

SENATO DELLA REPUBBLICA

VI LEGISLATURA

6^a COMMISSIONE

(Finanze e tesoro)

INDAGINE CONOSCITIVA

SUL FUNZIONAMENTO DELLE BORSE VALORI IN ITALIA

(articolo 48 del Regolamento)

Resoconto Stenografico

2^a SEDUTA

MERCOLEDÌ 5 FEBBRAIO 1975

Presidenza del Presidente VIGLIANESI

INDICE DEGLI ORATORI

PRESIDENTE	Pag. 27, 30, 39 e <i>passim</i>	CARONE	Pag. 35, 36, 38 e <i>passim</i>
BERGAMASCO	40	GESTRI	27, 36, 37 e <i>passim</i>
BORSARI	42, 43	GIANNONI	33, 34, 35 e <i>passim</i>
DE FALCO	31, 33, 34 e <i>passim</i>	PELLEGRINI	36, 37, 41
DE PONTI	34, 42		
PASTORINO	33, 34, 42		
PAZIENZA	32		
PINNA	33, 37		
RICCI	31		
SEGNANA	40, 41, 43		

6^a COMMISSIONE

2° RESOCONTO STEN. (5 febbraio 1975)

Intervengono alla seduta, a norma dell'articolo 48 del Regolamento, il Presidente e il Segretario generale dell'Unione italiana delle Camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura, Silvano Gestri e Adolfo Pellegrini, il capo ufficio studi della Camera di commercio di Roma, Mario Giannoni, ed il segretario generale della Camera di commercio di Milano. Giuseppe Carone.

La seduta ha inizio alle ore 10,10.

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

PRESDENTE. L'ordine del giorno reca il seguito dell'indagine conoscitiva sul funzionamento delle borse valori in Italia. Oggi abbiamo il piacere di avere con noi il Presidente e il Segretario generale dell'Unione italiana delle Camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura, Silvano Gestri e Adolfo Pellegrini, il capo ufficio studi della Camera di commercio di Roma Mario Giannoni e il Segretario generale della Camera di commercio di Milano Giuseppe Carone. Diamo loro un cordiale benvenuto ringraziandoli per avere accettato il nostro invito.

Ricordiamo succintamente i motivi della nostra indagine, che è partita dalla preoccupazione conseguente alla crisi delle borse valori in Italia, dalla crisi cioè che ha investito la loro difficile opera di mediazione tra il mondo del risparmio e quello dell'impresa. L'indagine tende a stabilire: quali possono essere le cause di tale crisi e quali le proposte di innovazione e di modifica per ridare fiducia ai risparmiatori e possibilità finanziarie all'impresa. Tutto questo visto in stretto rapporto con gli argomenti trattati ieri in questa sede con i rappresentanti degli agenti di cambio, principalmente: quali sono le possibilità di ammissione alla quotazione di nuovi titoli azionari; secondo quali parametri identificare una « soglia » oltre la quale si verifica l'ammissione obbligatoria dei titoli in borsa; valutazioni in ordine al problema delle quotazioni di titoli azionari e

steri; funzioni e compiti della CONSOB (Commissione nazionale sulle società e le borse); giudizi e valutazioni — se ne potete dare — sul mercato ristretto e sulla attività di intermediazione svolta dalle banche: anche se non sono problemi di vostra precipua competenza, tuttavia sono temi che presentano qualche connessione con la vostra attività; infine pareri sull'ordinamento professionale degli agenti di cambio e su quali possibili evoluzioni si possono auspicare.

Il nostro colloquio sarà certamente chiaro e concreto, in modo che noi possiamo trarne qualche elemento nuovo e utile nell'interesse dell'economia di tutto il paese.

Come è ormai prassi consolidata possiamo ascoltare le relazioni dei nostri ospiti, alle quali seguiranno le domande dei commissari, e quindi la replica degli interessati alle domande.

Do la parola al Presidente dell'Unioncamere, Silvano Gestri.

GESTRI. Signor Presidente, onorevoli senatori, ringrazio vivamente per l'invito rivoltomi.

Alcuni mesi fa, avuta notizia dell'intenzione della Commissione finanze e tesoro del Senato di conoscere il pensiero delle Camere di commercio, nel quadro dell'indagine conoscitiva sul funzionamento delle Borse valori in Italia, abbiamo raccolto la documentazione necessaria per approfondire la tematica e la problematica delle dieci Borse valori esistenti oggi in Italia.

Il rapporto, che contiene le notizie raccolte, è stato distribuito a tutti i presenti. Le notizie si fermano al dicembre 1973: del resto l'anno testè trascorso presenta tali anomalie che ogni opinione che si fondasse soltanto sugli avvenimenti dell'ultimo anno, risulterebbe falsata da fatti contingenti; mentre l'eventuale revisione dell'ordinamento delle nostre Borse valori, pur avendo riguardo a possibili situazioni eccezionali, deve prendere le mosse da un quadro di riferimento di lungo periodo.

La mia qualità di presidente dell'Unione italiana delle Camere di commercio mi pone in una posizione delicata, nel riferire

sulle Borse valori, perchè esistono atteggiamenti diversi nello stesso nostro ambiente camerale, differenziandosi le opinioni degli amministratori di Camere di commercio presso cui funzionano le Borse valori, in relazione alla rilevanza di queste ed alla rispettiva caratterizzazione. Tuttavia, al di là delle mie possibilità di sintesi, ritengo di potermi esprimere con maggiore imparzialità ed obiettività, perchè presiedo una Camera di commercio che non è sede di Borsa valori; e questa circostanza mi ha consentito e mi consente di affrontare il problema da un punto di vista scevro da preoccupazioni di carattere meramente locale.

Ma desidero immediatamente sottolineare che la diversità delle opinioni e delle situazioni deriva essenzialmente dalla « povertà » del nostro mercato mobiliare ed in particolare del mercato azionario.

Probabilmente, se ci trovassimo di fronte a un mercato « ricco » e che conoscesse una espansione proporzionale o addirittura più che proporzionale all'espansione del sistema economico, le opinioni sarebbero concordi sulla necessità di potenziare con ogni mezzo tutte le Borse valori, ed addirittura di rendere più capillare il sistema.

