

SENATO DELLA REPUBBLICA

— X LEGISLATURA —

6^a COMMISSIONE PERMANENTE

(Finanze e Tesoro)

INDAGINE CONOSCITIVA SUL MERCATO MOBILIARE NEGLI STATI UNITI

3° Resoconto stenografico

SEDUTA DI GIOVEDÌ 4 FEBBRAIO 1988

Presidenza del Presidente BERLANDA

INDICE

Dibattito sui risultati della visita negli Stati Uniti di una delegazione della Commissione

PRESIDENTE	Pag 3, 5	
PIZZOL (PSI)	3	

I lavori hanno inizio alle ore 10,10.

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

PIZZOL. Onorevoli colleghi, cercherò in questo mio intervento di mettere a fuoco alcuni problemi che, pur nella diversità di situazioni, presentano talune caratteristiche di base analoghe in Italia e negli Stati Uniti. Il primo è quello della separazione fra le attività di banca e le attività di borsa. Abbiamo potuto constatare che la possibilità per le banche di svolgere attività di borsa è vietata sia negli Stati Uniti che in Italia. Da alcune parti si richiede che le banche possano intervenire nel mercato mobiliare, e questo rappresenterebbe un risultato positivo in quanto favorirebbe un allargamento del mercato borsistico, un aumento degli investitori e l'intervento di nuovi intermediari finanziari. Tutti, peraltro, vedono in ciò un aspetto negativo con la presenza di enti che hanno conflitti di interessi fra loro e che pertanto potrebbero utilizzare il mercato borsistico in modo anomalo.

Sia negli Stati Uniti che in Italia è stata avanzata la proposta di costituire delle *holdings* con affiliate separate fra loro da una cosiddetta «muraglia cinese», in modo che l'affiliata che svolge attività di borsa sia completamente al di fuori dalle attività bancarie. Anche su questa proposta vi sono grossi interrogativi in quanto c'è sempre il sospetto della presenza di interessi confliggenti nelle due attività.

Un altro problema importante che è venuto alla luce sia nel viaggio di studio negli Stati Uniti che nella visita che abbiamo fatto alla borsa di Milano è quello relativo agli intermediari finanziari. Il nostro sistema è diverso da quello americano in quanto in Italia operano soltanto *brokers*, ossia semplici mediatori, mentre negli Stati Uniti sono presenti anche i *dealers*, che assumono in proprio una quota degli affari. Il *dealer* è considerato uno stabilizzatore del mercato ed un freno all'oscillazione dei prezzi. Tuttavia l'esperienza del 19 ottobre 1987 nelle borse americane avrebbe dimostrato che nelle situazioni di emergenza il *dealer* non regge, e pertanto questa figura non sembra particolarmente efficace per fronteggiare quelle situazioni particolari in cui il mercato si muove verso un'unica direzione. Qualcuno in proposito ha osservato che i *dealers* funzionano bene proprio nei periodi in cui non servono.

Per quanto riguarda, in particolare, la situazione italiana si pone il problema che i *brokers* non siano soltanto persone fisiche, ma anche società di persone e anche persone giuridiche, affinché possano essere dotate di un adeguato patrimonio, e questa richiesta l'abbiamo sentita avanzare anche dagli agenti di cambio, i quali sollecitano provvedimenti normativi in questa materia. Altri problemi si presentano in relazione

all'ampliamento della tipologia degli investitori, tipologia assai carente per quanto riguarda il mercato italiano. Si chiede, ad esempio, che si affaccino nella borsa i fondi chiusi, i fondi pensione, come pure i fondi immobiliari (sui quali stiamo già lavorando). Quindi contiamo che i vantaggi che tutti si aspettano si realizzino al più presto, con un arricchimento del nostro mercato finanziario e quindi con una maggiore competitività rispetto ai mercati stranieri.

Collegato a questo è il problema dei nuovi prodotti, in particolare le *options* e i *futures*. Il mercato americano, in cui tali prodotti sono diffusi da una quindicina d'anni, ha dato dei buoni risultati per certi aspetti, nel senso che ha arricchito la partecipazione e la presenza degli investitori in borsa. Sembra tuttavia che questi prodotti portino ad una eccessiva sensibilizzazione del mercato, soprattutto in presenza di fenomeni di crisi, come si è visto il 19 ottobre. Questi prodotti in quella occasione sono stati accusati di essere stati responsabili in buona parte se non della caduta della Borsa, quanto meno di aver aggravato la caduta con la loro brusca oscillazione. Tuttavia mi sembra che il mondo della borsa richieda l'introduzione anche di questi prodotti nel nostro mercato, nonostante i paventati aspetti negativi.

