

# SENATO DELLA REPUBBLICA

VI LEGISLATURA

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

(Finanze e tesoro)

### INDAGINE CONOSCITIVA

### SUL FUNZIONAMENTO DELLE BORSE VALORI IN ITALIA

(articolo 48 del Regolamento)

### Resoconto Stenografico

1<sup>a</sup> SEDUTA

MARTEDÌ 4 FEBBRAIO 1975

Presidenza del Presidente VIGLIANESI

## INDICE DEGLI ORATORI

PRESIDENTE . . . . .	<i>Pag.</i> 3, 21, 23	<i>ALETTI</i> . . . . .	<i>Pag.</i> 10, 17, 20 e <i>passim</i>
BERGAMASCO . . . . .	15	<i>FALLETTI</i> . . . . .	11, 16, 17 e <i>passim</i>
CAROLLO . . . . .	15, 20	<i>GIANNINI</i> . . . . .	3, 15
DE FALCO . . . . .	13, 17, 22	<i>NATALI</i> . . . . .	12, 21
DE LUCA . . . . .	14		
PASTORINO . . . . .	22		
PAZIENZA . . . . .	14		
PINNA . . . . .	15		
RICCI . . . . .	14		

6<sup>a</sup> COMMISSIONE

1° RESOCONTO STEN. (4 febbraio 1975)

*Intervengono alla seduta, a norma dell'articolo 48 del Regolamento, il Presidente e il Vice Presidente del Consiglio nazionale degli ordini degli agenti di cambio, Franco Giannini e Giorgio Natali; il Presidente dell'Unione dei comitati degli agenti di cambio, Mario Falletti; il Presidente del comitato direttivo degli agenti di borsa di Milano, Urbano Aletti.*

*La seduta ha inizio alle ore 17,15.*

**P A T R I N I**, segretario, legge il processo verbale della seduta precedente, che è approvato.

**P R E S I D E N T E**. L'ordine del giorno reca l'indagine conoscitiva sul funzionamento delle borse valori in Italia.

Come abbiamo stabilito nel corso dei lavori preparatori della nostra indagine, iniziamo oggi con l'audizione del Presidente del Consiglio nazionale degli ordini degli agenti di cambio, Franco Giannini, del Vice Presidente dello stesso Consiglio, Giorgio Natali, del Presidente dell'Unione dei comitati degli agenti di cambio, Mario Falletti, e del Presidente del comitato direttivo degli agenti di borsa di Milano, Urbano Aletti.

Nel ringraziarli per aver accolto il nostro invito, do loro il benvenuto anche a nome della Commissione.

A che cosa tende questa indagine sul sistema borsistico italiano? Mi pare che, come prima cosa, parta dalla preoccupazione di una crisi che riteniamo estesa al sistema borsistico del nostro Paese, per la difficile funzione di mediazione della borsa fra il mondo delle imprese e quello del risparmio.

Quali, quindi, gli obiettivi di questa indagine, almeno quelli che sono stati prospettati nella discussione generale che abbiamo avuto in precedenti sedute della nostra Commissione? Quali le cause di questa crisi? Quali possono essere le proposte di innovazione e di modifica per dar più fiducia ai risparmiatori e, in certo senso, maggiori possibilità finanziarie alle imprese? Mi pare che il discorso, anche se sintetizzato in pochissime parole, sia abbastanza complesso ed investa moltissimi problemi, alcuni dei quali abbiamo cercato d'individuare come motivo di discussione. Ne indicherò qualcuno a titolo esem-

plificativo, per facilitare la discussione e anche per la memoria dei colleghi.

Possibilità di ammettere nuovi titoli azionari nelle quotazioni, valutazioni in ordine al problema delle quotazioni di titoli azionari esteri; funzionalità della CONSOB per la adeguata tutela dei risparmiatori; giudizi e valutazioni, se si possono avere, in tema di mercato ristretto, del mercatino, quindi delle attività di intermediazione svolte dalle banche; parere sull'ordinamento professionale degli agenti di cambio e sua possibile evoluzione.

Ho voluto dare un quadro molto sintetico, che comunque spero abbia in qualche modo indicato il centro dei problemi che ci interessano; ritengo che da un dialogo tra i membri della Commissione e i tecnici possa venir fuori qualcosa d'indubbio interesse per lo sviluppo dell'economia del nostro Paese.

Prego, pertanto, il Presidente del Consiglio nazionale degli ordini degli agenti di cambio, Franco Giannini, di voler prendere la parola.

**G I A N N I N I**. Ringrazio il Presidente e la Commissione per le cortesi parole di benvenuto; a nome anche dei miei colleghi esporrò a brevi linee qual è oggi la situazione della borsa in Italia, dando lettura di questo documento da noi preparato.

#### *Premessa*

In tutti i Paesi il cui contesto economico-sociale si ispira al modello (o comunque risente dell'influenza) delle grandi Nazioni industriali dell'occidente particolare cura e attenzione sono state dedicate ai problemi della Borsa, strumento insostituibile per un ordinato sviluppo dei mercati mobiliari. Per di più, anche in alcuni sistemi economici non ispirati ai modelli neocapitalistici (ad esempio in Jugoslavia) si notano da qualche tempo fatti e sintomi che possono preludere all'istituzione di Borse o comunque di mercati mobiliari organizzati.

La vitalità dell'istituto Borsa è dimostrata induttivamente anche dal fatto che, su un campione di 84 Nazioni, ben 52 tra esse dispongono di una Borsa valori ed altre 10 progettano di dar vita a questa istituzione nell'arco di pochi anni.

Il fervore di studi e di innovazioni sui mercati mobiliari in tutto il mondo non ha, finora, trovato adeguato riscontro in Italia, nonostante l'urgenza di alcuni provvedimenti di carattere tecnico che contribuirebbero ad adeguare le strutture operative alle esigenze attuali del mercato e, quindi, a rilanciare il mercato stesso.

È da tutti riconosciuto che la struttura organizzativa odierna delle Borse ha gravi carenze, anche se rapportata alle limitate esigenze di un mercato esiguo come l'attuale; a maggior ragione, se si vorrà ridare slancio ad uno strumento così importante per la politica economica italiana, la normativa vigente sul funzionamento delle Borse valori rivelerà la sua inefficienza.

L'obiettivo del rilancio del mercato azionario va indubbiamente perseguito con provvedimenti che trascendono i confini delle Borse e che influiscono sull'ambiente economico-finanziario del Paese, miranti nel loro insieme a rendere « economico » e quindi anche appetibile il ricorso al mercato.

Si dovrà dunque: *a*) promuovere lo sviluppo del mercato primario, ampliando la possibilità di reperimento del capitale di rischio, attraverso nuove emissioni; *b*) favorire l'aumento del numero dei titoli quotati, migliorandone nel contempo le caratteristiche qualitative (il che significa in sostanza ripristinare la redditività delle imprese); *c*) agevolare la diffusione dell'azionariato tra il pubblico, anche con misure di natura fiscale, che dovrebbero in primo luogo considerare la remunerazione del capitale di rischio alla stessa stregua degli altri costi d'impresa e non diversamente da come, ammettendo la deduzione degli interessi passivi, viene considerata la remunerazione del capitale di credito.

Il rilancio del mercato, per essere veramente efficace e duraturo, deve comunque avere per strumento la Borsa; questa, quale « pubblico servizio », dovrà essere adeguatamente articolata e dovrà accentrare tutte le contrattazioni con il compito di pubblicizzarne i risultati, per conferire al mercato stesso, in ogni momento, una trasparenza tale da offrire al risparmiatore elementi obiettivi di giudizio sulla economicità dell'investimento diretto nelle imprese produttive, e da assicu-

rargli la convenienza a servirsi dell'Istituto Borsa.

Convenienza, oltre che garanzia di veridicità, vuol dire anche efficienza operativa, attraverso una riforma delle strutture in linea con le prospettive europee ed internazionali e con le esigenze interne del mercato.

#### *I diversi regimi istituzionali delle Borse valori nel mondo*

Per molti aspetti ogni Borsa è un organismo a sè stante, la cui vita è condizionata da numerosi fattori esterni ed interni che contribuiscono a darle determinate caratteristiche ed a legarla strettamente all'ambiente economico di cui fa parte.

E d'altro canto innegabile che in tutti i Paesi del mondo ed in particolare in quelli della Comunità economica europea è presente una forte tendenza all'interazione tra i mercati mobiliari da attuarsi innanzitutto attraverso una adeguata armonizzazione delle norme in materia di Borsa.

Per l'Italia è evidente la necessità di muoversi in questa linea e, se da un lato la mancata evoluzione dell'Istituto Borsa ci colloca alle ultime posizioni in graduatoria sotto il profilo organizzativo e strutturale del mercato, d'altro canto consente di introdurre innovazioni radicali ispirate alle più positive esperienze maturate all'estero negli ultimi anni.

Restringere il campo di osservazione alle Borse valori di Francia, Inghilterra, Germania e USA accennando solamente al Giappone ove, partendo da una struttura inizialmente mediata dagli Stati Uniti, si riscontrano fenomeni evolutivi del tutto particolari.

La linea di demarcazione tradizionale per lo studio delle caratteristiche delle varie Borse è costituita dalla presenza o meno di una legge istitutiva dello Stato: Francia e Germania, come l'Italia, avrebbero dunque le cosiddette « Borse di Stato », mentre in Inghilterra e negli Stati Uniti si riscontrerebbero « Borse libere ». La dizione invalsa nell'uso non deve tuttavia trarre in inganno; il senso reale della classificazione in « libere » e « statali » sta oggi nella maggiore efficacia ed estensione delle norme « interne », cui gli

operatori del mercato si assoggettano volontariamente, rispetto a quelle « esterne » promosse dai pubblici poteri. In sostanza, sotto il profilo istituzionale, il criterio distintivo più significativo sta nel grado di autoregolamentazione di cui gode il mercato: di più, si può affermare che maggiore efficacia, profondità e agilità nella regolamentazione e nel controllo del mercato e degli operatori si ha proprio ove più vaste sono le possibilità di autoregolamentazione.

Anche nelle Borse più simili strutturalmente a quelle italiane (le francesi e la spagnole), sono tuttavia presenti due importanti principi che risultano in Italia completamente disattesi o quanto meno mal attuati, e cioè:

1) il conferimento di un privilegio di negoziazione sui titoli mobiliari a intermediari puri, ufficiali e specializzati;

2) la direzione tecnica e la gestione amministrativa della Borsa attuate da organismi espressi dalla categoria degli intermediari professionali.

Questi due principi di fondo per il buon funzionamento delle Borse si riscontrano, seppure con origini, motivi e manifestazioni ovviamente differenti anche nelle Borse anglosassoni.

Per quanto attiene il primo punto, più che di un « conferimento » si tratta (in USA e in Inghilterra) di un « riconoscimento » diretto o indiretto da parte dei pubblici poteri, oltre che della comunità finanziaria di cui la Borsa fa parte.