Sono consapevole che — al di là di una considerazione delle particolari condizioni del mercato italiano, — esistono concettualmente due posizioni diverse sul ruolo delle Borse valori, ed in particolare sul rapporto tra queste ed il mercato di sportello, rappresentato dal sistema bancario.

La prima di esse, che storicamente spiega le ragioni della pluralità delle Borse valori in Italia, considera queste ultime mercati di approvvigionamento dei titoli ove convergono in forma privilegiata gli ordini dei risparmiatori.

La seconda attribuisce una importanza maggiore, nella raccolta degli ordini, al sistema bancario, ed al sistema degli esercenti la commissione in genere, e conferisce alle Borse una funzione di luogo di incontro della domanda e dell'offerta prevalentemente dei grossi risparmiatori e delle banche, le quali portano in Borsa solo i saldi di ordini non compensati al loro interno.

Evidentemente, nella differenziazione degli atteggiamenti degli amministratori camerale, si riflettono anche queste due concezioni.

Da quanto sopra esposto desidero trarre lo spunto per svolgere un'altra considerazione. Da tempo mi vado convincendo che le normative generali hanno molto spesso maggiori effetti, rispetto alle normative specifiche, in un settore così sensibile come quello economico.

Orbene, sarebbe più facile legiferare in materia di Borse valori, adattando con più aderenza le norme alle reali esigenze del mercato, se fosse più chiaro e deciso l'orientamento del legislatore circa il reperimento di mezzi finanziari da parte delle nostre imprese, e se la normativa fiscale fosse sempre coerente con gli indirizzi prevalenti.

È ben noto, infatti, che ogni impresa, ogni azienda, può attingere i mezzi finanziari solo da tre fonti:

- dall'autofinanziamento;
- dal mercato creditizio;
- da apporti esterni di capitali di rischio.

Orbene, ogni normativa specifica sulle Borse, potrà agevolare, ma non condizionare la possibilità per le aziende di attingere al mercato dei capitali di rischio, mercato che è regolato dalla più ampia legislazione riguardante i titoli azionari ed obbligazionari, dalla legge bancaria, nonché dalle disposizioni in materia fiscale, ed infine dagli indirizzi generali in materia di intervento pubblico nell'economia.

Anche se il ricorso al mercato dei capitali di rischio sarebbe il più coerente con gli obiettivi del nostro sistema economico, si deve riconoscere che l'esame delle norme oggi esistenti non incoraggia adeguatamente l'investimento del risparmio familiare in titoli azionari, e obbliga invece allo squilibrato ampliamento del ricorso al credito, che diventa condizionante delle decisioni fondamentali delle nostre aziende, e che rischia di trasferire i centri decisionali al di fuori dell'ambiente imprenditoriale. Si assiste così all'inizio di una trasformazione del sistema creditizio, che tra l'altro non ha ancora oggi una organizzazione idonea ad una

adeguata azione di controllo e di gestione delle decisioni d'impresa. Mancano infatti nel nostro paese, le vere e proprie banche d'affari, con limitate eccezioni.

La diversa problematica delle più importanti Borse e delle Borse minori (intendendo per tali quelle in cui operano meno agenti e che hanno un volume di affari ridotto), trae dunque origine specialmente dallo scarso volume di affari derivante dalla presenza rarefatta del risparmio delle famiglie nelle Borse stesse, ciò che si accompagna ad un aumento della quota del mercato mobiliare nelle mani delle società finanziarie e di enti pubblici. Unità queste che non sono clienti delle Borse, che cioè di norma non operano in Borsa.

Gli altri aspetti del mercato mobiliare hanno tutti attinenza con la scarsa convenienza, e quindi con la scarsa presenza del risparmio, ad orientarsi verso detto mercato. Il limitato sviluppo dell'offerta del materiale mobiliare disponibile, anzi le conseguenze della nazionalizzazione dell'energia elettrica che repentinamente sottrasse al mercato numerosi titoli; la scarsa diversificazione per settori di attività del mercato mobiliare; il ritardo nella emanazione di norme riguardanti le cosiddette « azioni di risparmio »; ed infine la stessa minore attenzione delle Camere di commercio ai problemi della Borsa, in attesa che una rianimazione del mercato fornisse indicazioni valide per orientare le misure di adeguamento delle strutture alle necessità reali; sono tutti fattori che hanno via via ridotto la funzione delle Borse nello svolgimento del mercato mobiliare.

Si introduce, fra i temi esposti, anche quello dei rapporti tra Camere di commercio e Borse valori, ampiamente trattato nel rapporto predisposto dall'Unioncamere, ed al quale rinvio per una migliore comprensione del problema.

Ricordo tuttavia brevemente che la legislazione, in proposito, prevede che le Camere di commercio gestiscano le Borse, provvedendo alle spese, ma altresì partecipando alle entrate. In questo concetto era implicito che la funzione delle Camere di commercio di prestare la sede, il personale, ecce-

tera, trovasse come corrispettivo entrate sufficienti alla copertura delle spese stesse; e che quindi la Camera di commercio avesse la funzione di limitare i prelievi all'essenziale, per assicurare la sola copertura di dette spese.

Invece lo scarso sviluppo della trattazione di titoli azionari, e l'ampliamento della quota del mercato di quella parte del reddito fisso che è quotato di diritto, — e che non paga sino ad oggi, consuetudinariamente, diritti di Borsa — hanno determinato un flusso di entrate inferiore ai costi di gestione delle Borse, senza che le Camere di commercio promuovessero l'aumento dei loro prelievi, ritenendo di rispondere alla esigenza pubblica di non costituire ulteriori remore al ricorso al mercato borsistico.

Il problema dell'equilibrio tra entrate e spese per le Borse non è tuttavia drammatico, e le Camere di commercio sono senz'altro ancora oggi in grado di assicurare, nei termini attuali, il funzionamento delle Borse esistenti. Qualche difficoltà sorgerebbe, però, se una nuova legislazione intendesse realizzare una serie di attrezzature utili per lo sviluppo del mercato azionario, in tempi brevi; perchè oggi le Camere di commercio sono alle prese con i problemi posti dalla prima applicazione della riforma tributaria, che ha bloccato le entrate delle Camere di commercio ai livelli del 1973, proprio in un momento di rapida crescita dei costi, in conseguenza del ben noto processo di inflazione.

