attività dell'uomo, capace di guidare questi determinati processi.

Nel merito delle considerazioni di natura economica, sottolineerei a me stesso, ma anche ai colleghi, l'opportunità di esaminare - raccolgo anche alcune osservazioni del collega Carli - il sistema economico americano, che presenta certamente momenti decisamente positivi e di grande espansione sul piano economico e sociale. Ciò però gli è stato consentito anche scaricando su altri paesi o traendo da altri sistemi i mezzi necessari per questa che, al limite, risulta un'espansione «zoppa». Il finanziamento estero del proprio sistema, con un indebitamento di questa misura, nel momento in cui dovesse andare in crisi per situazioni interne o internazionali, evidentemente porterebbe a conseguenze negative all'interno del sistema americano che potrebbero essere compensate dall'andamento positivo di questi anni, ma che certamente porterebbero delle perturbative anche a livello internazionale.

Devo fare, a questo punto, alcune considerazioni personali (sul piano politico, non certo sul piano morale). La concezione del mercato, celebrato come la grande divinità cui devono essere sacrificate tutte le altre funzioni, mi sembra che alla luce di questi avvenimenti americani debba subire un certo ripensamento. La libertà assoluta, la «divinità» del mercato, che era un po' il centro del programma politico, della *deregulation*, di Reagan, presenta alcune crepe o, per lo meno, alcune rughe. Pertanto stiamo attenti, in termini politici, a non esasperare le posizioni perchè le posizioni esasperate portano certamente a conseguenze di natura negativa.

Una seconda considerazione che mi permetto di sottoporre all'attenzione dei colleghi, e su cui occorrerà ritornare, riguarda la questione del dollaro come moneta base del sistema. Gli stessi americani hanno cominciato a dire che questo non regge più; però dobbiamo considerare che anche noi, come sistema economico in grande trasformazione, siamo interessati alla tenuta del dollaro o anche alla diminuzione del dollaro - perchè siamo importatori di materie prime dalla zona del dollaro e contemporaneamente esportatori nella zona del dollaro - e quindi l'andamento di questa moneta, evidentemente, ci condiziona in modo pesante sia nella fase delle importazioni che in quella delle esportazioni.

Una terza considerazione è quella dell'incidenza ormai a livello mondiale del blocco rappresentato dall'Estremo Oriente. L'abbiamo visto vivo nel sistema americano, ma certamente, a mio avviso, è vivo e lo sarà sempre di più nel sistema europeo. E questo quanto più il sistema americano cercherà di mettere in atto misure, per così dire di natura protezionistica, nei confronti dell'economia dell'Estremo Oriente, la quale, trovando difficoltà per un certo tipo di presenza sul mercato americano, dirotterà la sua forza, la sua prepotenza, sul mercato europeo. La posizione dei cinque grandi dell'Estremo Oriente, il

Giappone, la Corea del Sud, Singapore, Hong Kong e Taiwan, è evidentemente notevole; è notevole sul piano della competitività industriale, sul piano della produttività e sul piano della forza finanziaria. Ricordiamoci che si tratta di paesi ad alte riserve auree e di valute e con grandi possibilità di alleanza tra loro. Le *joint ventures* possono utilizzare capitali giapponesi, di Taiwan, uniti alla forza di trasformazione della Corea del Sud. Inoltre si sta affacciando la Repubblica popolare cinese, forte almeno della sua enorme forza lavoro. Evidentemente questo sistema dell'Estremo Oriente deve pensare in termini di grande potenza a livello mondiale, capace di migliorare o recuperare la qualità della vita all'interno dell'umanità, ma in tempo breve ciò porrà anche dei problemi agli altri sistemi: al sistema europeo e allo stesso sistema americano.

Probabilmente la nostra attività legislativa e la nostra cultura politica dedicano troppo poco tempo, troppo poco spazio e troppo poco cervello a questa dimensione dei problemi a livello mondiale che invece ritengo sia decisamente importante. Che fare a questo riguardo come Commissione finanze e tesoro? Forse non è da escludere - proposta che mi permetto di suggerire al Presidente - una riunione fra due o tre Commissioni: bilancio, finanze e tesoro e, al limite, industria, per fare una valutazione a livello mondiale del nostro sistema economico.