Il secondo punto assume in Inghilterra la sua accezione più vasta, mentre negli Stati Uniti viene realizzato attraverso un costante e costruttivo dialogo tra gli organi di Borsa e la Securities Exchange Commission (SEC).

L'adozione congiunta dei due principi sopra ricordati ha portato ovunque innegabili vantaggi in termini di efficienza del mercato e di efficacia nel controllo della Borsa e dei suoi membri.

Le caratteristiche istituzionali sopra accennate non trovano riscontro nelle Borse tedesche: esse sono « Borse di Banchieri » e le vere protagoniste del mercato sono in tutti i sensi le Banche, le quali svolgono nel con-

tempo il ruolo di mediatore e di commerciante in titoli.

Sotto il profilo ora esaminato le Borse tedesche risentono dunque di una situazione ibrida e costituiscono un caso a sè stante di difficile armonizzazione anche all'interno del Mercato Comune.

Il ruolo della Borsa nel mercato finanziario di cui fa parte, visto sotto il profilo istituzionale, porta a sottolineare il ruolo e la natura degli intermediari che in essa operano.

Se dunque si presta attenzione, più che agli aspetti formali, alle conseguenze che ne derivano per il mercato, la vera linea di demarcazione tra le Borse è quella che individua le Borse controllate e dirette dagli Agenti di cambio (che ne assicurano la neutralità) e le Borse controllate dagli Istituti di credito (dei quali diventano un'appendice).

In conclusione, una evoluzione sotto il profilo istituzionale valida anche per la Borsa italiana sembra chiaramente tracciata dalle più positive esperienze estere: maggior valorizzazione del ruolo dell'Agente di cambio e maggior spazio alla autoregolamentazione, sia nelle materie tecniche che richiedono pronte decisioni e competenza specifica, sia nella disciplina professionale. Questi obiettivi sono agevolmente raggiungibili con l'istituzione di una esclusiva nelle negoziazioni di Borsa e con l'estensione delle funzioni e delle facoltà dei Comitati direttivi degli Agenti di cambio e degli Ordini professionali.

#### *Il principio dell'esclusiva concessa all'Agente di cambio*

L'espressione più completa e coordinata del sunnominato principio si riscontra in Francia, ove, dopo le riforme attuate dal 1961 al 1967, risulta esteso alla negoziazione tanto dei titoli mobiliari ammessi alla quotazione ufficiale quanto di quelli trattati sul mercato ristretto.

Ma proprio perchè le varie leggi parlano di negoziazioni di Borsa, l'esclusiva non copre altre forme di trasmissione della proprietà dei valori mobiliari, quali quelle a titolo gratuito e le cessioni dirette. La legge francese definisce come cessioni dirette quelle

che avvengono: 1) tra persone fisiche; 2) tra società del medesimo gruppo; 3) tra persone giuridiche ed enti di previdenza ad esse collegati. Anche nel caso delle cessioni dirette può essere effettuata una registrazione del contratto dall'Agente di cambio, soprattutto nel caso in cui si voglia dare data certa all'operazione.

L'esclusiva delle negoziazioni — intesa con le limitazioni sopraddette — non implica ovviamente l'esclusiva nella raccolta degli ordini, che avviene in Francia principalmente attraverso la rete degli sportelli bancari; ha come effetti la concentrazione in Borsa di tutti gli scambi sui titoli, la conseguente veridicità ed espressività dei prezzi che ivi si formano e quindi la miglior tutela degli investitori, anche attraverso l'informativa che la Borsa è in grado di dare sulle reali tendenze del mercato.

In Inghilterra la legge riconosce solo indirettamente alla Borsa ed ai suoi Membri il diritto all'esclusiva delle negoziazioni sui valori mobiliari (Prevention of Fraud Act del 1939), ma di fatto questo principio non è mai stato messo in discussione, dal momento che una organizzazione privata così solidamente strutturata come lo Stock Exchange ha sempre assolto il proprio compito nell'interesse pubblico e con vantaggio di tutti coloro che fanno ricorso al mercato: Banche, investitori istituzionali, investitori individuali.

A Londra (e anche a Tokyo, sebbene in forme differenti) si ritrova una rigida demarcazione tra l'attività in proprio e quella per conto della clientela: infatti i membri, all'atto dell'ammissione devono dichiarare, sotto pena di gravi sanzioni, se intendono operare come « broker » o come « jobber ». I primi devono eseguire l'ordine sulla base di una commissione rivolgendosi esclusivamente ai secondi, che tengono il mercato di un determinato numero di titoli e che non possono avere contatti diretti con il pubblico.

Esperimenti in questo senso si stanno tenendo da qualche mese anche alla Borsa di Parigi: benchè non sia ancora possibile valutarne i risultati, è presumibile però che si ottenga un tipo di funzionamento più simile a quello statunitense.

A New York infatti le funzioni del « broker » e del « dealer » (operatore in proprio) non sono necessariamente separate allo interno di una stessa casa di mediazione.

Il medesimo membro della Borsa di New York può operare successivamente nel corso della medesima seduta come broker e come dealer; gli è però severamente proibito di cumulare le due funzioni per una stessa negoziazione, di assicurare cioè direttamente la contropartita di un ordine (ricevuto da un cliente), per il quale incassa già una commissione.

Resta comunque salvo nei paesi anglosassoni il principio secondo il quale un titolo quotato in Borsa è negoziato solo con l'intermediazione dei membri di quella Borsa.

Gli esperimenti come quelli del cosiddetto « quarto mercato » statunitense (scambi di ingenti pacchetti fuori Borsa attuati direttamente tra investitori istituzionali tramite calcolatore) sono ancora di troppo modeste dimensioni e comunque non rientrano sotto l'angolo visuale qui considerato.

#### *L'acquisizione dello status di mediatori di Borsa*

L'accesso alla professione di Agente di cambio è regolamentata in Francia in base a disposizioni molto simili a quelle italiane; vi è tuttavia una sostanziale differenza.

Il superamento del concorso permette solamente di essere iscritti ad una « lista di attitudine », su proposta al ministero competente da parte della Chambre Syndicale. La nomina effettiva avviene solo subentrando ad un altro agente (deceduto, dimissionario, cedente la ditta, ecc.), previa autorizzazione della Chambre Syndicale eletta, vale sottolinearlo, annualmente dalla categoria degli Agenti di cambio.

Per questa via si attua anche in Francia il principio, vigente in tutte le altre grandi Borse del mondo, della membership sotto il controllo dell'organo direttivo della Borsa stessa.

Nelle borse anglosassoni (come del resto alla Borsa di Tokyo) ogni membro è titolare di un seggio, alienabile o comunque valoriz-

zabile a prezzi di mercato, sottoposto alla normativa interna dell'organo direttivo che è nel contempo la massima espressione della categoria degli intermediari.

Membro della Borsa è sempre una persona fisica, anche se generalmente in rappresentanza di una società il cui statuto deve essere conforme agli standards ammessi alla Borsa stessa.

Anche in Inghilterra e negli Stati Uniti, oltre all'acquisto del seggio, è previsto un esame di abilitazione, che ha evidentemente il solo scopo di accertare l'attitudine e le capacità del candidato a svolgere la professione.

Da notare che in Inghilterra il rinnovo della qualità di membro della Borsa è annuale e il Council dello Stock Exchange può ad ogni scadenza rinnovare, sospendere o radiare i vari membri.

In Germania invece la nomina del Kursmakler è ministeriale su pubblico concorso, previa approvazione del Borsenvorstand, organo direttivo controllato dalle Banche: ogni commento è superfluo.

La natura « statale » della Borsa italiana favorisce un'assimilazione graduale delle norme francesi piuttosto che dei regolamenti dei Paesi anglosassoni.

Si propone, pertanto, la modifica della regolamentazione dei concorsi, che oggi si svolgono ancora a livello locale in relazione ai ruoli istituiti presso le Camere di Commercio. L'esistenza dell'ordinamento professionale e della CONSOB (organo centrale di controllo sulle Borse amministrativamente autonomo) rende invece logica la configurazione nazionale dei concorsi.

I vincitori dovrebbero acquisire immediatamente, per decreto del Presidente della Repubblica, la qualifica di Agente di cambio insieme alla facoltà di scegliere la sede operativa.

Su questi presupposti — e in considerazione dello sviluppo che avranno avuto in concreto le forme associative per l'esercizio della professione di cui si dirà in seguito, nonché della figura che l'Agente di cambio avrà assunto con l'introduzione dell'esclusiva delle negoziazioni e della garanzia per il buon fine delle operazioni — si potrà affrontare, in tempi successivi, l'importante argomento del-

la alienabilità della carica, che consentirebbe di dare un valore agli investimenti materiali ed immateriali effettuati dall'Agente di cambio nell'esercizio della sua attività.

*La forma giuridica attraverso la quale si esplica la mediazione di Borsa*

In tutte le più importanti Borse del mondo non è quasi più possibile riscontrare il mediatore individuale: la « casa di mediazione » in forma societaria è la realtà ormai generalizzata a Londra, New York e Tokyo.

A Parigi si tratta di società in accomandita in cui l'accomandatario (o gli accomandatari) deve essere uno (o più) Agenti di cambio.

A Londra i membri della Borsa devono far parte di una società con un minimo stabilito di capitale, la cui maggioranza deve essere detenuta dal membro stesso.

A New York si giunge addirittura a quotare ufficialmente le grandi società di Agenti di cambio.

In tutto il mondo insomma il principio in base al quale si riteneva più facilmente controllabile dagli organi di vigilanza il mediatore individuale è ormai divenuto obsoleto. Si è invece evidenziata viepiù la tendenza a favorire la solidità finanziaria delle contropartite di Borsa, per garantire meglio il pubblico dei risparmiatori.

Anche nel nostro Paese, agli Agenti di cambio dovrebbe essere data la possibilità di riunirsi in forma societaria, pur facendo rigorosamente salvo il carattere professionale delle società stesse.

Si tratta di una proposta che nasce dalla esigenza di offrire ai clienti — ai risparmiatori anche medi e piccoli — un'ampia gamma di servizi di consulenza e di assistenza negli investimenti, insieme ad una maggiore garanzia patrimoniale diretta al buon fine delle operazioni.

È un'esigenza avvertita anche da numerose altre categorie professionali — ne è la prova la proposta di legge presentata al Senato per la formazione di società professionali —; ma che, nel caso degli Agenti di cambio, per la natura della loro attività, ac-

quista uno speciale rilievo di urgenza e caratteristiche originali; anche in vista di future collaborazioni tra case di mediazione affiliate alle varie Borse italiane ed estere.

#### *Le garanzie prestate dai mediatori di Borsa*

A fronte dell'esclusiva di cui godono gli Agenti di cambio francesi sta un particolare legame di solidarietà economica che li unisce a garanzia del buon fine delle operazioni di Borsa.