Si tratta comunque di aspetti marginali di una problematica di ben più ampio respiro, anche se nella qualità di presidente dell'Unioncamere ho il dovere di prospertarli.

Al di là delle indicazioni per la normativa generale in materia fiscale, nonchè della creazione di strumenti speciali per la raccolta del risparmio e per il suo indirizzo verso il mercato borsistico, una sintesi del pensiero delle Camere di commercio in merito alla tematica delle Borse si incentra nei seguenti punti:

A) Necessità di adottare una politica organica ed articolata, informata al principio generale di fare delle Borse valori dei « mer-

cati dell'effettivo», il che comporta una rianimazione delle Borse minori ed implica un aumento della densità delle contrattazioni, specialmente per i titoli azionari. Tale politica dovrebbe così articolarsi:

1) potenziamento delle strutture delle Borse ed in particolare curando la meccanizzazione delle operazioni di borsa e il miglioramento degli uffici a servizio degli operatori, con la creazione di uffici di assistenza e di informazione e, nelle piazze maggiori, di uffici studi e sviluppo;

2) costituzione di una società di deposito dei titoli quotati del tipo « Sicovam » francese.

B) Inoltre si dovrebbe rafforzare la posizione dell'agente di cambio, mediante:

a) l'istituzione del ruolo unico nazionale, con facoltà dell'agente di cambio di avere uffici in qualsiasi piazza;

b) l'aumento del sistema di garanzie offerte dagli agenti di cambio, anche mediante la creazione di un fondo nazionale di garanzia;

c) il riconoscimento del diritto degli agenti di cambio a costituire, tra di loro e con terzi, società per lo svolgimento della professione;

d) il riconoscimento all'agente di cambio dell'esclusiva della mediazione sia in Borsa che fuori Borsa;

e) il riconoscimento all'agente di cambio di costituirsi in contropartita per operazioni per contanti per titoli non quotati, e di prestare servizi vari accessori, come la gestione di portafogli.

Coerentemente con questi principi si dovrebbe:

vietare l'organizzazione di borsini;

disciplinare il mercato ristretto come mercato di acclimatazione o di contrattazione di titoli non negoziabili ufficialmente;

diversificare il sistema di contrattazione in Borsa, attualmente basato sul sistema delle grida, con altri sistemi idonei per titoli a scarsa densità di contrattazione (sistema per opposizione, per *boites*, eccetera);

introdurre il principio generale che la quotazione di un titolo ha luogo contempo-

raneamente per tutte le Borse, con limitate eccezioni per titoli locali.

Conseguentemente, come ultimo aspetto, si dovrebbe rivedere il meccanismo di esazione dei diritti, eventualmente applicando limitati diritti di quotazione anche sui titoli pubblici e garantiti dallo Stato oggi consuetudinariamente esentati da questi oneri, ed applicando oneri più consistenti sulle Banche che abbiano loro osservatori o che chiedano collegamenti mediante terminali nelle Borse; si potrebbe così determinare un più alto tasso di copertura, con entrate specifiche, delle eventuali spese straordinarie da sostenersi dalle Camere di commercio per le attrezzature idonee a rendere moderno ed efficiente il sistema di comunicazione delle informazioni di Borsa e più in generale per l'ammodernamento delle Borse.

Le opinioni formatesi nell'ambiente delle Camere di commercio, e da me riferite, si ispirano all'esigenza di assicurare la « trasparenza » del mercato azionario, obiettivo incompatibile con il mantenimento dell'attuale sistema che vede i principali operatori, per i valori azionari, operare fuori dalle Borse.

Si ispirano inoltre al desiderio di ampliare la partecipazione dei cittadini allo sviluppo dell'economia, fondato sullo sviluppo dell'imprenditoria privata, e di una imprenditoria pubblica che risponda a criteri di economicità e quindi di remunerazione del capitale investito. In definitiva si ispirano al desiderio di veder riconosciuto il ruolo del profitto nella nostra economia.

Desidero concludere prospettando che un sistema efficiente di Borse valori consentirebbe anche la realizzazione di forme di mercato, aperte al pubblico, per la contrattazione di valori a breve termine (Buoni del Tesoro, accettazioni bancarie e simili), in modo da realizzare un mercato monetario aperto al risparmio personale.

P R E S I D E N T E . La ringrazio, dottor Gestri, per la chiarezza e completezza della sua esposizione. Passiamo ora alle domande.

D E F A L C O . Uno dei motivi ricorrenti in materia è quello della unificazione di tutte le operazioni di Borsa nella Borsa stessa, con esclusione quindi — per esempio — delle banche. Ora, lei, dottor Gestri, ha affermato che chi deve operare in Borsa — operare in senso lato, intendo, dal risparmiatore al grande finanziere — tende a preferire la banca piuttosto che gli agenti di cambio. Proprio questi ultimi ci hanno fatto sapere nella seduta di ieri che, in caso di insolvenza, essi rispondono solidalmente per risarcire il danneggiato fino alla misura massima del 25 per cento. Anche per le banche c'è una limitazione al risarcimento, oppure questo è totale? Allo stato dei fatti, quindi, non è forse in una questione di sicurezza che deve ricercarsi una delle ragioni (ce ne sono altre, evidentemente...) per cui chi deve operare in borsa si orienta preferibilmente verso le banche?

Poi un'altra questione. Lei, dottor Gestri, diceva che la nostra borsa è un mercato asfittico, un mercato povero che va potenziato con ogni mezzo. Voi ci avete consegnato questa mattina dei documenti — come è già avvenuto ieri da parte dei rappresentanti degli agenti di cambio — dei quali non abbiamo avuto il tempo di prendere visione. Certo è che se avessimo potuto esaminarli saremmo più edotti in materia e potremmo fare un dialogo più approfondito.

Tuttavia a pagina 10 del prospetto consegnatoci questa mattina leggo che le Camere di commercio tra i loro vari compiti hanno quello di ammettere alla quotazione titoli o di deliberarne l'esclusione. Ora, se il mercato azionario italiano è un mercato povero, che ha bisogno di essere ampliato e potenziato, mi sembra che tale dovere compete in modo particolare alle Camere di commercio. Insomma gli agenti di cambio si lamentano perchè il mercato mobiliare è asfittico, le Camere di commercio convenono che è povero, però le stesse Camere di commercio che hanno la possibilità di ampliarlo non provvedono. Gradirei conoscere il perchè di tale situazione poco chiara, almeno ai miei occhi.