Voglio dire alcune parole per quanto riguarda la parte più strettamente tecnica, quella di natura finanziaria. Ho molto apprezzato - ed è per me motivo di ripensamento - le considerazioni del collega Carli circa l'introduzione nel nostro sistema di alcuni titoli e istituti finanziari per meglio articolare l'arco di tutti gli strumenti, incidendo sul sistema dello scambio delle merci, su quello dei titoli azionari, sul sistema delle assicurazioni, e via di questo passo. Non mi sembra che le indicazioni del collega Carli siano per il non fare: in questo delicato campo ci sono dei motivi di prudenza, per il fare con giudizio. Io spenderei in proposito una parola, sottolineando l'opportunità di fare, di fare con giudizio, con prudenza, ma di arricchire anche il nostro mercato, nella misura in cui la nostra economia è ormai di natura internazionale. Infatti voglio ricordare che più di un terzo del nostro prodotto interno lordo deriva da interscambi tra importazioni ed esportazioni e quindi è giusto che anche il mercato finanziario, non soltanto quello economico, si adegui a questa internazionalizzazione, a questa pluralità di forme.

Alla luce di questo principio di fondo evidentemente bisogna riprendere il discorso dei rapporti tra banca e borsa. Si tratta di un problema che è presente nel mercato americano ma è presente anche in quello italiano. Voglio ringraziare in proposito anche i colleghi operatori di borsa che, non soltanto in termini di pura e grezza concorrenza ma in termini anche di sviluppo, sono preoccupati nel ricercare un giusto rapporto tra la presenza delle banche nel sistema finanziario e la presenza degli ordinari operatori di borsa. Anche noi dobbiamo tracciare una linea che, a mio avviso, non deve significare egemonia dell'uno rispetto all'altro ma invece arricchimento del sistema in giusta misura. Il concetto cardine però, a mio avviso, è quello relativo al controllo del sistema. Sì all'arricchimento del nostro sistema in tutte le forme, anche le più moderne, ma chi garantisce uno sviluppo

armonico di questo sistema nella misura in cui applichiamo la internazionalizzazione, la globalizzazione, la pluralizzazione del sistema stesso? Noi abbiamo constatato diverse volte, cercando di fare un esame comparato del sistema italiano con quello americano, che non sempre vi è lo stesso metro di misura ma che esistono sistemi di controllo specifici in Italia, tipo Consob, che abbiamo visto esercitati anche dalla SEC, sistemi di controllo da parte della banca di emissione che abbiamo visto esercitati anche da parte della Federal Reserve e un sistema di controllo anche da parte del Governo, come abbiamo appreso parlando con il Presidente dello Stock Exchange quando gli abbiamo chiesto quale fosse stato il comportamento del Governo in occasione del grande crollo.

Abbiamo sentito che è stato sostanzialmente il Governo che ha autorizzato la grande operazione di assistenza in quel momento, con forti disponibilità di natura finanziaria e monetaria. Se il Governo fosse stato assente o avesse operato una strozzatura probabilmente le conseguenze sarebbero state decisamente negative. Risulta a questo punto indispensabile il controllo ed il bilanciamento dei poteri a tale riguardo.

Qui emerge il grosso problema di chi debba guidare il sistema. C'è chi pensa che il numero uno debba essere ritrovato nell'ambito della Federal Reserve, qualcuno invece ritiene che possa risultare dall'organismo di controllo diretto della borsa, la SEC, qualcuno indica addirittura il Ministro del tesoro, perchè alla fine si tratta di un'operazione di Governo di tipo globale, al limite di natura politica. Certamente è una tematica che ci investe molto da vicino. Si tratta di verificare le responsabilità diversificate a livello settoriale, i punti di riferimento di natura specialistica e come essi devono essere coordinati a livello più generale.