L'efficacia di questa responsabilità solidale è rafforzata dalla presenza di un cospicuo fondo comune di garanzia, alimentato dal versamento iniziale e da un'autotassazione sul volume delle contrattazioni di ogni Agente. Il fondo è proprietà indivisa degli Agenti di cambio ed è gestito dalla Chambre Syndicale che ne cura i modi di impiego, tenendo sempre presente opportuni criteri di liquidità.

È da ricordare inoltre che il rischio connesso all'attività di intermediazione sui valori mobiliari è in Francia molto ridotto dall'obbligo previsto per l'Agente di cambio di richiedere un scarto di garanzia fissato per decreto ministeriale in misura variabile a seconda dei tipi di titoli.

In Inghilterra e negli Stati Uniti si è nel passato puntato più che altro sull'obbligo di determinare dimensioni finanziarie per le case di mediazione autorizzate ad entrare in contatto col pubblico, imponendo la garanzia solidale ed illimitata degli Amministratori della società che esercita l'attività di mediazione.

Varie forme assicurative esterne ed interne si sono via via aggiunte, dal momento che quelle Borse intendono in ogni caso garantire al pubblico il buon fine dell'operazione.

Presso il New York Stock Exchange, ad esempio, a partire dal 1964 funziona uno Special Trust Fund, che può intervenire a discrezione degli organi direttivi della Borsa; tale fondo di garanzia dispone di dieci milioni di dollari e di una linea di credito per ulteriori quindici milioni.

Se le linee di sviluppo della struttura della Borsa italiana e della intermediazione che

in essa ha luogo si attuassero nelle direzioni sopra indicate, si ritiene che gli Agenti di cambio sarebbero disposti ad assoggettarsi all'onere aggiuntivo della costituzione di un cospicuo fondo di garanzia ed ai controlli interni che ad esso si connetterebbero.

Anche in questo caso il modello francese è quello più rapidamente ed efficacemente realizzabile.

#### *Gli organi di Borsa*

In Francia l'organo direttivo della Borsa è la Chambre Syndicale che, dopo la formazione di un'amica Compagnie des Agents de Change a livello nazionale, estende i suoi poteri tanto sulla Borsa di Parigi quanto su quelle di provincia. È composto da otto membri (di cui almeno uno esercitante la professione presso le piazze periferiche) sotto la presidenza di un Syndic, che rappresenta la Borsa a tutti gli effetti e che può delegare una parte delle sue attribuzioni in materia di organizzazione e di sorveglianza sulle Borse minori ad un'Agente di cambio (Syndic Délégué) che risiede nella piazza in questione. È opportuno sottolineare che questo organo, oltre ad esercitare importanti funzioni nell'ambito delle materie di interesse professionale, amministra il patrimonio comune ed il fondo di garanzia, provvede a tutti i problemi organizzativi della Borsa, per la quale stabilisce e fa osservare il Regolamento ed infine ha un ruolo particolarmente attivo in materia di ammissione, sospensione, cancellazione dei titoli quotati.

L'intervento dei pubblici poteri si esplica principalmente attraverso la C.O.B. (Commission des Opérations de Bourse), formata da cinque membri, dei quali il Presidente è di nomina ministeriale e almeno due sono scelti obbligatoriamente nell'ambito dell'attività di banca e di Borsa. Partecipa alle sedute anche un commissario del Governo facente parte della direzione del tesoro.

Tra i compiti più importanti della Commissione spicca quello di promuovere il livello dell'informazione sulle società quotate e di intraprendere tutte le azioni volte alla

tutela dell'interesse pubblico in materia di mercato mobiliare.

Si tratta in sostanza di un organo destinato nelle intenzioni del legislatore ad assumere gradualmente un ruolo simile a quello della S.E.C. negli Stati Uniti, tenendo tuttavia conto della diversità di regime giuridico vigente nei due paesi.

La Securities and Exchange Commission statunitense è infatti una agency governativa di natura semipubblica, dal momento che è composta da cinque membri di nomina presidenziale ma scelti esclusivamente tra gli esperti in materia finanziaria.

Gode di amplissimi poteri e ad essa sono delegati tutti i compiti giurisdizionali e di controllo sul mercato mobiliare fissati dalle grandi leggi quadro introdotte negli Stati Uniti a partire dal 1930.

All'interno di questo ambito si esplica tuttavia l'efficace attività di autoregolamentazione del Board of Governors delle Borse americane, organo eletto dai membri, al quale vengono chiamati a partecipare anche tre rappresentanti del pubblico.

L'autonomia del Council della Borsa di Londra è invece completa e si esplica con i più vasti poteri in tutte le materie di pertinenza borsistica, sia nei confronti dei membri che delle società quotate.

In aggiunta, il Board of Trade svolge una importante funzione nel campo della informazione finanziaria al pubblico soprattutto in occasione di fusioni di società.

Nelle Borse tedesche invece l'organo professionale dei mediatori ufficiali (la Maklerkammer) ha un ruolo limitato alla disciplina dei membri e alla pubblicazione del listino. L'organo che esercita reali compiti direttivi è il Borsenvorstand (in cui sono rappresentati gli Istituti di credito), anche se della gestione rispondono le Camere di Commercio. Camera di Commercio e Borsenvorstand nominano i membri di una speciale commissione incaricata di esaminare le domande di ammissione alla quotazione.

Le più significative esperienze delle principali Borse estere sottolineano l'efficacia e l'agilità delle soluzioni improntate all'unitarietà della direzione della Borsa, affidata agli organi locali dagli Agenti di Cambio,

sotto l'egida di speciali istituti centrali di vigilanza e di controllo, dotati di particolare autonomia. Questi ultimi agiscono a tutela degli interessi della collettività in un'area che trascende i confini della Borsa per abbracciare i fenomeni del mercato finanziario con particolare riferimento a quanto si collega con l'esercizio d'impresa in forma societaria.

Per quanto attiene la struttura della Borsa italiana, si rende necessario, innanzitutto accentrare nel Comitato Direttivo degli Agenti di cambio i poteri inerenti il funzionamento e l'organizzazione della stessa e demandare tutti i compiti di vigilanza e di controllo alla CONSOB, che dovrà assumere rapidamente i provvedimenti di carattere generale per tutte le Borse. Infatti, nell'attuale situazione normativa quasi nulle sono le possibilità di valido intervento quando si verificano andamenti anomali delle quotazioni e altri fenomeni di turbamento del mercato che dovrebbero essere affrontati e corretti non appena si manifestano. È anche da sottolineare la nociva lentezza dell'iter dell'ammissione, della sospensione e della revoca dei titoli dalla quotazione ufficiale.

Nel quadro della trasparenza del mercato mobiliare, al Comitato Direttivo dovrebbe essere delegata una qualche competenza in materia di richiesta di informazioni alle società quotate, in rapporto con le istanze immediate occasionalmente emergenti sulle varie piazze e che ogni Comitato è in grado di recepire prontamente e comunque prima di quanto possa la CONSOB.

Altro accorgimento per conseguire e mantenere la trasparenza del mercato, a necessario completamento della concentrazione in Borsa delle negoziazioni, è fornire tempestivamente al pubblico la conoscenza di validi elementi di misura dell'entità del flottante speculativo (posizioni al rialzo e al ribasso).

Considerate l'immediatezza di rapporti fra Comitato e operatori e la rilevanza di conoscere la posizione speculativa con riferimento alle singole piazze, si ritiene il Comitato l'organo più adatto a raccogliere e a pubblicizzare i dati necessari.

La CONSOB dovrebbe, invece, assumere il compito di determinare, in base al quadro

generale del mercato, la misura degli scarti di garanzia, in armonia con le esigenze della congiuntura economica e della politica monetaria.

### Conclusioni

Si riassume in sintesi quanto detto sin qui in merito alle proposte della categoria degli Agenti di cambio per la riforma normativa della struttura della Borsa, la quale si ispira alle esperienze tecniche e legislative, più recenti e positive, maturate nei principali mercati esteri, ed è rivolta essenzialmente a riproporre all'impresa e al risparmio l'attualità e la validità del mercato mobiliare.

#### A. Status dell'Agente di cambio, intermediario puro:

1) Revisione dell'ordinamento professionale, voluto dal legislatore nel 1967 — con la istituzione degli Albi e degli Ordini professionali —, ma che non ha ancora potuto avere efficace attuazione pratica, perchè soffocato da un complesso di strutture tecnico-amministrative — quali, ad esempio, i ruoli presso le Camere di Commercio e le innaturali limitazioni nei poteri disciplinari — risalenti al 1913 e al 1925, e che dovranno essere abrogate nel rispetto della *ratio* ispiratrice della ricordata legge n. 402 del 29 maggio 1967.

I punti qualificanti della auspicata revisione sono: eliminazione del ruolo e costituzione dell'Albo nazionale; concorso nazionale per la nomina ad Agente di Cambio; modifica delle incompatibilità e nuova funzione dell'Agente di cambio quale consulente societario (in linea con la normativa vigente negli altri Paesi europei); più completi poteri di controllo e disciplinari degli Organi professionali sulla categoria.

2) Conferimento del privilegio di negoziazione all'Agente di cambio, affinché, attraverso il filtro dell'intermediario puro cui è fatto divieto di operare in proprio, venga assicurata l'obiettività del mercato.

3) Possibilità, per gli Agenti di cambio, di riunirsi in forma societaria, facendo salvo

il carattere professionale delle società stesse, allo scopo di offrire alla clientela una più vasta gamma di servizi insieme ad una maggiore garanzia patrimoniale.

4) Estensione agli Agenti di cambio del diritto sancito dall'articolo 351 del codice di procedura penale sul segreto professionale.

#### B. Assetto giuridico-istituzionale della Borsa Valori:

1) Attribuzione della vigilanza e del controllo sulla Borsa e sulle S.p.A. quotate alla Commissione Nazionale dotata di particolare autonomia, allo scopo di rendere più documentato e incisivo l'intervento dei pubblici poteri sul mercato.

2) Unitarietà della direzione della Borsa, affidata agli organi locali degli Agenti di cambio, con l'accentramento dei poteri inerenti il funzionamento e l'organizzazione della Borsa stessa nel Comitato Direttivo, allo scopo di dare agilità e tempestività agli interventi quotidianamente necessari per l'ordinato svolgimento del mercato.

3) Concentrazione in Borsa delle negoziazioni sui valori mobiliari, allo scopo di assicurare la trasparenza effettiva del mercato.

*A L E T T I .* È doveroso da parte mia rivolgere, oltre che a nome dei colleghi qui presenti anche di quelli che rappresentiamo, un vivo ringraziamento agli onorevoli senatori e a lei, signor Presidente, per questa riunione, la prima nei due secoli di vita circa della borsa italiana.