Sempre a pagina 10 si dice che alle Camere di commercio compete di formulare

i regolamenti speciali di borsa che vanno assoggettati all'approvazione ministeriale ed altre attribuzioni che si rilevano dall'articolo 67 della legge 20 marzo 1913, n. 272; e dall'articolo 24 del decreto-legge 9 aprile 1925, n. 376. Ciò premesso, se è vero che le nostre borse funzionano come funzionano, è anche vero che i casi sono due: o le Camere di commercio non formulano proposte per i regolamenti speciali di borsa, oppure le Camere di commercio formulano proposte in tale materia e chi le deve poi avallare o portare eventualmente all'esame del Parlamento, cioè l'organo di controllo, il Ministero del tesoro, se ne disinteressa. In ultima analisi vorrei sapere di chi è la responsabilità della situazione in cui si trova il nostro mercato mobiliare.

Noi sappiamo che spesso le nostre borse sono caratterizzate da discrasie tali per cui si arriva a vere e proprie *kermesse* e tutti i titoli salgono alle stelle anche quelli di minor conto. Non è un mistero per nessuno che qualche tempo fa, durante uno di questi particolari periodi una società in stato fallimentare, cioè sotto controllo giudiziario, riuscì a far salire le quotazioni delle proprie azioni.

Vorrei sapere se il verificarsi di questi fenomeni dipende dalla carenza di regolamenti validi, dato che quelli vigenti sono vecchi di molti decenni?

Ancora una precisazione. A pagina 11 dello stampato consegnatoci leggo che le Camere di commercio hanno il compito di « limitare temporaneamente con delibera motivata e salva l'approvazione ministeriale, la negoziazione di alcuni titoli al solo contante ». Qualche volta questo è avvenuto, ma io mi chiedo se tale metodo non potrebbe essere usato più spesso, in modo che le Camere di commercio possano intervenire con la dovuta tempestività a limitare la negoziazione di alcuni titoli al solo contante, tutte le volte che ciò si renda necessario.

R I C C I . Signor Presidente, vorrei formulare due domande. Una di carattere più generale che serve anche a chiarirmi le idee in una materia così contraddittoria come quella del mercato mobiliare. In effetti la

contrattazione di borsa deve servire per un investimento di risparmi in titoli che siano rappresentativi di aziende che per la loro solidità economica siano in grado di garantire il risparmiatore; e che per le loro possibilità di sviluppo siano in grado di garantire al risparmiatore una certa remunerazione al risparmio.

Si dice che le azioni quotate in borsa, dopo una certa acclimatazione nel mercato ristretto e attraverso una certa selezione, sono già riconosciute in possesso di tutte queste garanzie. Infatti l'acclimatazione delle azioni attraverso la contrattazione nel mercato ristretto rappresenta l'esame preliminare dopo il quale i titoli possono essere ritenuti idonei ad essere ammessi alla quotazione di borsa. Si dovrebbe quindi presumere che le azioni, una volta quotate in borsa, rappresentino un soddisfacente impiego del risparmio, sia sotto il profilo della solidità dell'azienda che sta dietro alle azioni, sia come probabilità per il risparmiatore di avere un utile sotto forma di aumento del valore delle azioni.

In realtà nel nostro paese si è verificato più volte che dei titoli sono passati dal mercato ristretto al mercato ufficiale, hanno cioè ottenuto l'abilitazione ad essere quotati in borsa, e poi si sono rivelati privi delle due caratteristiche fondamentali: cioè rappresentare aziende economicamente valide, che avessero buone possibilità di incremento. Tanto è vero che ci sono titoli che fanno storia: basterebbe considerare i titoli Montedison che sono scesi ad un livello mai registrato nella storia delle borse del nostro paese, mi pare 670 lire, tenendo presente che quando scesero al di sotto delle mille lire costituirono già una grossissima sorpresa negativa. Senza contare l'aleatorietà degli investimenti non dico a breve ma anche a medio termine per ottenere risultati economicamente apprezzabili per l'investitore, rispetto alla garanzia del maggiore interesse che viene corrisposto dagli istituti bancari.

Naturalmente, non mi riferisco qui ai grossi finanziatori che investono in Borsa e vi giocano per scambiarsi i pacchetti, per far scalate alle aziende; mi riferisco a quel

tipo di risparmio che si vuole incrementare, il cosiddetto risparmio familiare. Sarà molto difficile in questa situazione poter fare affluire capitali alle aziende da parte di risparmiatori medi e piccoli, fino a quando la Borsa non riuscirà a fornire anche al risparmiatore, il quale disponga di una certa somma da poter investire in un titolo, in un'azione sicura, una sufficiente informazione e un ragionevole margine di speranza che il suo investimento sia produttivo e non si traduca in un fatto negativo.

Un chiarimento vorrei poi per quel che riguarda specificamente le dichiarazioni che ci ha fatto stamani il Presidente dell'Unioncamere, che ringrazio per la chiarezza espositiva. Egli riconosce che le Camere di commercio non hanno dedicato in questo periodo una sufficiente e continua attenzione all'attività delle Borse, in attesa che una riattivazione del mercato fornisca più validi elementi. Mi chiedo invece se non sia il caso che le Camere di commercio seguano attentamente l'attività del mercato mobiliare, indipendentemente dall'andamento della economia generale e dalle possibilità che il mercato offre, sì da trarne indicazioni — e provvedimenti se necessario — per cercare di eliminare la possibilità che si verificano le disfunzioni lamentate anche tra le righe della relazione ascoltata.

P A Z I E N Z A Signor Presidente, trovo a pagina 4 della relazione e a pagina 17 del rapporto (là dove si parla rispettivamente delle conseguenze della nazionalizzazione dell'energia elettrica e dell'assenza di risparmio delle Borse) due passi che lascerebbero ritenere che a monte di questa rarefazione del mercato mobiliare vi sia sostanzialmente la sfiducia del risparmiatore, e che questa sfiducia tragga origine da fatti politici.