Un'intera gamma di considerazioni mi pare debba essere riservata alla tutela di questo delicato sistema e alla possibilità di controllo e di penalizzazione dei nuovi reati di natura economica e sociale che emergono sulla base del sistema stesso. Abbiamo posto più volte anche alle loro autorità giudiziarie la domanda specifica se il sistema americano tende all'erogazione di sanzioni di carattere penale o ad interventi di natura amministrativa per regolamentare questo fenomeno di natura economica che sta assumendo delle dimensioni esorbitanti, in un sistema molto ricco e all'insegna del massimo della liberalizzazione. Il tema fa parte della nostra problematica. Io credo che un *mix* di interventi di natura amministrativa ma anche penale, verso il quale mi pare si stia incamminando la nostra legislazione, sia la strada maestra da percorrere.

È necessario l'impegno da parte di tutti in termini di persone ma anche di Gruppi politici, a livello istituzionale nella nostra Commissione e nel Parlamento, per accelerare il lavoro diretto a pervenire alla approvazione dei provvedimenti relativi a questi vari passaggi, all'introduzione nel nostro sistema degli strumenti operativi (abbiamo già all'ordine del giorno alcuni disegni di legge al riguardo, e ritengo che debbano essere completati con grande coraggio). Per quanto riguarda invece il problema delle verifiche è necessario un riesame molto concreto della legge istitutiva della Consob e di quella relativa alle borse.

In proposito mi permetto di suggerire al Presidente l'opportunità di alcune riunioni tra i vari rappresentanti di questi particolari poteri, magari da tenersi abbastanza celermente (riunioni della nostra Commissione con la Commissione bilancio, con i rappresentanti della Consob e della Banca d'emissione, evidentemente anche con quelli del Ministero del tesoro), affinché si possa fare, a livello culturale prima e a livello politico poi, una considerazione globale che ci permetta una verifica su alcune linee di fondo, sulle quali, poi, il lavoro legislativo potrà marciare con maggiore speditezza ed approfondimento.

ROSSI. Signor Presidente, interverrò brevemente, anche se avevo preparato diligentemente una relazione. Dopo l'intervento del senatore Carli, credo infatti che si possa applicare a me quello che a volte applico agli altri: un frammento di Pindaro sull'opportunità del silenzio quando già abbastanza si è parlato; non potrei aggiungere niente rispetto a quello che il collega Carli ha detto.

Abbandono pertanto quella che credevo dovesse essere la mia relazione; mi limiterò a svolgere alcune osservazioni su tre argomenti specifici che ci riguardano in modo diretto per la nostra attività di oggi e di domani: l'opportunità o meno di varare disegni di legge sui fondi o su intermediari finanziari nuovi (quale può essere l'insegnamento che abbiamo tratto su questo punto); e semmai un accenno ad un incontro che abbiamo avuto con il procuratore generale dello Stato di New York, Giuliani, incontro che non mi pare finora essere stato trattato nel riassunto dell'attività svolta negli Stati Uniti. Questo è importante per un'altra problematica che ci riguarda, cui ha accennato da ultimo il senatore Colombo, cioè l'opportunità o meno, quando si emanano disposizioni relative ai mercati finanziari, di introdurre delle norme penali, invece di avere soltanto una normativa contenente sanzioni di carattere amministrativo. Abbiamo avuto un'esperienza molto importante con il dottor Giuliani sui problemi dell'*insider trading*. Comincerei pertanto proprio da questo argomento.

Di tale problema, come sapete, si parla da molto tempo anche in Italia, con alterne posizioni. C'è chi sostiene che il fenomeno debba essere contrastato attraverso delle sanzioni, c'è invece chi afferma che non è il caso. Questo ultimo è un atteggiamento seguito anche dalla famosa Scuola di Chicago negli Stati Uniti, secondo cui non si devono porre sanzioni e nello stesso tempo non bisogna applicare le norme sulla legislazione antimonopolio. Insomma, si tratta di una scuola di liberalismo normativo a mio avviso eccessivo. L'esperienza che ci ha «travasato» il dottor Giuliani è che anche quello dell'*insider trading* è diventato un problema «di moda recente», e questo ci induce ad una estrema cautela quando mai dovessimo formulare delle norme in Italia relative all'abuso di informazioni confidenziali. È un fenomeno «di moda recente» perchè (egli ha fornito al riguardo delle indicazioni statistiche) dal 1934 al 1984 sono stati sanzionati penalmente in quel paese solo 4 casi di *insider trading*, mentre dal 1984 ad oggi i casi di repressione sono stati dodici volte tanto, cioè 47. Inoltre vi è un altro aspetto abbastanza singolare da tener presente. Come ho detto prima, contro tale fenomeno esiste una sanzione amministrativa che viene irrogata dalla Securities and Exchange Commission e porta al