Noi siamo i primi ad avvertire che le cose non vanno bene, siamo i primi a renderci conto di quanto sia antiquata la regolamentazione delle borse, comunque si tratta di un mercato nel quale gli scambi avvengono al ritmo di centinaia di miliardi e al quale sono interessati oltre due milioni di azionisti italiani e 6-7 milioni di obbligazionisti a reddito fisso.

Come organo tecnico, noi cerchiamo di ovviare alle lacune dei molti organi che presiedono alla sorveglianza delle borse con competenze continuamente accavallantesi al punto da renderli decisamente inefficienti. Al-

ludo alle camere di commercio, alle deputazioni, a tutti quegli organi ed enti che dovrebbero provvedere, ma che, appunto come dicevo poc'anzi, non lo fanno o per mancanza di tempo o perchè non hanno intenzione di farlo.

Le borse italiane, in questi ultimi tempi, hanno compiuto un grosso sforzo, diciamo conoscitivo, proiettandosi soprattutto verso le borse straniere al fine di trarne utili esempi.

Indubbiamente, noi siamo molto lontano da un'organizzazione efficiente, ma abbiamo comunque cercato di supplire con tecnologie nuove; alludo al centro meccanografico dove si concentra la contabilità degli uffici degli Agenti di cambio e che abbiamo esteso da Milano a Torino, compiendo servizi per 28 banche e la Banca d'Italia. Quanto prima le operazioni del Centro potranno essere estese anche a Roma e a Genova, sino a concentrare tutta la contabilità nel Centro meccanografico della borsa di Milano.

Onorevoli senatori, permettete che vi dia un consiglio se veramente volete conoscere la situazione attuale della borsa italiana e quale, invece, dovrebbe essere rispetto a quelle straniere: se avete tempo sacrificate qualche giornata per visitare sia le borse italiane che quelle europee: vi renderete subito conto di che cosa sia un mercato borsistico e quali siano le necessità per poterlo sviluppare. Per far questo bisogna, più che rifarsi al passato, innovare completamente, tralasciando del tutto certe indicazioni di provenienza giornalistica che parlano sempre di scandali del rialzo, del ribasso e via dicendo; rialzi o ribassi sono sempre avvenuti, continuamente si verificano e sono uguali a quelli che avvengono su tutti gli altri mercati, da quell'ortofrutticolo, a quello delle materie prime. Purtroppo spesso si parla di scandali di borsa (ricordo il cosiddetto scandalo Marzollo, quello recente della Banca Privata, del Banco di Milano, eccetera), ma con tutta sincerità devo dire che in tutti questi casi si è trattato di scandali di banca e non di scandali di borsa: non c'è nessun agente di cambio che abbia una potenza simile, tale da provocare scandali di questo genere. Negli ultimi tempi — e lo dico con un certo senso di

orgoglio — la borsa ha rispettato tutti i suoi impegni e tutte le sue scadenze.

Le statistiche stanno a dimostrare che siamo ancora molto lontani da una utilizzazione di questo strumento, che è veramente importante. Guardando le cose sotto l'aspetto puramente tecnologico, osservo la necessità che in Borsa ci sia sempre meno la prepotenza, l'indiscrezione e l'influenza delle banche e si attui, invece, una maggiore trasparenza attraverso i mediatori. Le Borse più sviluppate, infatti, non ammettono le banche che abbiano un'attività molto vasta da svolgere in rapporto al capitale, ma non intervengano direttamente in Borsa. Dirò di più, se esse fossero state presenti in Borsa non sarebbe stato possibile dichiarare insolventi due istituti di Stato quali la Banca Commerciale ed il Credito Italiano quando sono venuti meno ai loro impegni in occasione dello scandalo Marzollo. La strumentalizzazione della Borsa per la formazione dei prezzi, che possono essere a volte manipolati, non è giusta e noi siamo anche dell'avviso che sia necessario che tutti gli affari passino attraverso la Borsa e siano concentrati in essa, quale mercato ufficiale al servizio di un pubblico sempre più vasto, e affinché possa realmente di venire un mercato significativo.

È tutto quanto avevo da dire, signor Presidente. Grazie.

*F A L L E T T I*. Vorrei riprendere parte delle argomentazioni del mio collega Aletti toccando specificatamente quella della carenza del nostro istituto e in particolare la questione della trasparenza del mercato, che deriva in massima parte — come ha detto testualmente Aletti — dalla concentrazione degli affari in Borsa. Perchè tutto questo? Il reale valore di mercato di un titolo si ricava dalla somma delle domande e delle offerte. La Borsa serve a pubblicizzare, in modo insostituibile, domande e offerte e perciò la massa degli affari concentrati in Borsa porta a far sì che la contrattazione, attraverso la domanda e l'offerta, rifletta in ogni momento la realtà del mercato in tutte le sue componenti: prezzi e volume di scambi. Noi insistiamo sul tema non di carattere corporativo, ma di carattere strutturale della Bor-

sa, e cioè che gli agenti di cambio possono avere l'esclusiva delle contrattazioni perchè unicamente mediatori, e, come tali, immuni da interesse diretto nella contrattazione. In altre parole, l'agente di cambio è istituito per comprare e vendere esclusivamente per conto di terzi un determinato bene che è il titolo azionario o obbligazionario. Non ha quindi alcun interesse a fare un determinato prezzo e rimane estraneo a qualsiasi manipolazione che può avvenire in Borsa. Perchè insistiamo sul fatto di non inserire altri soggetti nella contrattazione? Se i commissari di Borsa, le banche e le società finanziarie, che possono comprare e vendere in proprio e possono pertanto trovarsi ad avere un interesse specifico all'andamento delle quotazioni, potessero contrattare direttamente, nascerebbe spontanea la tentazione, in determinati momenti, quando la Borsa si presta, di formare prezzi che servano unicamente da specchio per le allodole al fine di collocare i pacchetti di titoli che interessano.

Insistiamo, pertanto, sulla funzione dell'agente di cambio come mediatore e desideriamo essere noi direttamente a svolgere le contrattazioni senza avere ingerenze di estranei se non attraverso gli ordini passati alla categoria, allo scopo di salvaguardare non solo gli interessi degli agenti di cambio, ma anche della massa dei risparmiatori poichè, con la concentrazione degli affari in Borsa, si possono evitare ripeto transazioni a carattere privatistico, aventi per base prezzi — ufficialmente rilevati in Borsa — formati su quantitativi minimi di titoli, prezzi che non riflettono assolutamente la situazione e il movimento di mercato ma che, purtroppo, danno al pubblico una visione distorta della realtà. Con tali prerogative, saremmo felicissimi di assoggettarci a qualsiasi controllo pubblico; vorremmo, però, per evitare determinati scandali, che tale controllo si estendesse non soltanto agli agenti di cambio, ma in maniera paritetica a tutti coloro che operano in Borsa come i commissionari, le banche, eccetera; in quanto l'attività di tutti è interdipendente.

È questa la succinta esposizione di un determinato punto di vista, ma poichè, a mio

giudizio, si tratta di uno dei punti più qualificati, ho voluto insistere sull'argomento perchè ritengo sia da prendere in somma considerazione per rendere il mercato pubblico effettivamente rispondente alle esigenze di finanziamento delle imprese.

*N A T A L I*. I colleghi Aletti e Falletti hanno parlato delle Borse valori ed io, nella mia qualità di vice presidente del Consiglio nazionale degli ordini degli agenti di cambio, ritengo doveroso illustrare la figura dell'agente di cambio e le sue funzioni, che rivestono, in Italia, immutata la loro attualità e la loro importanza pubblica.

Veniamo nominati attraverso un concorso, in base ad un decreto. Con tale nomina acquistiamo il diritto della contrattazione alle grida e diventiamo intermediari. Abbiamo il divieto assoluto di svolgere operazioni in proprio, di partecipare ad altre attività e dobbiamo osservare una completa obiettività rispetto agli affari proposti di compravendita. Siamo altresì obbligati a restare in una Borsa valori e non abbiamo, rispetto agli altri agenti di cambio, ad esempio delle Borse inglesi e francesi, l'esclusività della trattazione. Ma va ripetuto che la transazione in titoli può essere ampiamente fatta al di fuori della Borsa valori; ed è invece necessario, come ha già sottolineato Aletti, che si realizzi la concentrazione degli affari in grida. Nella nostra esposizione, che avete avuto modo di leggere, abbiamo tracciato un parametro di riferimento con altre Borse valori del mondo ed abbiamo osservato come effettivamente le Borse, attraverso una maggiore concentrazione degli affari in grida, offrono più ampie garanzie al pubblico, sia rispetto alla veridicità dei prezzi, sia rispetto al buon fine delle operazioni.

Noi chiediamo un concorso nazionale per tutti gli agenti di cambio di cui sia responsabile la CONSOB, superando l'attuale suddivisione di concorsi attraverso le Borse valori.

Il nostro ordinamento professionale è stato istituito con la legge n. 402 del 1967, e di conseguenza è nato dopo le altre leggi riguardanti il funzionamento delle Borse (1913, 1925, 1936). È necessario, pertanto, tener pre-

sente nei nuovi decreti delegati tutto questo. Noi desideriamo che la figura dell'agente di cambio sia, diciamo così, maggiormente innalzata in relazione al valore morale e materiale che riveste, per l'attività pubblica che svolge ed i compiti di responsabilità che si assume e che la legge gli attribuisce.

Come ha detto Aletti, specialmente in questi anni, veramente difficili per tutti i mercati delle Borse valori del mondo, gli agenti di cambio italiani hanno dimostrato di essere all'altezza della situazione. Riteniamo, pertanto, che la nostra categoria professionale possa aspirare ad una maggiore considerazione, rispetto all'attuale, ed essere più adeguata alle prerogative degli agenti di cambio che operano presso le altre Borse valori.

DE FALCO. Vorrei fare alcune domande. Mi riferisco a quanto detto dagli espositori, dando per scontato che si arrivi ad una concentrazione del lavoro di borsa, come auspicato, per salvaguardare l'effettivo valore dei prezzi dei titoli, considerato anche che l'operatore di borsa non può svolgere operazioni in proprio. Personalmente, per quel che mi consta, ho sempre riconosciuto che la categoria meno discussa in Italia è quella degli agenti di cambio. È stato nominato anche Marzollo e quindi alcuni casi negativi si sono avuti. Tutto ciò si paga perchè vige un principio di solidarietà; in tal caso, però, i piccoli risparmiatori non dovrebbero essere colpiti, invece nei casi di fallimento di un agente di cambio il risparmiatore viene risarcito al 25 per cento.

Ora, può darsi che sbagli, perchè non sono un esperto nel senso professionale, ma mi sono sempre interessato dell'argomento dal punto di vista politico. Tuttavia, ho sempre letto sui quotidiani e sulle riviste economiche che quando succedono dei *crak* è rovinata parecchia gente, in particolare risparmiatori e azionisti. Allora non capisco come tutto questo possa si accordi con il fatto che il regolamento di Borsa cioè la legge, preveda la solidarietà di tutti gli agenti di Borsa nel fare fronte a questi *crak*.