Io le parlo in questo momento non soltanto come senatore della Repubblica, ma anche come risparmiatore: quando esistono partiti politici di maggioranza che, attraverso fumose teoriche da tavolino, conducono una battaglia contro la rendita, contro il profitto, contro i parassiti, ma in definitiva contro il risparmio, come si può pretendere che il risparmiatore si accosti alla Borsa

o al mercato mobiliare? Con quale fiducia? per veder magari dissolvere i propri risparmi, come dopo la nazionalizzazione dell'industria elettrica? Le chiedo quindi se non ritenga che il risparmio debba essere mobilitato semmai anzitutto attraverso scelte politiche, solenni dichiarazioni politiche — confermate poi naturalmente dai fatti — che assegnino al risparmio il ruolo pilota che è giusto debba avere in una moderna società.

PINNA. Il dottor Gestri nella sua interessante esposizione ha messo in luce la povertà del mercato mobiliare e azionario e ha auspicato il rafforzamento del ruolo e della funzione delle Camere di commercio, come strumento attraverso il quale uscire dalla crisi in cui si dibatte ormai da tempo la Borsa italiana. Mi chiedo tuttavia come sia possibile rivitalizzare il mercato dei capitali di rischio, quando è nota l'insufficienza dell'autofinanziamento delle imprese. Ora, in assenza di una propensione verso l'autofinanziamento, che significa in pratica fiducia nelle intraprese industriali, come si può pretendere che il risparmio vada, sia pure attraverso l'intermediazione, al capitale di rischio?

Si afferma da più parti che la struttura finanziaria e borstistica italiana favorisce un gioco spregiudicato, di tipo predatorio, che opera sistematicamente a danno di innumerevoli categorie di sprovveduti risparmiatori, all'interno di un quadro istituzionale che di fatto consente e legittima la ricorrente decurtazione o il pratico spossessamento del loro peculio. E allora, senza l'istituzione della Commissione nazionale sulle società e le borse, per reclamare la trasparenza dei bilanci, come è possibile pensare di rivitalizzare il mercato?

Altro punto: se si vuole evitare che sussista ancora la licenza di espropriare il risparmio (vedi i casi Bastogi e tutti quelli ricordati ieri dall'onorevole Pastorino nel suo interessante intervento), ci sembra indispensabile una più ampia collaborazione tra le Camere di commercio, gli agenti di cambio e la stessa CONSOB.

Dov'è infine da identificare il punto di vista delle Borse e delle Camere di commercio

sui provvedimenti da adottare, specialmente sulla funzione delle singole Borse, cui si accenna nella relazione di questa mattina, e quali sono state le disfunzioni che si sono verificate durante il famoso sciopero dell'aprile dell'anno scorso, tra la Camera di commercio e la Borsa valori di Milano?

GIANNONI. Il senatore De Falco accenna (primo punto) al fatto che i risparmiatori preferiscono servirsi delle banche per le loro operazioni...

DE FALCO. No, non mi riferivo ai soli risparmiatori, ma a tutti gli operatori.

GIANNONI. Comunque, i motivi sono due. Anzitutto, il risparmiatore preferisce le banche, data la struttura capillare di queste ultime, che coi loro sportelli arrivano in ogni piccolo centro; in secondo luogo, c'è la questione della garanzia: gli agenti di cambio offrono tre linee di garanzia, date dalla cauzione, dal fondo individuale e dal fondo comune, che risponde delle perdite fino alla misura del 25 per cento del loro ammontare; la banca invece fornisce una garanzia totale, al cento per cento.

Direi che sono due rischi completamente diversi, anche perchè diversi sono il ruolo e le modalità con cui la banca opera, rispetto all'agente di cambio.

PASTORINO. Non voglio mimetizzare la contrapposizione banca-agente di cambio. Ma per quanto attiene al rischio, recenti avvenimenti hanno dimostrato che la banca non ha fronteggiato un bel niente. In linea di ipotesi si può ritenere che la banca, essendo una struttura macroscopica, di fronte ad insolvenze truffaldine dei suoi funzionari, risponde di tutto verso il cliente. Ma in altri casi la banca non fronteggia nulla. Il cliente di una banca che fallisce rimane partecipe e vittima del fallimento, come se avesse affidato i suoi titoli all'agente di cambio. Anzi, in questo secondo caso la categoria degli agenti di cambio gli garantisce un rimborso pari al 25 per cento del suo capitale.

6^a COMMISSIONE

2° RESOCONTO STEN. (5 febbraio 1975)

DE FALCO. Vorrei chiarire i termini della domanda da me posta, e per farlo prendo ad esempio il caso Marzollo, a tutti noto. Dei risparmiatori, anche a livello di piccole famiglie, hanno investito in borsa e poi hanno consegnato i loro titoli a Marzollo, anche perchè effettuasse operazioni successive che avrebbero dovuto tornare a vantaggio di tutti. L'agente di cambio ne ha fatto un uso personale non curandosi degli interessi dei clienti. Alla resa dei conti è successo che molti piccoli risparmiatori hanno subito un notevole danno, sono stati addirittura rovinati. Se quei risparmiatori avessero affidato i loro titoli alla banca, e la vicenda fosse avvenuta per colpa di uno dei suoi funzionari, la banca si sarebbe assunta tutte le responsabilità e tanta gente non sarebbe stata rovinata, sarebbero stati risarciti.

PASTORINO. La questione si ribalta perchè se il funzionario di banca ha agito in malafede, la banca fronteggia le perdite per intero, mentre chi si è affidato all'agente di cambio recupera solo il 25 per cento dei suoi titoli. Ma nel caso che lei non ha contemplato, nel caso cioè che la banca fallisca, il cliente perde tutto. Questo non avviene affidandosi all'agente di cambio, poichè il rimborso del 25 per cento del patrimonio mobiliare è sempre garantito.

DE FALCO. Comprendo bene quanto lei dice, ma in realtà la mia posizione poggiava sulla considerazione che è difficile ipotizzare il fallimento di una banca ad interesse nazionale.

GIANNONI. È una questione di probabilità di rischio.

Per quanto riguarda la seconda domanda rivolta dal senatore De Falco, dirò che le Camere di commercio ammettono a quotazione i titoli su domanda delle società interessate; quindi pure avendo il potere di ammettere a quotazione i titoli non possono determinare autonomamente l'allargamento e il potenziamento del mercato azionario senza che le società avanzino precise richieste in proposito.