Ci colleghiamo, a questo punto, al problema fondamentale per il nostro paese, che è quello di affrontare il fenomeno della internazionalizzazione dell'economia. L'Italia sembra abbastanza impreparata ad inserirsi nel contesto internazionale, soprattutto per quanto riguarda la concentrazione degli affari in borsa. La borsa nel nostro paese non ha quel peso che dovrebbe avere in un paese di alta industrializzazione e di alto sviluppo economico. Tutti, in sostanza, invocano in Italia la concentrazione degli affari in borsa, che consentirebbe maggiore trasparenza e liquidità. Tale concentrazione potrebbe essere favorita non tanto con una normativa coattiva quanto piuttosto con l'incentivazione, mediante l'adeguamento della struttura del mercato e l'introduzione della contrattazione continua in via telematica.

Un altro grosso problema emerso negli Stati Uniti, ma che si presenta certamente anche per il nostro paese, è quello dei controlli, un problema che è connesso con l'introduzione di una disciplina in tema di scalate, di trasferimento dei pacchetti di controllo, di fusioni e di *insider trading*.

Ritengo che dalle informazioni raccolte negli Stati Uniti ci siano venuti molti utili spunti ad approfondire la tematica del mercato mobiliare ed il suo collegamento con i fenomeni dell'economia in generale. Siamo rimasti con grossi interrogativi di fondo: tutti ci chiediamo - come negli Stati Uniti si chiedono - se il crollo si ripeterà e se provocherà la recessione, o se invece la crescita economica continuerà.

Al momento, negli USA esiste un relativo ottimismo per la situazione reale dell'economia. Si ritiene che si verificherà una crescita, anche se rallentata.

Per quanto riguarda le previsioni a lungo termine, ci è sembrato di cogliere una grossa preoccupazione; in certi ambienti si parlava apertamente della ineluttabilità della recessione, e addirittura della necessità di una recessione per un risanamento dell'economia americana.

Ritornando, pertanto, al discorso della modernizzazione dell'economia, riteniamo che l'attenzione su questi fenomeni dovrebbe essere sempre più intensa, in quanto essi, come abbiamo visto, possono, in qualche modo, essere regolamentati.

Il nostro impegno su questa materia dovrà essere forte e attento e il nostro sforzo per produrre norme nuove dovrà essere il più efficace possibile.

Ringrazio ancora il Presidente e tutti coloro che ci hanno aiutato nella nostra indagine conoscitiva sul mercato mobiliare negli Stati Uniti.

PRESIDENTE. Vorrei concludere il dibattito su questa vicenda con qualche considerazione che mi permetterò di aggiungere, anche riferendomi ai punti essenziali svolti nella precedente legislatura, riservandomi poi di consegnare ai colleghi una bozza di documento finale, dando loro il tempo di esaminarla, per ritrovarci poi per l'approvazione.

L'indagine conoscitiva sul mercato finanziario statunitense condotta nella scorsa legislatura (marzo-aprile 1985) mise a contatto la nostra Commissione con una situazione che vedeva avviarsi ai suoi massimi livelli il processo di *deregulation* dei mercati, sviluppatosi in modo particolare sotto l'amministrazione Reagan, ma le cui premesse risalgono anche a un periodo precedente.

Tra le numerose conseguenze che tale processo evidenziava, almeno alcune possono qui essere richiamate: in primo luogo, si può ricordare che l'effetto probabilmente più macroscopico della *deregulation* stava nel progressivo venir meno, o in ogni caso attenuarsi, delle tradizionali distinzioni tra l'attività di intermediazione finanziaria e quella bancaria.

Con la fine del regime di interessi fissi per la raccolta bancaria, si era infatti sviluppata una potente spinta concorrenziale fra banche commerciali, in primo luogo, ma anche tra banche e altri intermediari.

D'altra parte, l'abolizione del regime di commissioni fisse in borsa aveva favorito la concentrazione dell'attività di intermediazione e la nascita di *brokers-dealers* di grandi dimensioni, che spesso offrivano largamente servizi bancari o comunque con un effetto di sostituzione dei servizi bancari molto elevato. Si pensi ad esempio alla concorrenza dei *money market funds* nei confronti dei depositi bancari, e nella successiva risposta dai *cash management accounts*.

La centralità strategica dell'attività di intermediazione in titoli era del resto strettamente correlata a quel processo, noto come *securitization*, mediante il quale il finanziamento delle imprese ottenuto attraverso l'emissione di titoli negoziabili acquisiva un peso sempre maggiore a spese del tradizionale credito bancario.