Ma io addirittura mi domando: quando succedono fatti del genere, non per colpa degli agenti di borsa ma di gente, diciamo,

estranea alla Borsa come possono essere, ad esempio, le banche, in che misura può incidere l'acquiescenza di uno o più agenti di borsa nell'anormalità di certe operazioni? Non so se sono stato chiaro; vorrei sapere, cioè, se può esservi la corresponsabilità sia pure morale di qualche agente di cambio nel realizzare certe operazioni che io definisco anormali e che sono dei veri e propri reati.

Ho letto in riviste anche specializzate una affermazione che mi è rimasta impressa, cioè che la maggior parte delle pratiche adottate nelle borse italiane, se fosse adottata nella borsa per esempio di New York darebbe luogo a veri e propri reati perseguibili per legge. Non so in che misura questo possa essere vero, però l'ho letto — ripeto — in riviste specializzate ed anche nelle pagine economiche dei quotidiani, l'ho sentito ribadire da altre parti e vi ho fatto cenno io stesso. In quest'aula abbiamo avuto occasione di discuterne.

Ancora un'altra domanda. Ho sempre sentito dire che uno dei mali che affligge la borsa italiana e che la rende asfittica deriva dal limitato numero di voci, nel senso che sono pochi i titoli importanti, pochi i titoli esteri quotati. Quali sono le difficoltà che impediscono alla stessa borsa di provvedere con una certa procedura all'aumento delle società da quotare? Evidentemente possono esservi difficoltà di carattere tecnico, perchè la legge prevede alcuni requisiti per queste società; ma tenuto conto della miniriforma che abbiamo varato in Parlamento e che ha portato alla ristrutturazione degli organismi di controllo e istituito le società di certificazione, sarebbe sempre difficile aumentare il numero di voci sia nazionali sia estere in borsa?

Altre tre domande ed ho finito (se dovesse presentarsene la necessità, magari tornerò sull'argomento). Da chi dipende il fatto che spariscono i « borsini », cioè le piccole borse, specialmente a Milano, e vengono assorbiti nella borsa? O meglio i « borsini » sono necessari?

È vero che non tutto dipende dagli agenti di borsa, però non vorrei che in taluni casi si dicesse che la colpa è di altri, magari anche nostra e che gli agenti di borsa, pure avendo il diritto di farlo, non danno l'impressione di farne una questione corporativa. In-

6<sup>a</sup> COMMISSIONE

1° RESOCONTO STEN. (4 febbraio 1975)

tendo dire questo: un pò di colpa non è forse da attribuire all'inazione degli agenti di borsa nel senso che questi non si battono abbastanza per far fronte a certe situazioni?

Non si può certamente dire che noi comunisti siamo entusiasti della Borsa e che ci batteremmo fino all'ultimo sangue per sostenerla. Ma poichè viviamo in una società capitalistica che ha una strutturazione di mercato libero, naturalmente non diciamo: vogliamo abolire la Borsa! Vogliamo, però, che essa funzioni in maniera diversa, ispirandosi per esempio a quella di New York (non oso dire a quella di Tokio, perchè non mi risulta che lì siano molto corretti), New York dicevo dove pare che per lo meno non succedano certe cose che si verificano in Italia, e i controlli sono ferrei.

**P A Z I E N Z A .** Vorrei fare poche domande e anche brevi.

Dal dottor Natali vorrei sapere quanti sono gli agenti di cambio in Italia e possibilmente come sono suddivisi tra i vari ordini professionali; se lui ritiene peraltro, che le borse in Italia siano troppe o poche, se sia preferibile semplificarle come numero accentrando in tre borse al Nord, al Sud e al centro o se vi siano altre prospettive.

Dal dottore Aletti vorrei sapere se il principio della nominatività dei titoli ha un'incidenza effettiva sul mercato borsistico e se l'eventuale abolizione di tale principio possa essere una soluzione idonea a dare respiro alle borse.

Dal dottore Giannini vorrei sapere se egli ritiene che le azioni di risparmio, per le quali c'è stato un certo clamore pubblicitario, recentemente regolamentate del legislatore, possano contribuire a dare respiro al mercato o se invece — come si sostiene da qualche parte — queste azioni non abbiano risposto allo scopo. Vorrei sapere anche se egli ritiene e in quale misura che i fondi di investimento possano contribuire a dar respiro alle borse.

Vorrei infine rivolgere una domanda a chi preferirà rispondermi. È recente (se n'è parlato sulla stampa specializzata) lo scandalo della lotta Cefis-Revelli-Sindacato di controllo della Montedison. Mi è arrivato proprio

oggi il bollettino di un'agenzia di stampa che descrive addirittura le operazioni eseguite tramite la Banca commerciale di Lugano con acquisto da parte di un imprenditore (non so se con fondi propri o agevolati, ma questa è la cosa che meno c'interessa), di un pacchetto di controllo delle azioni Montedison.

Vorrei sapere se, accettando il principio della concentrazione e il principio dell'unico filtro-agente di cambio, eliminando cioè, l'operatore bancario oppure obbligando anche questi a servirsi dell'agente di cambio, possiamo creare uno strumento efficiente al fine di evitare il possibile ripetersi di iniziative siffatte.

**D E L U C A .** Mi limiterò a fare due domande. Poichè il discorso si è incentrato soprattutto sulla figura dell'agente di cambio, che dovrebbe essere l'unico mediatore nelle operazioni di borsa, di acquisto e vendita dei titoli azionari e obbligazionari, potrei dire di essere d'accordo su questo concetto. Vorrei sapere, però, quali sono finora gli ostacoli di natura giuridica, di natura amministrativa e consuetudinaria per cui non si è giunti a questa configurazione di esclusività degli agenti di cambio nel compiere le operazioni di borsa.

Poichè sappiamo (ecco la seconda domanda) che è stata molta fino ad oggi la parte di operatività esercitata dalle banche e sappiamo anche che tutto questo è stato oggetto di critica, nel caso si arrivasse alla configurazione dell'agente di cambio come unico mediatore entro quali confini si dovrebbero svolgere le operazioni delle banche? Quali dovrebbero essere i rapporti tra gli agenti di cambio e le banche stesse?

**R I C C I .** La domanda che voleva porre è stata già puntualizzata dal senatore Pazienza, comunque la ripeterò.

La prima domanda è la seguente: gli operatori qui presenti ritengono che il numero di dieci borse valori attualmente esistente sia sufficiente o debba essere ridotto o, eventualmente, aumentato?

Seconda domanda: quali ulteriori contributi pensano di poter suggerire per rior-

6<sup>a</sup> COMMISSIONE

1° RESOCONTO STEN. (4 febbraio 1975)

ganizzare l'attività delle borse e per evitare le discrasie anche qui ricordate che vanno oltre quanto è stato indicato al punto *b*) dell'appunto che ci è stato consegnato relativo all'assetto giuridico istituzionale?

**B E R G A M A S C O**. Da quanto ascoltato mi pare di poter concludere che uno dei punti più importanti del problema sia quello di assicurare alle borse l'escusività delle operazioni di compra-vendita dei titoli evitando così certe interferenze che oggi si verificano a cominciare da quella delle banche. Solo in questo modo — almeno così si dice — si potrà arrivare alla tanto auspicata trasparenza degli affari bandendo interessi particolari ed evitando che il pubblico venga ingannato circa la consistenza dei valori.

Per raggiungere questo obiettivo occorre una riforma per quanto concerne la professione e l'organizzazione degli agenti di cambio; su questo evidentemente nulla da dire. Vi è tuttavia un'altro problema che a mio avviso andrebbe tenuto presente: quello del mercato ristretto.

In proposito vorrei sapere che cosa rappresenta rispetto per esempio, alla Borsa ufficiale di Milano il mercato ristretto, che, per quel che mi risulta, non è oggi in alcun modo disciplinato.

Che cosa si potrebbe suggerire al riguardo? Certamente, il mercato ristretto va mantenuto, ma, ripeto, va anche indubbiamente meglio regolato in qualche modo.

**C A R O L L O**. Desidero fare due domande a proposito della compera allo scoperto. Ritengono i nostri ospiti che sia utile obbligare chi di fatto compra allo scoperto a depositare almeno il 25-27 per cento dell'importo totale in contanti?

Inoltre l'operatore famiglia in che modo è presente in borsa? In che modo, cioè, può oggi essere misurata in volume ed in ampiezza la presenza di questo operatore nella borsa in Italia?

**P I N N A**. Desidererei chiedere al signor Aletti, che ben conosciamo per la sua attività e per le innovazioni che ha portato alla Borsa di Milano poichè riceviamo i bolletti-

ni illustrativi nei quali si tratta delle rivendicazioni degli agenti di cambio, se non ritiene che il fatto che ancora non esista in Italia una commissione nazionale sulle società quotate in borsa costituisca un elemento frenante rispetto all'afflusso del risparmio verso il capitale investito.

Che cosa si potrebbe fare per spingere chi di dovere, in questo caso il Governo, a dar corso alla costituzione di questa commissione nazionale? Sono infatti convinto, come molti altri, che essa sarebbe in grado di esercitare un efficace controllo sui fondi comuni di investimento di tipo sia aperto che chiuso regolamentando il mercato finanziario italiano.

Se non si giungerà alla necessaria trasparenza nei bilanci delle società per azioni diventerà sempre più difficile l'afflusso del risparmio e, in proposito, vorrei sapere — in base alla vostra esperienza — quali sono i suggerimenti che date per qualificare i titoli negoziati in borsa in modo che ci sia un incontro tra risparmio e impresa e venga facilitato l'afflusso del denaro.

Una seconda domanda riguarda l'azione che può e, anzi, deve essere svolta per eliminare il problema dei mercatini. Non sarebbe utile una concentrazione dei mercati in borsa? La recente decisione di procedere alla quotazione di nuove società scendendo dal miliardo al mezzo miliardo, che io considero positiva, non è vista anche da voi come un fatto importante al fine di allargare le possibilità di impiego del risparmio?

**G I A N N I N I**. Rispondendo al senatore De Falco desidero ricordare che gli organi rappresentativi degli agenti di cambio non hanno mancato, a più riprese, di prospettare al Ministero del tesoro nuove normative intese soprattutto a regolamentare le garanzie prestate dai mediatori di borsa, purtroppo, dobbiamo lamentare che tutte queste nostre proposte, arrivate al Tesoro, non hanno mai avuto sviluppi successivi.

Per esempio, nel 1969, abbiamo predisposto ed inviato un progetto di legge per incentivare l'investimento azionario nazionale — mi pare che fosse Ministro del tesoro l'onorevole Colombo — nel quale, tra gli altri pun-

ti toccati, si trattava anche del deposito di uno scarto di garanzia che doveva essere indicizzato e reintegrato; cioè, se aumentava l'indice di borsa doveva aumentare anche lo scarto di garanzie. Si voleva, in definitiva, evitare che il gonfiarsi delle quotazioni potesse procurare nuova moneta per finanziare nuove operazioni: quello che è avvenuto per il caso Sindona.