DE FALCO. In realtà i rappresentanti degli agenti di cambio ieri, proprio in questa sede, hanno affermato che esistono numerosissime società che chiedono che i loro titoli siano ammessi a quotazione, ma tali richieste non vengono prese in considerazione.

DE PONTI. Riguardo a questo problema è necessario essere più precisi. In realtà i rappresentanti degli agenti di cambio hanno affermato che c'è la disponibilità di moltissime aziende pronte a far quotare le loro azioni in borsa, ma che non avanzano richieste in tal senso poichè quello che stiamo vivendo non è un momento favorevole.

DE FALCO. Credevo che il significato delle loro parole suonasse diversamente; comunque prendo nota della precisazione.

GIANNONI. Ed è giusto quanto hanno detto i rappresentanti degli agenti di cambio. Infatti esistono buone possibilità di allargare il mercato azionario, in quanto numerose società per azioni si trovano nella condizione di poter richiedere la quotazione in borsa dei loro titoli, ma attualmente non vi è nessuna convenienza a farlo da parte delle stesse società, per la situazione del mercato.

Per quanto riguarda il potere delle Camere di commercio in materia di formulazione dei regolamenti speciali di borsa, c'è da dire che esse si limitano a dettare disposizioni tecniche. Raramente tali regolamenti possono incidere in modo tale da consentire in pratica un miglioramento delle condizioni di contrattazione. Nonostante questo in molti casi le Camere di commercio hanno assunto iniziative proprie per migliorare sul piano pratico la normativa vigente.

Basti pensare alle procedure che vengono seguite per l'ammissione a quotazione dei titoli. In tali casi le Camere di commercio conducono indagini più approfondite ed estese di quanto non stabiliscano le leggi in materia. In genere le Camere di commercio, prima di introdurre un titolo nel mercato ufficiale, accertano che esso abbia un certo

grado di diffusione e offra le necessarie garanzie.

Per quanto riguarda la limitazione della negoziazione di titoli al solo contante, spesso volte le Camere di commercio sono intervenute per imporre tale procedura; e lo fanno ogni volta che i titoli presentano oscillazioni che non hanno chiare giustificazioni. L'ideale sarebbe che a fianco del mercato azionario a termine vi fosse un mercato per contanti bene organizzato, caratterizzato da una certa densità di contrattazioni. Ma questo esiste solo per il mercato obbligazionario.

CARONE. Prima di tutto bisogna rilevare che le borse valori hanno un carattere strumentale, costituiscono uno strumento tecnico che è valido e diventa più valido e più utile quando le linee della politica economica concorrono a convogliare nell'ambito delle borse quei fatti che le borse devono istituzionalmente considerare e trattare. Mi riferisco a quanto diceva il senatore Pastorino. Come possiamo convogliare il risparmio nelle borse valori, se il mercato mobiliare si comporta come abbiamo avuto modo purtroppo di constatare più volte? Certo è che non possono le borse o le Camere di commercio prevedere tutte le variazioni che sul mercato mobiliare si determineranno proprio in funzione della politica economica del paese. Gli stessi titoli Montedison, di cui si è parlato come un esempio eclatante, si sono comportati in un certo modo proprio in funzione dell'andamento dell'economia nazionale e della politica economica adottata dall'autorità di governo.

Dobbiamo quindi avere ben chiaro il carattere strumentale delle borse valori. Uno strumento che le Camere di commercio hanno tentato di valorizzare in ogni modo e continueranno ad operare in tal senso.

Ma c'è di più: le borse valori hanno bisogno di essere ristrutturare in termini di efficienza strumentale, e per questo occorrono molti miliardi. È noto il caso di Milano. Già l'anno scorso Milano aveva proposto di ricostruire la sua borsa valori per renderla più valida. Questo richiedeva un notevole impegno di miliardi di lire. Tuttavia l'inizia-

tiva era stata presa, ma questioni di localizzazione urbanistica non hanno consentito certe collocazioni, per cui il problema non ha ancora trovato soluzione.

Sull'unificazione in borsa di tutte le contrattazioni noi siamo perfettamente d'accordo, perchè questo è il solo modo per realizzare quella trasparenza del mercato mobiliare di cui si è parlato, che costituirebbe una garanzia per tutti gli operatori, grandi e piccoli. Le Camere di commercio non si oppongono certo alla concentrazione nelle borse valori di tutte le contrattazioni relative al mercato mobiliare.

A proposito del mercato, definito povero, occorre definire i limiti della funzione delle Camere di commercio. Queste non possono far nulla per arricchire il mercato: quando infatti opponiamo resistenza per determinati titoli, vuol dire che le informazioni ricevute non ne consentono l'ammissione in Borsa. Molto spesso veniamo accusati di non ammettere a quotazione con la dovuta tempestività questo o quel titolo, ma il fatto è che procediamo proprio con i piedi di piombo nell'interesse dell'economia e della collettività.

DE FALCO. Più che di resistenza, si tratta di trascuratezza, forse... Questo comunque non l'ho detto io!

CARONE. Non mi sembra si possa parlare di trascuratezza da parte delle Camere di commercio; al contrario, credo che esse siano molto caute in materia di ammissione di titoli. Quanto ai regolamenti, a Milano stiamo rivedendo tutto il regolamento del comitato di vigilanza per la stanza di compensazione, per renderne più agili i rapporti.

GIANNONI. Premesso, per quanto riguarda l'ammissione dei titoli, che non esiste una norma rigida per cui l'introduzione del titolo nel mercato ufficiale sia sempre preceduta da una quotazione sul mercato ristretto, bisogna distinguere fra due tipi di accertamenti. All'accertamento iniziale, che concerne le condizioni generali di solidità dell'azienda dovrebbero seguire tutta una se-

6^a COMMISSIONE

2° RESOCONTO STEN. (5 febbraio 1975)

rie di altri accertamenti, dato che le condizioni iniziali possono variare nel tempo, per cui occorre seguire la vita della società nel suo evolversi, sì da mantenere inalterate le garanzie (che allo stato attuale sono invece limitate al momento dell'introduzione del titolo).