È allora comprensibile come in questo contesto venisse messo in discussione, nei fatti e non solo accademicamente, uno dei presupposti del sistema finanziario americano, ossia quel *Glass Steagall Act* che sancisce l'esclusione delle banche commerciali dalla attività di intermediazione in titoli.

In relazione a questa situazione di profonda trasformazione, l'atteggiamento più diffuso era quello di fiducia nella capacità di

autoregolarsi del mercato, giustificata probabilmente non solo da una cieca credenza nell'operare della *invisible hand*, ma anche dalla tradizione tipica degli Stati Uniti che vede ogni specifico mercato dotarsi di strumenti di autodisciplina.

Proprio a questo riguardo, infatti, dalla nostra indagine emerse come l'attività di controllo e vigilanza, in particolare quella della SEC, poggiasse su una struttura intermedia formata dagli organismi di autodisciplina dei singoli mercati o delle diverse categorie di operatori.

Un altro tema indagato fu quello del ruolo degli investitori istituzionali, in particolare fondi comuni e fondi pensione, dei quali venne confermato il peso assolutamente fondamentale per il mercato finanziario.

Un altro tema affrontato nell'indagine fu quello dei dissesti allora verificatisi nel settore bancario, dovuti alla esposizione di quest'ultimo verso il settore agricolo a causa delle difficoltà di quest'ultimo.

In ogni caso, indipendentemente da questioni marginali o connesse a fenomeni transitori, l'impressione conclusiva fu che le trasformazioni avviate nell'ambito della *deregulation* fossero allora per buona parte irreversibili; oggi il giudizio sul valore e sul significato di tali trasformazioni può forse essere articolato sulla base della nostra più recente indagine. Infatti, la documentazione raccolta nella visita fatta in gennaio permette una completa valutazione del crollo del 19 ottobre e delle conseguenti novità (oltre al Rapporto Brady, già acquisito, abbiamo altri documenti, in corso di elaborazione).

Sembra che il mercato mobiliare americano presenti caratteristiche troppo diverse da quelle del mercato italiano, sia in fatto di tradizione che di dimensioni, di articolazione interna, di figure di intermediari, di quadro normativo, di regime dei controlli, eccetera, per poter essere considerato come modello generale e come termine di riferimento immediato nel processo di riforma del nostro mercato. Gli incontri avuti, nel corso della visita, con le autorità statunitensi e con operatori qualificati del settore bancario e mobiliare, se da un lato hanno confermato questa convinzione, dall'altro hanno consentito alla Commissione di ricavare alcuni utili insegnamenti e alcune indicazioni puntuali - si ritiene valide anche per il nostro paese - che vengono brevemente riassunte qui di seguito e che dovrebbero essere gli argomenti da considerare nel documento finale.

Primo argomento: coordinamento di regole e controlli. Il *crack* dell'ottobre scorso ha dimostrato definitivamente che il mercato mobiliare e finanziario mondiale è ormai qualcosa di profondamente unitario, pur nella varietà dei segmenti in cui si struttura e nella pluralità di paesi in cui è localizzato. Da ciò discende la necessità, pena l'insorgenza o il ripetersi di pericolosi squilibri, sia di armonizzare tra loro le normative nazionali dei mercati che di coordinare le regolamentazioni e le attività di controllo svolte sui vari segmenti dei mercati interni (mercati a pronto, a termine e *futures*; mercato valutario, monetario, obbligazionario, azionario e degli strumenti derivati; mercati ufficiali e *over the counter*, eccetera). Quest'ultima esigenza è ovviamente più sentita laddove maggiore è il decentramento o l'autonomia regolamentare e di controllo, come negli Stati Uniti e in

Gran Bretagna; tuttavia va tenuta ben presente anche nel nostro paese, nel momento in cui si progettano nuovi mercati e nuove autorità o semplicemente ci si propone di regolamentare mercati ancora spontanei.

Un secondo argomento riguarda l'adeguamento della disciplina degli intermediari. Oltre al principio della separatezza tra banca e industria, negli Stati Uniti vige da molti anni un regime di incompatibilità piuttosto rigida tra attività bancaria e attività di intermediazione mobiliare. Da qualche tempo, anche in seguito ad aggiramenti di fatto di tale divieto, si discute vivacemente se sia il caso di confermare, emendare o piuttosto derogare il *Glass Steagall Act* che tale incompatibilità sancisce, cioè si dibatte su quale sia oggi il giusto equilibrio tra esigenze di competitività ed efficienza del sistema finanziario, da un lato, ed esigenze di stabilità e integrità dall'altro. Ultimamente, anche a causa delle eccezionali oscillazioni registratesi nei prezzi dei titoli, sembra prevalere un orientamento prudente, volto ad apportare modeste modifiche all'ordinamento attuale.