Ci siamo anche preoccupati di altri problemi qualificanti; per esempio, di un tipo di reinvestimento di utili non tassati. Prevedevamo cioè che se un dividendo veniva incassato monetariamente e veniva quindi impiegato per sottoscrivere un aumento di capitale potesse essere esonerato dalla tassazione della cedolare. Ecco dunque un'altra proposta da noi avanzata per agevolare questo tipo di operazioni.

Per quanto riguarda infine gli effetti derivanti dall'intersezione nel mercato mobiliare delle azioni di risparmio e dei fondi di investimento *open* ritengo che non possano portare molti vantaggi ai fini di un rilancio del mercato azionario; piuttosto, reputo che possano dimostrarsi più vantaggiosi i fondi di investimento immobiliare così come risulta dalla proposta avanzata al riguardo dal senatore De Ponti.

A questo punto, passo la parola al signor Falletti il quale, da tecnico qual è, potrà rispondere alle varie domande fattecì.

**FALLETTI.** Desidero anche io rispondere a talune domande del senatore De Falco.

Perchè noi auspichiamo la riforma della borsa e per quale ragione insistiamo per arrivare all'esclusività delle contrattazioni? Perchè, in cambio, noi desideriamo fornire la garanzia totale (e vengo proprio a quanto auspicato dall'onorevole senatore) sulle operazioni effettuate in borsa per conto dei committenti. Allo stato attuale delle cose non è infatti esatto sostenere che noi rispondiamo *in toto* delle eventuali differenze che si possono verificare ai danni dei committenti; noi disponiamo di una cauzione a garanzia che si aggira sulle 500.000-600.000 lire, e poi abbiamo un fondo comune di garanzia che interviene in ogni liquidazione

coattiva per il 25 per cento del suo importo globale.

Porto l'esempio della piazza di Torino dove io lavoro; ebbene, a Torino abbiamo un fondo di garanzia più un fondo cauzione pari a circa 200 milioni e noi rispondiamo nei confronti dei committenti per un importo pari al 25 per cento, pari cioè a 50 milioni il che, ai tempi attuali, rappresenta una cifra veramente modesta.

Ecco dunque perchè noi desideriamo la trasparenza del mercato azionario ottenibile attraverso la concentrazione degli affari, desideriamo cioè la trasparenza delle contrattazioni come espressione di prezzo! Il fatto è che noi vogliamo essere solo « puri » mediatori e desideriamo fornire garanzie totali per rendere la Borsa, tengo a sottolineare questa espressione, una cosa veramente seria.

Rispondo ora ad un'altra domanda fatta relativamente alla necessità di dare una garanzia del 25 per cento sulle operazioni e, soprattutto, su quelle fatte allo scoperto. Non richiedendo noi una garanzia a colui che vende allo scoperto lo metteremmo in una posizione vantaggiosissima nel momento in cui si rendesse necessaria la proroga dell'operazione.

Porto un esempio; se io, in presenza di una posizione rialzista, ho un determinato pacchetto di titoli e li dò a riporto ad un istituto bancario, nel momento in cui effettuo l'operazione, questo istituto mi chiede una garanzia che oscilla tra il 40 ed il 50 per cento del valore globale dei titoli che do a riporto (valore calcolato sulla base dei prezzi di compenso). In altre parole la Banca paga, per questi titoli che prende a riporto, una somma pari al 60 o al 50 per cento del loro valore; la differenza (scarto) fra tale valore e la somma pagata costituisce la garanzia per la banca. Ma quando io effettuo una vendita speculativa allo scoperto e richiedo i titoli a riporto, quei titoli mi vengono dati a riporto a prezzo pieno per cui, praticamente, mi vengo a trovare in una posizione di enorme vantaggio rispetto a colui il quale, invece, ha effettuato un'operazione al rialzo. Non solo; teniamo anche presente

6<sup>a</sup> COMMISSIONE

1° RESOCONTO STEN. (4 febbraio 1975)

che mentre io, con un'operazione al rialzo, so esattamente quello che posso perdere (ossia il capitale rappresentato dall'investimento che ho fatto), quando effettuo un'operazione al ribasso, invece, non so quanto posso perdere perchè ci possono essere oscillazioni che vanno ben oltre il raddoppio del valore stesso dei titoli.

Comunque, io ritengo addirittura che per l'operazione al ribasso si dovrebbe richiedere una garanzia, in cifra, superiore a quella che si chiede per l'operazione al rialzo.

Riallacciandomi poi a quanto già detto dal dottor Giannini circa le azioni di risparmio, mi devo dichiarare assolutamente contrario alla introduzione di ulteriori diversificazioni giuridiche tra i vari tipi di azioni; abbiamo già un campionato di calcio di serie A, B e C! Ebbene non introduciamo queste divisioni anche per quanto riguarda la quotazione delle azioni. L'azione deve essere considerata unica e rappresentativa di una quota di capitale della società, questo è il punto da tener presente.

Vi è anche da considerare che l'esperienza generale di borsa ci porta a guardare alle azioni privilegiate in modo che definirei non « simpatico ».

Ad un certo momento io, società finanziaria, do ai risparmiatori azioni privilegiate e mi trattengo le azioni che hanno diritto al voto, di modo che in materia di conduzione di società posso fare tutto quello che voglio, mentre l'azionista privilegiato è favorito da una quota di dividendo superiore, però fornisce capitale di rischio, alla stessa stregua del titolare di azioni ordinarie, e diversamente dal sottoscrittore di un prestito obbligazionario, concorre a tutti i rischi della società; perciò è naturale che desideri, anche con un solo voto, poter dire la sua in sede di assemblea. Io direi anche di più, abolirei le azioni di risparmio e tutelerei le minoranze. Questo è un concetto esatto. Purtroppo vediamo che alle assemblee societarie le banche, portatrici di masse di titoli, danno voto favorevole a tutto quello che dicono gli amministratori e questo non ci piace, perciò occorre tutelare le minoranze attraverso le azioni normali e

non creare doppioni che per il mercato finanziario sono di disturbo.

**D E F A L C O** . Poi, le azioni preferenziali non assorbono alla stessa maniera, infatti c'è una quotazione enormemente diversa tra quelle con diritto di voto e quelle preferenziali. Sarebbe un doppione di un doppione già esistente.

**F A L L E T T I** . Inoltre, è vero che la concentrazione delle operazioni in Borsa rende difficili determinati passaggi, però ad un certo momento è giusto che anche gli azionisti di minoranza vengano a conoscenza del prezzo di un determinato pacchetto di titoli. D'accordo che un pacchetto di maggioranza può avere anche un significato diverso, ma non è giusto che l'azionista di minoranza non sappia che il passaggio di titoli è avvenuto ad un prezzo superiore. Trovo che, a un certo momento, quando c'è il passaggio di un pacchetto di maggioranza si dovrebbe dare la possibilità a chi lo desidera di inserirsi nella contrattazione. Non vedo perchè si debba escludere da una contrattazione di un pacchetto chi possiede poche azioni. Dobbiamo fare una transazione di azioni Montedison, ad un certo momento l'IRI, o l'ENI, desidera acquistare un pacchetto di maggioranza e avviene una transazione ad esempio tra il gruppo Pirelli e il gruppo ENI; perchè io azionista di minoranza non devo essere a conoscenza di questa transazione ed inserirmi con il mio pacchetto di azioni nella eventuale vendita?

**C A R O L L O** . Questo può avvenire rendendo pubblica l'iniziativa.

**F A L L E T T I** . Sì. Questo per rispondere specialmente a chi poco fa si preoccupava della tutela delle minoranze, cosa che da noi oggi non avviene.

**A L E T T I** . Vorrei dire al senatore De Falco che in trent'anni di vita borsistica ho assistito a cinque dissesti di agenti di cambio, tre non per colpa loro ma per inadempienza dei loro committenti e due pur-

troppo perchè hanno fatto quello che non dovevano fare, ma questo succede nelle migliori famiglie. Ho anche l'orgoglio di dire che nel turbine, nel disastro del mese di novembre, quando una banca italiana è costata alla collettività centinaia di miliardi, quando un'altra banca ha chiuso i battenti, quando una commissionaria non ha pagato un miliardo in Borsa, cinque agenti di cambio della Borsa di Milano hanno risposto illimitatamente con il loro avere e hanno pagato puntualmente quello che dovevano. Il sistema che sta alla base della Borsa basato sulla solvibilità, la puntualità, l'onorare la propria parola, eccetera, si potrebbe estendere una volta che tutta la categoria fosse responsabile di tutti i dissesti di Borsa, sempre con esclusività di contrattazione, un'esclusività che non ha un aspetto corporativistico, ma ha il vantaggio di dare pubblicità perchè in un mercato pubblico se tutto il lavoro passa attraverso la Borsa, allora abbiamo la possibilità di pretendere quello che chiediamo da anni inutilmente al Governo e alla Banca d'Italia e cioè la segnalazione delle posizioni speculative. Tale segnalazione esiste in tutte le Borse del mondo, manca in Italia; oppure bisogna conoscere periodicamente le situazioni al rialzo o allo scoperto, i depositi e le garanzie che, ad esempio, negli Stati Uniti sono il 50 per cento ed ultimamente sono arrivati al 95 per cento in periodo di tensione speculativa. La Borsa in sé non è né buona né cattiva, è un mercato vuoto che vuole capire quello che vi si immette. A questo proposito, a parer mio, occorrono poche leggi fondamentali, ma non ricadiamo nell'errore di voler tutto prevedere e disciplinare, perchè queste leggi diventano presto superate. Per esempio la Borsa di Londra, che è tra le più evolute, si regge con regolamenti che sono controllati da un organo superiore, come la CONSOB, e sono spesso redatti su fogli continuamente aggiornati. Questo è molto utile per il funzionamento di qualsiasi mercato.

Al senatore Pazienza, che mi chiedeva della nominatività, rispondo che la nominatività è una remora all'investimento, ma dobbiamo riconoscere che abbiamo fatto una cam-

pagna sbagliata e ci siamo battuti per la sua eliminazione quando non costituiva un concreto elemento di disturbo. Prendiamo le cose come sono, quello che è certo è che sarebbe opportuno non discriminare, punire un tipo di investimento e favorirne un altro, altrimenti avremo le aziende super indebitate.