Quando si parla di perdite dei risparmiatori, occorre tener presente che i movimenti che subisce il titolo possono essere di diversa natura. Vi sono infatti dei movimenti di carattere generale, connessi cioè alla situazione generale di liquidità del mercato, che determinano rischi per i quali non vi è possibilità di copertura; i tipi di fluttuazione contro i quali è invece possibile una certa garanzia sono quelli relativi alla vita interna delle aziende. La garanzia è in questo caso rappresentata esclusivamente da una adeguata informativa sulla struttura della società, che deve però accompagnarsi (ed è soltanto questa la vera garanzia per il consumatore) ad una altrettanto adeguata informativa sulla situazione generale del mercato. E qui ritorniamo a quanto detto in precedenza, per cui concentrando le operazioni in Borsa è possibile seguire in modo più adeguato la evoluzione della contrattazione di un titolo.

In tema di garanzia, occorre dire che, la azione essendo un titolo di rischio, questo deve dunque essere presente, ma deve anche essere compensato da una più alta remunerazione. Allo stato attuale invece questa non esiste, dato che il premio di rischio che l'azionista paga è a suo carico, e non rappresenta affatto elemento di maggior remunerazione.

Iniziative delle Camere di commercio per rianimare il mercato. Devo dire che le Camere di commercio hanno fatto parecchio in proposito. Molte sedi di Borse sono nuove e sono state costruite — vedi quella di Torino — nonostante non vi fosse al momento alcuna prospettiva immediata di rianimazione del mercato. Quasi tutte le Borse sono dotate di impianti meccanografici o elettronici di controllo delle quotazioni, per migliorare la qualità dei servizi, e le spese relative sono da noi sostenute. Un ulteriore intervento è stato poi fatto con sacrificio

finanziario anche più specifico e diretto: aderendo a un invito del Ministero del tesoro, le Camere di commercio hanno ridotto da circa due-tre anni i diritti di quotazione in tutte le Borse valori, allo scopo di alleggerire l'onere per l'introduzione del titolo sul mercato.

Ricorderò, per concludere, che la gestione delle Borse si risolve per le Camere di commercio in un pesante passivo, coperto dalle entrate di altri settori economici.

GESTRI. Desidero far notare al senatore Pazienza che nel mio intervento introduttivo non compare alcun giudizio sulla nazionalizzazione. Vi si trova invece la constatazione che numerosi titoli sparirono dal mercato, senza che si offrisse un ricambio adeguato. Quanto alla affermazione che, prima ancora di qualsiasi legge, il risparmio può essere mobilitato mediante certe impostazioni politiche, io posso anche essere d'accordo, anzi lo sono senz'altro. Ritengo tuttavia non sia per me opportuno intervenire su questo punto, trovandomi qui in veste di tecnico, quale rappresentante di un organismo che ovviamente non può andare al di là di certi limiti.

PELLEGRINI. Il Presidente della Unione ha posto dei limiti al suo discorso, però in effetti, tecnicamente, si deve dire che è possibile rianimare il mercato dei capitali di rischio in un modo soltanto: rivalutando la funzione del profitto, assumendo quindi un atteggiamento diverso nei confronti di questo.

Profitto, non rendita, che spese volte viene definita parassitaria per accentuarne lo aspetto negativo. E ciò perchè non è il corrispettivo di un rischio d'impresa. Tecnicamente questo è l'unico modo vero e concreto per rianimare il mercato. Purtroppo fra le parti politiche non c'è una intesa su questo; e pertanto gli intervenuti nell'economia sono carenti.

CARONE. Per quanto riguarda lo sciopero a Milano, indubbiamente l'ultimo periodo di sciopero a Milano ha inciso in una certa maniera sul funzionamento della Borsa.

6^a COMMISSIONE

2° RESOCONTO STEN. (5 febbraio 1975)

Noi trovammo però degli adattamenti acchè la Borsa non rimanesse chiusa per cinquantadue giorni — tanto durò lo sciopero — quando la Camera di commercio rimase occupata. Però a parte gli scioperi del passato, che ci sia la Camera di commercio o ci sia un altro ente che fornisca il personale alla Borsa, non vedo come la Borsa stessa possa aspirare ad avere personale che non possa scioperare. Gli scioperi determinano gli inconvenienti che determinano e questa volta è successo alla Borsa di Milano. Oggi c'è in atto lo sciopero dei magistrati e che vogliamo dire? Il fatto che ha scioperato il personale della Camera di commercio di Milano non è un motivo per dire che la Camera di commercio non serve, così come non si può dire che la Magistratura non serve. Non si può porre un parallelo fra sciopero della Camera di commercio e funzionalità della Borsa. Quando c'è sciopero la Borsa non funzionerà, o funzionerà difficoltosamente, perchè nella Borsa non ci sono solo gli agenti di cambio. Gli agenti di cambio hanno la collaborazione di tutta una serie di persone che operano con loro nell'ambito della Borsa.

PINNA. Non intendevo certamente io, che sono comunista, limitare il diritto di sciopero. Volevo riferirmi alla polemica che c'era stata, polemica che continua ancora. Volevo ricordare alla vostra cortesia quello che ha detto ieri il dottor Urbano Aletti, che tendeva ad escludere le Camere di commercio, tanto è vero che nel punto 2 della sua relazione rivendica a sè la gestione tecnica e la gestione amministrativa della Borsa attuata da organismi espressi dalla categoria degli intermediari professionali. Qui sembra ci sia una forte divergenza, che traspare da quel poco che ho potuto vedere dalla relazione che ci avete data, circa le prospettive del mercato ristretto.

GESTRI. Mi permetto soffermarmi sul discorso della posizione degli agenti di cambio, dei quali avete avuto ieri un quadro abbastanza chiaro. Su questa differenziazione, da parte nostra, almeno nella mia introduzione, ho cercato di rafforzare la posizio-

ne degli agenti di cambio, attraverso alcuni convincimenti e alcune proposte. Quindi da parte nostra non c'è assolutamente alcun desiderio di sviluppare un qualche cosa in contrasto con gli agenti di cambio, considerando invece gli agenti di cambio come elementi necessari del mercato mobiliare, con alcuni doverosi limiti. E quindi di fronte agli agenti di cambio, che vorrebbero che le funzioni delle Camere di commercio fossero assorbite da organismi espressi da intermediari professionali, diciamo invece che la funzione di controllo non può essere affidata ad organismi di quella natura.