cosiddetto *disgorgement*, cioè a «rivomitare» sul mercato i profitti che sono stati ricavati attraverso l'uso di informazioni riservate. Ebbene, i casi che si risolvono con sanzioni amministrative e quelli che vedono invece l'irrogazione di sanzioni penali sono in un rapporto di 5 ad 1.

Un problema particolarmente delicato che è stato evidenziato nell'incontro avuto con il procuratore di New York Giuliani è quello relativo alla difficoltà di dare una definizione al fenomeno dell'*insider trading*. Fino ad un anno fa non esisteva una definizione legislativa di esso, ma viceversa esisteva una giurisprudenza consolidata in materia. Soprattutto in seguito a due famosi casi la Corte suprema sembrava aver dato una definizione precisa di questo fenomeno, stabilendo che possono essere colpiti con la sanzione amministrativo-penale dell'*insider trading* soltanto coloro che hanno un rapporto fiduciario con la società che ha emesso i titoli: gli amministratori, gli avvocati in quanto chiamati a consigliare la società e quindi a rispondere anche dal punto di vista della responsabilità delle informazioni ricevute, gli analisti finanziari e così via, tutti coloro cioè che entrano in un rapporto fiduciario con la società.

Tale situazione, proprio per la mancanza di una definizione legislativa specifica, è ultimamente cambiata, soprattutto alla luce di un recente caso del quale si è molto parlato, quello di un *columnist* del Wall Street Journal il quale teneva su questo quotidiano una rubrica dal titolo «Sentito per la strada» in cui forniva indicazioni di carattere personale sulla valutazione di certi titoli nello Stock Exchange di New York.

COLOMBO Vittorino. Indicazioni che non sentiva certo per la strada.

ROSSI. No, ma che elaborava per conto proprio, non disponendo di alcuna informazione riservata da parte delle società.

È molto importante vedere quello che si è verificato ai fini di una valutazione, semmai dovessimo introdurre una norma sull'*insider trading*. Il giornalista elaborava dati che erano a conoscenza di tutto il mercato, pubblicandoli poi in questa rubrica sul Wall Street Journal, la quale, data l'autorità del *columnist* in questione, esercitava una notevole influenza sulle quotazioni dei titoli. Sicchè quando si indicava prospettivamente una società in posizione di aumento degli utili, in termini di prodotti migliori sul mercato, o di concorrenza più efficiente, i titoli di questa salivano o, in caso contrario, scendevano.

Un agente di cambio amico del citato giornalista, il giorno precedente alla pubblicazione della rubrica «Sentito per la strada», si faceva indicare da quest'ultimo le notizie che avrebbe dato il giorno seguente (badate che non si trattava di notizie riservate, poichè il giornalista non aveva contatti fiduciari con le società e queste non avevano rapporti diretti con lui, quindi si trattava semplicemente di valutazioni di carattere personale) e, all'apertura dei mercati, speculava su queste informazioni scaturite esclusivamente dalle valutazioni personali del giornalista, dando a quest'ultimo, come compenso, qualche decina di migliaia di dollari.

Devo dire che in questo caso il *disgorgement* è stato addirittura ridicolo rispetto ad altri casi di *insider trading* (ad esempio il caso Levin), ammontando a circa 30 mila dollari. Comunque, nonostante il fatto che non vi fosse alcun rapporto fiduciario, il *columnist* del Wall Street Journal è stato condannato ugualmente, sulla base della cosiddetta teoria della *misappropriation*, essendosi in realtà appropriato, per comunicarle ad estranei, di notizie che erano - e qui c'è il salto logico-giuridico che è stato fatto dalla Corte suprema degli Stati Uniti - di proprietà del Wall Street Journal.