A proposito della questione Montedison ci mancano gli strumenti di rilevazione per gli acquisti e le vendite. Tutto quello che possiamo sapere è che in una giornata si cambiano tanti titoli Montedison e tanti Pirelli, ma non sappiamo chi compra e chi vende; però nella normativa della CONSOB vi è la denuncia di un acquisto e di una vendita che supera il 2 per cento, a seconda del capitale della società. Occorre, dunque, un controllo che sia però limitato, perchè altrimenti avremo la negazione e quindi il non funzionamento del controllo. Praticamente siamo per una autoregolamentazione dell'organo tecnico del comitato, che si componga non di mediatori comuni, ma di pubblici ufficiali, i quali offrono maggiori garanzie e, se mancano, hanno sanzioni più gravi del comune mortale.

Il senatore De Luca ha chiesto di parlare degli ostacoli che si oppongono alla esclusiva degli agenti di cambio. Direi che bisogna fare una distinzione netta. L'agente di cambio non compra e non vende in proprio, non commercia perchè è interessato al prezzo, invece la banca, la commissionaria, la finanziaria ne sono per forza interessate, e poichè sanno fare il lavoro del commerciante, quello devono fare e non altro; però questo porta un danno al mercato perchè la gente se ne allontana. Il rapporto tra agente di cambio e banche, a livello di organi rappresentativi, non può essere un rapporto paritetico perchè le banche hanno un peso tale che sanno farsi valere; a livello di studio, però, l'agente di cambio le surclassa ampiamente, perchè avviene come per il ricco e il povero, il ricco si inaridisce un po' e finisce con il mancare di inventiva, infatti gli agenti di cambio sono dei sopravvissuti a lunghissime crisi che si

sono serviti di inventiva e di rimedi per migliorare la borsa.

È stato chiesto qual è il numero delle borse nel mondo. In Italia sono 10, in Belgio 4, nel Regno Unito 1, negli Stati Uniti 14, in Svizzera 7. La tendenza in ogni campo è verso la concentrazione. Non vorrei essere frainteso; non si propone l'eliminazione fisica delle borse, quello che si propone è una amalgamazione per formare una unica organizzazione, perchè oggi organizzare i grandi mercati è veramente costoso in quanto richiedono impiegati specializzati e attrezzature particolari specie nel caso in cui, come per tutti gli organismi simili, si debbano mantenere contatti con l'estero. Noi abbiamo un servizio televisivo ed anche un centro meccanografico che costa un miliardo e mezzo all'anno. Occorre dunque guardare ad una grande organizzazione e fare in modo che abbia la possibilità di compiersi. Quindi, il numero delle borse con il tempo è, forse, destinato a cambiare; saranno gli organi di controllo che considerando il loro costo decideranno di mantenerle o meno. Tra non molto, io sostituirò, fra un paio di settimane, il dottor Falletti alla presidenza dei comitati italiani e debbo quindi vedere il problema nelle sue linee generali; a mio avviso occorre adeguarsi alla Borsa di Londra, la quale ormai in tutta l'Inghilterra è chiamata soltanto la Borsa perchè è un unico mercato coordinato e, sia che si compri a Liverpool o a Manchester, vi è la responsabilità illimitata anche dei componenti periferici. Io punto molto su una autoregolamentazione dell'organo tecnico sotto il controllo della CONSOB che può essere eseguito costantemente con il distacco di un rappresentante delegato della stessa CONSOB come commissario nel comitato direttivo.

Il senatore Bergamasco ha accennato alla situazione del mercato ristretto. È uno scandalo ed io per parlarne ho avuto due denunce penali per le quali sono ancora sotto giudizio. Il mercato ristretto è un mercato spontaneo, necessario, che, però, deve essere regolamentato perchè è l'anticamera della borsa e, quindi, non vi si può immettere qualsiasi cosa. È un mercato di serie B do-

ve si forma l'educazione delle società e dove, per l'appunto, non si devono immettere società e titoli che non avrebbero diritto di quotazione in nessun mercato del mondo. A questo proposito abbiamo fatto un elenco degli *standards* di quotazione di tutte le borse del mondo.

Su 82 Paesi studiati, le borse risultano essere 56; una decina di Paesi intendono formare nuove borse, come ad esempio l'Egitto. Abbiamo avuto un incontro con tecnici e studiosi jugoslavi che hanno partecipato al convegno internazionale svoltosi a Milano; e abbiamo intenzione di studiare le borse sud-americane, le quali sono diventate particolarmente interessanti per il fatto che riescono a sopravvivere alle inflazioni e, quindi, hanno senz'altro qualcosa da insegnarci.

Dunque, per quel che riguarda il numero delle borse si dovranno attendere gli eventi. Sarebbe importante e valido amalgamarle e coordinarle; noi vorremmo che le nostre borse fossero europee più che mediterranee. Non possiamo continuare ad avere una borsa con caratteristiche unicamente nazionali quando i capitali sono mobili e vanno dove trovano migliori condizioni di investimento e di mezzi tecnici. Le borse hanno due funzioni: una riguarda l'apporto di capitali e nel 1973 la borsa italiana ha dato 803 miliardi alle aziende e l'anno scorso, un anno molto infelice, ha dato 108 miliardi di capitale, quando l'investimento obbligazionario era sceso da 6 000 a 300 miliardi.

Vi dichiaro con tutta onestà — ed è documentato — che ci sono numerose società italiane e straniere che vogliono entrare in borsa, ma le società estere trovano una forte remora costituita dal deposito del 50 per cento infruttifero. Quando questa remora verrà abbattuta, probabilmente le società estere riprenderanno in considerazione la loro tendenza ad entrare nella borsa italiana.

Il senatore Carollo ha chiesto se abbiamo la possibilità di valutare l'entità del risparmio familiare in borsa. Rispondo che non siamo in grado di farlo, perchè non esistono dati statistici al riguardo. Posso però dire che tra i giovani c'è molto interesse alla borsa; circa 6-7.000 studenti all'anno ven-

gono a visitarci e dimostrano grande interessamento, facendo domande appropriate e chiedendo di essere documentati.

Al riguardo rileviamo, dai contatti che manteniamo con l'università, un costante aumento dell'interessamento per le tesi di laurea in materie finanziarie e di borsa.

C A R O L L O . Onorevole Presidente, se mi consente l'interruzione, vorrei parlare di uno studio fondamentale di Lampalussy a proposito dei mercati finanziari europei. Fra le varie statistiche ed affermazioni si è notato da parte dell'autore che nella borsa italiana, che poi non è una grossa borsa rispetto a quella francese o a quella inglese, l'operatore famiglia è in media più presente di quanto non lo siano gli altri operatori.

Questo dato, che appare senz'altro confortante, risale tuttavia allo studio che l'autore ha compiuto cinque anni fa. Ora vorrei sapere se quei dati possono essere validi anche adesso come indicatori di una situazione economica, di un orientamento del risparmio.

A L E T T I . Il mercato mobiliare ha questa denominazione perchè non comporta una scelta definitiva. L'operatore famiglia, come qualsiasi altro operatore, si accosta al mercato quando ha una convenienza. Abbiamo visto recentemente tutti i mercati borsistici del mondo ripiegare violentemente, di fronte alla crisi che minacciava le varie economie, ma lì si potranno vedere rimbalzare altrettanto violentemente se le cose miglioreranno.

Non bisogna però dimenticare il trattamento fiscale riservato a questo tipo di impiego. Infatti, se si considera che il deposito in banca rende il 17 per cento, è difficile pensare che l'investitore accorto non lo scelga a fronte dell'investimento in titoli, dove il reddito medio è dell'uno e mezzo per cento lordo e tassabile quando viene distribuito, perchè un titolo su tre non distribuisce il dividendo.

Se miglioreranno le condizioni generali, anche la famiglia si avvicinerà a questo tipo di impiego. Quando invece mancano queste condizioni di sicurezza e di tranquillità si preferisce il deposito in banca, anonimo, molto

redditizio e senza grossi rischi, almeno per quanto riguarda la situazione italiana.

Ringrazio il senatore Pinna per l'attenzione che dimostra nel seguire l'argomento e mi fa anche piacere apprendere che legge con interesse le documentazioni che gli fornisco.

Con l'impegno appassionato di tutti, siamo certi che si realizzerà un Istituto veramente funzionante per cui bisogna sollecitare il Governo affinché proceda al più presto alla nomina dei Commissari per la CONSOB, in quanto non bisogna aspettarsi che, una volta effettuata tale nomina, tutto si metta a funzionare con speditezza e regolarità. Bisognerà invece attendere un ragionevole periodo di tempo affinché la CONSOB funzioni. La CONSOB francese, infatti, ci ha messo tre anni prima di funzionare appieno.

È necessario, quindi, far presto, soprattutto perchè non si tratta di creare un organismo in aggiunta a quelli già esistenti, bensì in sostituzione, poichè quelli attualmente funzionanti e che sono in vita da circa sessanta anni non dimostrano di possedere le capacità di corrispondere adeguatamente alle nuove esigenze incombenti, per cui si deve procedere alla costituzione di un organismo veramente nuovo.

Per quanto riguarda i dati di bilancio, abbiamo già detto, a mo' di esempio, che, come un mercato della frutta e verdura non ammette i funghi velenosi o un mercato delle carni non ammette una distribuzione di carne non timbrata da un veterinario comunale, così non è possibile l'ammissione, sul mercato pubblico, di bilanci non certificati. La certificazione dei bilanci, però, va fatta in un determinato modo: non come una certificazione « all'italiana », ma adottando gli *standards* di quelle società che sono certificatori a New York e a Mosca, perchè è ormai una esigenza di tutti quella di vedere i conti.

Ieri abbiamo avuto a Milano una tavola rotonda presieduta da un presidente di tribunale, il quale si è dichiarato favorevole all'informativa, a condizione però che l'informativa non abbia carattere discriminatorio tra aziende private e pubbliche, poichè tutte devono essere messi sullo stesso piano.

Quando abbiamo considerato gli *standards* di quotazione dei titoli, abbiamo visto che ce

n'erano trenta in tutto il mondo: quattro erano comuni a tutte le borse, tranne che in Italia dove essi non sono previsti. Se noi adottassimo questi *standards* di quotazione, prima di parlare di ammissione di nuovi titoli, dovremmo parlare di depennamento per un terzo delle società italiane. Purtroppo dobbiamo anche considerare che molte società sono private dello *status* e ciò rappresenta un grosso problema.

Circa l'eliminazione dei mercatini, ritengo sia più conveniente regolamentarli severamente, ma la severità non è sufficiente limitarla alla multa di un milione; bisogna invece prevedere la detenzione, che è una pena già in atto in altri mercati.

Effettivamente è vero, come si dice — non vorrei con ciò diventar tribuno — che c'è chi ruba il denaro, ma la maggior parte fa fatica a metterlo da parte e quindi va tutelata.

Tuttavia, pur adottando una normativa così severa, la borsa non potrà dare a qualsiasi investimento o mercato una garanzia completa; eviterà però danni peggiori derivanti da altre forme di investimento.