La stessa prudenza si ritiene debba informare l'opera di adeguamento della nostra disciplina degli intermediari, per alcuni aspetti peraltro meno restrittiva di quella americana, generalizzando certo la struttura societaria, ma mantenendo e precisando la demarcazione tra attività in proprio e per conto di terzi e intervenendo semmai con più decisione per rafforzare il ruolo del mercato sull'esempio statunitense.

Il terzo argomento concerne la valorizzazione del mercato. A questo proposito la nostra Commissione ha appreso con favore l'esistenza di una apposita norma della borsa valori di New York (la famosa regola n. 390) per cui tutti gli ordini di acquisto o di vendita ricevuti o comunque gestiti dagli intermediari membri della borsa, e relativi a titoli ivi quotati, devono essere eseguiti nella borsa stessa (questa è una norma di autoregolamentazione che impegna però tutti gli operatori). Si tratta del principio della cosiddetta «concentrazione» degli affari in borsa, principio indicato da tempo anche da questa Commissione come rimedio alla insufficiente trasparenza dei prezzi dei titoli quotati e da tradurre al più presto, senza ulteriori indugi, in apposita norma di legge.

Il quarto argomento è quello del mercato secondario dei titoli di Stato. Anche alla luce dell'esperienza americana, non si possono che valutare positivamente le recenti iniziative delle autorità italiane per rendere più efficiente il mercato secondario dei titoli di Stato. Piuttosto richiede qualche approfondimento l'intenzione di ammettere alla partecipazione diretta a tale mercato gli istituti di credito e di escluderne i mediatori puri, nonchè la proposta di introdurre agevolazioni di natura fiscale a favore dei partecipanti; merita inoltre maggiore attenzione la problematica del mercato «al dettaglio» dei titoli di Stato, troppo spesso trascurata.

Il quinto argomento riguarda il secondo mercato e i mercati a termine. Negli Stati Uniti si è assistito negli ultimi anni ad una intensissima crescita di due distinti comparti del mercato mobiliare: da un lato quello del mercato *over the counter*, cioè il *NASDAQ*, dall'altro quello dei mercati a termine dove si negoziano premi (*options*) e *futures* finanziari. Il primo è passato, quanto a numero di azioni scambiate nelle

principali borse statunitensi, da una quota del 25 per cento del 1977 ad una quota del 44 per cento dello scorso anno. I secondi si sono innestati sui tradizionali mercati a termine delle merci con funzioni di copertura dai rischi di cambio, di tasso d'interesse e di variazione dei corsi azionari, trovando crescente utilizzo soprattutto da parte di investitori istituzionali e imprese.

La mente corre inevitabilmente ai nostri mercati ristretti, ai contratti a premio e ai nostri strumenti di copertura non negoziabili come gli *swaps*, le *options* e i contratti *forward*, che al confronto rivelano tutta la loro inadeguatezza. La Commissione, nel predisporre il documento finale, potrebbe suggerire che questi settori possano costituire oggetto di un radicale intervento legislativo o regolamentare per mettere il nostro mercato mobiliare al passo con quelli esteri più evoluti.

L'ultimo argomento concerne le offerte pubbliche, lo *insider trading* ed il trattamento fiscale. A tale riguardo, è urgente disciplinare l'attività degli operatori del nostro mercato mobiliare con adeguate norme in tema di scalate, passaggi di pacchetti di controllo, fusioni, offerte pubbliche e *insider trading*, (quest'ultimo fenomeno dovrebbe essere sanzionabile preferibilmente per via amministrativa).

È infine opportuno procedere ad un riordino complessivo e alla perequazione del trattamento fiscale delle attività finanziarie, introducendo in questo contesto forme di tassazione dei *capital gains*.

Questi sono gli argomenti di carattere generale che dovrebbero essere considerati, per trarne un insieme di suggerimenti, nel documento finale che potrà essere approvato dalla Commissione nella prossima riunione. Mi propongo, a tal fine, di far pervenire ai colleghi nei prossimi giorni una bozza di tale documento.

Non facendosi osservazioni, il seguito dell'indagine è rinviato ad altra seduta.

I lavori terminano alle ore 10,50.

SERVIZIO DELLE COMMISSIONI PARLAMENTARI

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

DOTT. ETTORE LAURENZANO