Finora l'*insider trading* era stato individuato in comportamenti di coloro che, avendo un rapporto fiduciario con una società, modificavano a proprio vantaggio l'andamento del mercato facendo salire o scendere i prezzi per scopo di lucro personale, ma sulla base di informazioni sicure, tant'è vero che casi tipici di *insider trading* sono stati quelli in cui vi era in formazione un'attività di *take over*, perchè con questo ultimo si sa benissimo che la borsa è destinata a salire fino al prezzo dell'offerta pubblica di acquisto.

La Corte Suprema ha applicato nel caso riferito questa teoria della *misappropriation*. Nella conversazione con il procuratore Giuliani è emerso che certamente questa teoria può essere molto criticata, anche perchè il derubato in questo caso non era la società, ma il Wall Street Journal, senza considerare che se invece che dal giornalista la comunicazione all'agente di cambio fosse stata fatta dal proprietario del giornale la sopra citata teoria non avrebbe potuto essere applicata.

Allora, se vogliamo introdurre una normativa sull'*insider trading*, il problema della sua definizione è estremamente delicato e va affrontato con cautela. Il procuratore Giuliani ha dichiarato - lo ha già detto il senatore Vittorino Colombo - che la sanzione amministrativa non è sufficiente, che è necessaria quella penale, ma ha anche detto che il Congresso degli Stati Uniti ha mancato nel non dare una definizione dell'*insider trading*, quindi vi è questa angoscia della magistratura nel cercare di fornire un minimo di certezza (è infatti questo l'aspetto più delicato della sanzione penale) perchè il semplice errore, laddove non vi è cognizione esatta di aver violato la legge, non può provocare l'inizio dell'azione penale.

Il procuratore di New York ha sottolineato che la mancanza di una definizione precisa del fenomeno dal punto di vista legislativo è quella che rende più difficile anche la prova che qualcuno sia caduto nel comportamento di *insider trading* solo per errore, piuttosto che per dolo o per colpa.

L'altro problema - per il quale credo che in sede legislativa non potremo fare molto - che il procuratore Giuliani ha indicato come prioritario è quello della cooperazione internazionale, evidenziando come, con la globalizzazione e l'internazionalizzazione dei mercati, non possano essere assoggettati alla giurisdizione americana quei comportamenti di *insider trading* posti in essere in Stati esteri da cittadini americani (ad esempio Levin telefonava ad una banca delle Bahamas perchè acquistasse, o ad intermediari inglesi perchè acquistassero allo Stock Exchange di Parigi). Ciò non è possibile, nonostante i tentativi di organizzare trattati bilaterali, che in effetti esistono fra Stati Uniti e Inghilterra ed anche fra Stati Uniti e Svizzera, soprattutto per quanto riguarda il sistema bancario di quest'ultimo paese.

Quindi, sulla base dell'esperienza degli Stati Uniti, occorre considerare la questione con estrema cautela, soprattutto nel momento in cui si vogliono introdurre norme penali, perchè c'è il problema della certezza del diritto, soprattutto per la nostra mentalità, non avendo noi quel sistema della *equity* che i paesi di *common law* hanno, per cui è una sorta di legge naturale quella che dà la possibilità di condannare in determinati casi i comportamenti giudicati socialmente scorretti, come quello dell'*insider trading*. Abbiamo perciò bisogno di una maggiore legalità e, quindi, di norme più precise.