**F A L L E T T I**. Vorrei evidenziare che abbiamo una necessità assoluta del mercatino per una ragione semplicissima: lo consideriamo l'anticamera della borsa ufficiale. Occorre però che i comitati direttivi di borsa sottopongano il mercatino ad una regolamentazione opportuna e diano l'assenso alla quotazione del titolo, perchè bisogna osservare determinate regole che sono assolutamente indispensabili.

Il mercatino ha una sua funzione, in quanto dobbiamo ammettere in esso unicamente i titoli che hanno un determinato flottante, altrimenti si creano discriminazioni e si dà la possibilità agli speculatori di fare oscillare i titoli in modo vertiginoso, perciò danneggiando il mercato stesso.

Vogliamo quindi che il mercatino esista, che sia potenziato, che abbia delle regole e che siano i comitati direttivi — perchè sono loro che possono prendere immediate decisioni — a regolamentare tutto per evitare quello che a volte succede sui mercatini.

Vorrei esprimere il mio punto di vista circa la funzione negativa che può esercitare la

nominatività rispetto all'apporto di capitali. Da parte mia ho sempre sostenuto che in Italia non esiste la nominatività, ma la schedatura, che è cosa ben diversa e che riteniamo dannosa. La nominatività la riteniamo invece utilissima per determinare la proprietà o il possesso dei titoli e per poter registrare sul libro dei soci chi sono i possessori e i proprietari di titoli.

In sostanza, è essenziale che la nominatività si rifletta sul libro dei soci e che sia nominatività sul titolo. Tutto ciò per noi non costituisce alcun pregiudizio.

**P R E S I D E N T E**. Mi pare che tutte le domande abbiano avuto risposta, tranne quella del senatore Pazienza circa la consistenza numerica degli agenti di cambio in Italia.

Prego quindi il signor Natali di voler riferire in proposito.

**N A T A L I**. Il numero degli agenti di cambio in tutto il territorio nazionale è di 250, così suddivisi: 114 a Milano, 42 a Torino, 41 a Roma, 28 a Genova, 15 a Napoli e 10 distribuiti fra le rimanenti borse.

**P R E S I D E N T E**. Ho suggerito ai nostri ospiti che anche loro, se lo ritengono opportuno, possono fare domande ai senatori.

Il dottor Giannini mi ha accennato che c'era l'intenzione di varare un decreto-legge sul mercato ristretto, pronto cioè per regolamentare il mercatino, che, però, non è stato più approvato.

**A L E T T I**. Mi permetto, su un piano di esperienza pratica della vita, che non riguarda solo la borsa, di ricordare che tutti gli organismi, per vivere, devono continuamente aggiornarsi e modificare quindi le loro regolamentazioni.

Abbiamo, ad esempio, una proposta di legge che riguarda il passaggio dell'applicazione dei boil dal sistema a mano a quello meccanografico. Tale proposta attende da tre anni di essere approvata. Non dico ciò per attribuire colpe ad alcuno, ma soltanto per far rilevare che tempi così lunghi nuocciono alla funzionalità degli organismi ed alla volontà di aggiornarsi.

**D E F A L C O .** Ho posto una domanda che può essere stata interpretata come una sorta di provocazione. In realtà, volevo dire che molte delle pratiche di borsa fatte in Italia, a Londra e a New York sarebbero veri e propri reati perseguibili.

Poiché non mi è stata data alcuna risposta, mi sento autorizzato a ritenere giuste le mie considerazioni.

**A L E T T I .** Sta di fatto che alcune cose, che in Italia si fanno, all'estero sarebbero considerate reati.

**D E F A L C O .** Ascoltando l'esposizione dei rappresentanti degli agenti di cambio e degli agenti di borsa, ho recepito i loro pareri e le loro preoccupazioni circa la necessità di una nuova regolamentazione delle borse, di mettere cioè in atto una nuova normativa da tanto tempo auspicata.

Ma in Italia il risparmiatore si allontana dalla borsa non perchè sono poche le società quotate o cose del genere ma per ben altri motivi. Basteranno dunque, queste innovazioni — che voi auspicate e che in parte anche noi abbiamo ripetutamente sostenuto — per moralizzare un settore che, vuoi o non vuoi, è sempre un settore della vita pubblica? Saranno sufficienti queste nuove norme per avvicinare il risparmiatore al capitale di rischio?

Però, a mio giudizio, tutto quello che qui ho sentito nei vostri interventi è senz'altro giusto e necessario, ma l'interrogativo fondamentale che la gente inconsciamente si pone è questo; perchè mai chi ha fatto aggio in borsa non è mai stato perseguito? Mi rendo conto che, probabilmente la domanda non dovrebbe essere posta a voi che siete qui, ma indubbiamente si tratta di un reato che deve essere punito, anche se la sua individuazione è certamente difficile.

Seconda domanda: basterà la certificazione ad evitare l'aggio?

**A L E T T I .** Non lo si potrà mai eliminare!

**D E F A L C O .** In qual misura si può essere sicuri che l'aggio, magari non

nelle forme attuali, possa essere scongiurato da una nuova regolamentazione? Io, a questa, non sono davvero contrario, specie alla luce di certi fatti veramente scandalosi che sono avvenuti in passato e che ho l'impressione avvengano tutt'ora: ricordo di averlo già detto in quest'aula, quando ci fu l'annullamento del capitale della Chatillon: il capitale va a zero, si invitano poi gli azionisti a sottoscrivere le nuove azioni a 150 lire e appena chiusa la sottoscrizione il titolo passa a 300 lire. Che cosa significa ciò? Indubbiamente, con la certificazione queste cose non avverrebbero, ma quante ne sono avvenute finora? In quale misura tutta l'organizzazione della borsa può collaborare a sanare, almeno dal punto di vista psicologico, il mercato e, di conseguenza, il risparmiatore? Quando nel 1962 e nel 1963 le quotazioni avevano raggiunto limiti altissimi, addirittura oltre 100 rispetto al 1938, il risparmiatore che si è avvicinato alla borsa si è sentito ricco, anzi, tutti si sentivano ricchi in quel momento, poi è crollato tutto; con la nuova regolamentazione di cui abbiamo sentito parlare, avremo la sicurezza che chi si avvicina alla borsa sarà sufficientemente cautelato?

**P A S T O R I N O .** Avevo ritenuto di astenermi dall'intervenire, non per una questione di buon gusto, nè per una questione di incompatibilità, ma perchè il tempo non è molto e occorre limitare una discussione, già d'altronde sufficientemente approfondita dopo l'ampia esposizione fatta dai nostri invitati. L'intervento del senatore De Falco — parlando con tutto il rispetto possibile per quelli degli altri — ha puntualizzato l'aspetto più dolente di una certa situazione e, per conseguenza, desidero prendere la parola agli effetti del verbale, certamente, però, senza arrogarmi alcuna rappresentanza.

Premesso che l'aggio in quanto tale è reato di difficile configurazione, io ho la convinzione che esso non sia così frequente come si è detto, almeno nel senso puro e semplice della parola. Alcuni fenomeni di carattere speculativo evidenziatisi nella borsa italiana dipendono da cause varie, a vol-

te da contingenze del tutto involontarie. Ricordo la violenta caduta dei prezzi, del tutto artificiosa, che si ebbe nel 1955, allorchè ci si approssimò alla discussione parlamentare che portò all'approvazione di quell'articolo 17 della legge tributaria che poi fu constatato talmente inutile, controproducente e negativo al punto che lo stesso Ministro che l'aveva proposto ne chiese poi l'abolizione.

Lei, senatore De Falco, si domanda se una nuova regolamentazione servirà ad eliminare quelli che lei chiama «reati di aggio», con conseguenti effetti positivi nei confronti del risparmiatore che si avvicina alla borsa.

A titolo del tutto personale debbo dire che può essere fatto un notevole passo in avanti per mezzo di tutto ciò che perfeziona l'istituto, mediante il buon funzionamento della CONSOB — della quale auspico l'immediata nomina — e degli organi di borsa, oltrechè mediante i mezzi tecnici che possono essere forniti dal progresso riguardanti l'informazione e in particolare la attendibilità e frequente periodicità dei dati forniti dalle società. A tutto questo mi permetterei di aggiungere la maggiore maturità e competenza della nuova classe degli agenti di cambio ed anche degli operatori subordinati di banca, i quali, preoccupati di arricchire le loro note caratteristiche con un ampliamento provvisorio di lavoro, non vanno tanto per il sottile. Tutte queste norme ed una maggiore chiarezza costituiscono una serie di preziosi elementi a cui va aggiunto, in un quadro di progresso sociale e politico, il concetto di redditività e, per conseguenza, di interesse che può avere il risparmiatore che investe danaro in titoli verso i quali è stato ben indirizzato da operatori sia di banca che di borsa. A questo proposito il risparmiatore deve anche avere una visione più strategica e ampia, se risparmiatore è, perchè nel mondo succedono cose nuove che hanno una loro incidenza.

Un sistema come il nostro è impostato sulla società per azioni per cui, una volta esaurito l'impegno dei soci all'autofinanziamento — dimenticato in questi anni e fronteg-

giato da indebitamenti ad altissimo tasso — si provvede alla remunerazione. Non è tanto un problema di quantità di remunerazione quanto di qualità di distribuzione e di ritorno alla economia nazionale della distribuzione degli utili. Ritengo questa parte auspicabile e realizzabile anche a livello di impegno parlamentare e di dichiarazioni di buona volontà che sono recepite e registrate dagli operatori.

Inoltre, impedire l'aggio va bene, ma io penso che non sia possibile nei riguardi di tutto ciò che deriva dalla dinamica economica nazionale e internazionale. A questo proposito vorrei citare un titolo che credo sia al di sopra, per le sue vicende, di ogni sospetto di manovra e di perturbazione artificiale del mercato: le azioni Alitalia, che molti ricorderanno, sono state collocate sul mercato ad un certo prezzo che non ho presente, ma comunque molto alto; numerosi risparmiatori, attirati dal trasporto aereo e dalla partecipazione allo sforzo della nazione per la compagnia di bandiera, hanno sottoscritto tali azioni. Senza che vi fosse alcun aggio, ma solamente in conseguenza di determinati fatti aziendali e in particolare per l'aumento del petrolio, la società si è avviata verso un *deficit* che ha depresso le quotazioni. In questo caso, ripeto, non c'è stato alcun gioco o speculazione.

Esistono, poi, fattori contingenti e d'altra parte l'oscillazione dei prezzi è nel mercato, che non sarebbe tale senza volontà speculativa. Tanto è vero che, recentemente, anche la Borsa di Londra, fornita di mezzi giuridici perfezionati rispetto ai nostri, ha subito macroscopiche oscillazioni, superiori a quelle italiane.

**P R E S I D E N T E .** Ringrazio i signori Giannini, Aletti, Falletti e Natali della cortesia usataci e delle risposte fornite.

Il seguito dell'indagine è rinviato alla seduta di domani.

*La seduta termina alle ore 19.*