Ho avuto l'impressione (non so se condivisa dagli altri componenti della Commissione) che dalla visita negli USA sia venuto alla ribalta quello che io ritengo essere oggi (non solo negli Stati Uniti, ma anche in Italia e negli altri mercati finanziari europei) il problema principale, da risolvere in via prioritaria, vale a dire il problema della disciplina del conflitto di interessi tra i vari operatori. Anche negli USA la diversificazione dei mercati - ne ha parlato il senatore Carli - ed anche le proposte di riforma del *take over* si scontrano sempre sull'unico vero problema, che sembra essere quello che origina poi l'inefficienza del mercato, costituito dal conflitto di interessi. In realtà lo stesso problema dei comportamenti di *insider trading* alla fine, dal punto di vista strettamente giuridico, è un problema di conflitto di interessi; infatti alcuni operatori approfittavano delle notizie in loro possesso per scopi personali e per ottenere illeciti guadagni.

In proposito, vorrei riferire alcune dichiarazioni rese negli USA dal Presidente della FED, Greenspan. Egli si è dichiarato favorevole ad un superamento del Glass Steagall Act, permettendo anche alle banche commerciali di entrare nel mercato delle *securities*. Greenspan ha riconosciuto, come problema principale, il conflitto di interessi, che è stato, per le banche miste, una delle cause della crisi del 1929. Egli propone che le banche commerciali, quando entrano nel mercato delle *securities*, non lo facciano direttamente, ma attraverso la costituzione di una *holding*, dalla quale dipendano le società controllate (sia l'azienda bancaria che le società che operano nel mercato delle *securities*), in modo da creare paratie stagne tra attività creditizia e attività mobiliare. Questo proprio per evitare ciò che è accaduto, per esempio, nelle banche di investimento inglesi; si tratterebbe di usare il famoso istituto della «muraglia cinese», per cui quello che compie un settore della banca non deve essere conosciuto dagli altri settori, e nessun settore potrà cercare informazioni dagli altri.

La questione diventa per Greenspan molto delicata, perchè il problema della disciplina del conflitto di interessi è di difficilissima soluzione e implica rimedi di carattere generale che riguardano tutti gli intermediari finanziari. È difficile da attuarsi nella pratica proprio perchè si scontra con alcune realtà operative tipiche della gestione dei gruppi di società. Se è vero che è possibile, attraverso controlli e vigilanze molto precisi, fare in modo che la azienda bancaria tradizionale non abbia nulla a che vedere con la azienda dello stesso gruppo che opera nel settore delle *securities*, a questo punto, nell'ambito del gruppo, sarà difficile, ad esempio, organizzare tutte quelle procedure che portano alla formazione del bilancio consolidato

di gruppo, così come sarà difficile che la *holding* possa accentrare servizi che servano per la gestione di tutte le società del gruppo stesso.

In questo caso, anche il problema della responsabilità della controllante per i debiti della contrallata, che rappresenta uno dei principi fondamentali della legislazione sui gruppi di società, viene a cadere per mancanza di possibilità di controllo e di vigilanza. Infatti, una delle proposte di Greenspan prevedeva che non ci fosse tra gli amministratori della azienda bancaria e gli amministratori della società operante in *securities* alcuna identità, cioè devono essere necessariamente persone diverse.

Il problema del conflitto di interessi è enorme, ed esiste in tutti i mercati ed anche quando, ad esempio, si propone di valersi di un unico organo di controllo. Infatti la legislazione, sia pure in un mercato efficiente e con una disciplina normativa molto precisa, così come è quello degli USA, quando esistono discipline specifiche di singoli intermediari finanziari che non siano controllati da un'unica autorità di vigilanza, risulta carente. Le posizioni distinte tra i vari intermediari finanziari in conflitto di interessi creano episodi come quello sfociato nella crisi del 19 ottobre 1987.

Non bastano normative speciali sugli intermediari se non c'è una legge-quadro sulla disciplina del conflitto di interessi. Questo significa che può essere estremamente pericoloso procedere legislativamente per balzelli, disciplinando i singoli settori. Senza andare negli USA, la verità di questa opinione, che ormai si sta generalizzando in tutti i mercati finanziari, è dimostrata anche dal comportamento dei nostri fondi di investimento, i quali sono originati da una legge buona e non criticabile; viceversa, proprio per mancanza di trasparenza e per mancanza di una disciplina generale sugli intermediari finanziari, si stanno comportando sul mercato italiano in modo tale da non adempiere alla loro funzione specifica di ammortizzatori delle tendenze anomale del mercato. Si stanno invece comportando quasi come un moltiplicatore delle tendenze, in una situazione di mancanza totale di trasparenza.

I regolamenti creati sulla base della legge n. 77, essendo la maggior parte dei fondi di matrice bancaria, hanno avuto tutti lo stesso peccato di origine, cioè l'opacità di tutte le operazioni in generale del settore bancario.

La visita negli USA ci ha insegnato a stare molto attenti prima di legiferare parzialmente attraverso normative speciali, in un mercato che è ancora, contrariamente a quello statunitense, molto inefficiente e con una legislazione di base che risale al 1913, quando certi problemi non esistevano proprio.

Forse questa è l'ultima conclusione anche per quanto riguarda l'opportunità di introdurre nel nostro sistema nuovi prodotti finanziari, già presenti in altre realtà nazionali, cui ha accennato il senatore Colombo, quali i *futures*. La definizione dei *futures* resa dal senatore Carli è estremamente precisa. Sono nati, come sappiamo, per coprire i rischi dei raccolti agricoli, per poi passare alla copertura dei rischi delle transazioni finanziarie e, successivamente, sono diventati strumenti di grande speculazione, laddove i contratti dei *futures* vengono stipulati

non per coprire acquisti o vendite di titoli sui mercati, ma per speculare sulle differenze di quotazioni, siano esse riferite ad azioni, o tassi di interesse di obbligazioni, o cambi delle valute.

Il problema dei *futures* si è posto anche nell'ambito della legislazione italiana, e vi ha fatto cenno, riferendosi ad un mio lavoro, il senatore Carli.

Abbiamo grosse difficoltà, sempre per la famosa legge del 1913, ad introdurre i *futures* nel nostro sistema finanziario. Infatti, tale legge e il nostro codice civile riportano direttamente strumenti finanziari di questo genere nell'ambito della classificazione giuridica del gioco e della scommessa. Cioè, senza un intervento legislativo in materia, non vi è altra possibilità di introdurre i *futures* se non individuando la categoria giuridica di appartenenza come quella del gioco e della scommessa, il che non sarebbe neanche grave se non avesse una conseguenza precisa: trattandosi di quella che noi giuristi chiamiamo obbligazione naturale, non può essere data esecuzione di quella obbligazione se la persona non vi adempie spontaneamente. Quindi, il problema sarebbe assai delicato e grave soprattutto nelle stanze di compensazione.

Il sistema dei *futures* è stato introdotto in Francia, e alla Borsa di Parigi ha dato risultati positivi, ma lo si è fatto con una legge speciale. A mio avviso, il problema è proprio quello di come dobbiamo fare per predisporre una normativa; il problema è quello del mercato finanziario italiano. Se non introduciamo una normativa globale sul mercato finanziario in generale, il rischio è che i *futures* - come per il mercato delle *options* - comincino a funzionare per conto loro, cioè che vi siano istituzioni finanziarie che in realtà creano un mercato di *futures* clandestino, così come vi è un mercato più o meno clandestino delle *options*, così come vi è tutta una intermediazione finanziaria clandestina, che ormai, secondo le statistiche - ed è a mio avviso il fatto più grave - per quel che riguarda il risparmio delle famiglie italiane, copre tra i 50.000 e i 60.000 miliardi di lire.

Ritengo che questi siano punti nodali per lo svolgimento di un'attività parlamentare che voglia avere un minimo di razionalità e che non operi invece secondo le mode del momento, affrontando cioè oggi un problema, domani un altro a seconda dei momenti; si è dimostrato infatti che ciò è estremamente negativo perfino in quei paesi che hanno una disciplina di mercato efficiente, figuriamoci quindi in un paese come il nostro che ancora non si è dato una simile disciplina.

PRESIDENTE. Poichè nessun altro domanda di parlare, il seguito dell'esame è rinviato ad altra seduta.

*I lavori terminano alle ore 12,05.*

---

SERVIZIO DELLE COMMISSIONI PARLAMENTARI

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

Dotr. ETTORE LAURENZANO