PELLEGRINI. Queste polemiche nascono praticamente soltanto a Milano e non in altre sedi di Borsa, anzi in altre sedi gli atteggiamenti sono ben diversi. Però bisogna dire che l'attività delle Camere di commercio in materia di Borse risponde ad una funzione di interesse generale, esplicandosi anche nella funzione di controllo sull'operato degli agenti. Ora mi sembra strano che si ipotizzi di eliminare qualsiasi forma di controllo periferico, controllo che si è affidato ad Enti pubblici locali, come sono le Camere di commercio. Noi non abbiamo toccato questa parte delle competenze, perchè non si tratterebbe di riformare la Borsa eventualmente, ma di riformare le stesse Camere di commercio nelle loro funzioni. Perchè ci sembra, in definitiva, che sia doveroso, per enti locali che sono espressione delle categorie economiche, esercitare il controllo sull'attività degli agenti di cambio, nell'interesse generale. Che però la categoria degli agenti di cambio meriti un'attenzione particolare, e che effettivamente debba poter svolgere la sua funzione e non vederla limitata dall'attività di organismi che non hanno precipuamente compiti di intervento nel mercato mobiliare, sembra doveroso ed è stato sufficientemente messo in luce nell'intervento introduttivo del Presidente dell'Unioncamere.

GIANNONI. Vorrei aggiungere che in effetti ci sono due modelli di Borse: quello anglo-sassone, che è quello della Borsa autogestita, cioè un'amministrazione pri-

vata, come quelle di Londra e di New York, che sono gestite da agenti di cambio, che sono operatori, un sistema di operatori differenziati rispetto a quello italiano; e c'è il sistema europeo, principalmente il sistema francese dell'istituto pubblico. Borse come istituto pubblico in quanto organizzate, strutturate anche per una finalità pubblica. La Borsa non è uno strumento per realizzare gli interessi degli agenti di cambio. Gli interessi che convergono in Borsa sono molteplici: quelli dei risparmiatori, gli interessi delle società quotate, gli interessi degli agenti di cambio in quanto operatori di borsa. Quindi il carattere pubblico e quindi la presenza della Camera di commercio, di un ente pubblico, nella gestione della Borsa, risponde a questa molteplicità di interessi, ad una visione forse più attuale della funzione della borsa, che non sia quella dell'istituto privatistico gestito da agenti di cambio.

CARONE. Io forse avrei fatto a meno di questo intervento, perchè potrei essere considerato parte in causa, per essere a Milano. Prima erano sorte serie preoccupazioni sulla difesa del risparmio e sulla garanzia del risparmio. Indubbiamente la professione di agente di cambio è una professione di tipo privatistico che assolve in borsa ad una funzione di tipo pubblicistico. Ma la garanzia maggiore per questa funzione di tipo pubblicistico, non può essere che affidata ad un ente pubblico e in questo caso la Camera di commercio ha assunto decisamente e assolve a questa funzione. Le Camere di commercio vagliano con molta cautela, sentendo il parere degli stessi agenti di cambio e della deputazione di borsa, sull'ammissione o meno di un titolo, e credo che questo costituisce una garanzia degli stessi interessi degli agenti di cambio, oltre a quanto l'altro provvede la Camera di commercio nell'assicurare i servizi della Borsa.

DE FALCO. È pacifico che da parte nostra il controllo che deve dare al mercato mobiliare la Camera di commercio è fuori di dubbio. Solo il collega ha fatto la domanda per chiarire un contrasto che c'è. Volevo dire che il discorso che stiamo facendo

sul profitto — la tutela del profitto, la mancanza del profitto o lontano o vicino secondo i casi — secondo me non si pone, non è, in assoluto, possibile. Se un risparmiatore oggi vuole andare in borsa e investire in titoli, con tutti i rischi esistenti, per lo meno deve essere matto. Il profitto non c'è. Nella quasi maggioranza dei titoli quotati in borsa non c'è profitto o se c'è, è dell'1, 1½ o 2 per cento. I motivi che lo spingono devono essere altri, soprattutto tenendo conto che in banca danno fino al 20 per cento. Noi come Commissione non abbiamo scomodato gli illustri signori presenti per sentire dire questo. Noi stiamo portando avanti e abbiamo deciso di fare questa indagine conoscitiva per vedere come fare per portare la borsa italiana ad un livello per lo meno medio-europeo, che non sia un luogo di perdizione, come dicevo prima, e cercare di avere un modello non dico come quello di New York (dicono che sia la Borsa più controllata del mondo in questo campo) e forse neanche come quello di Londra, ma per lo meno che sia una cosa seria. E allora noi ci stiamo sforzando (anche certe domande possono sembrare talvolta scontate) per vedere quali argomentazioni militano a favore di una tesi o dell'altra, per poi avanzare, noi Commissione, delle proposte concrete, e presentare noi un disegno di legge che modifichi le borse, che a mio parere sono ferme di 80, 90 anni. La domanda che mi permetto di fare, che può essere anche ingenua e per la quale, in linea di massima, sapevo anche ad orecchio la risposta, riguarda la speculazione.

La speculazione in Borsa può essere sana e rientra nella normale compra-vendita. Se viene a mancare la cosiddetta speculazione in Borsa per le azioni di tipo normale non vi può essere mercato. Questo è pacifico. Non parlo, però, delle speculazioni in Borsa che rasentano l'agiotaggio. Anzi, devo rilevare in questa sede che mai in Italia qualcuno è stato perseguito per un reato inerente la speculazione in Borsa, concretamente in agiotaggio smaccato.

La domanda che desidero porre è questa: è possibile prevedere, varare una norma di legge che limiti la vendita dei titoli azionari

6^a COMMISSIONE

2° RESOCONTO STEN. (5 febbraio 1975)

al solo contante? Sembrerebbe una domanda ingenua, ma gradirei egualmente conoscere il parere dei tecnici qui presenti.

PRESIDENTE. Desidererei sapere cosa pensate della quotazione obbligatoria dei titoli in Borsa.

G I A N N O N I. Penso sia opportuno, intanto, fare un discorso di chiarimento sulla speculazione. La speculazione può essere attiva o passiva. È attiva quando crea essa stessa le condizioni per il suo guadagno; passiva è quando recepisce e sfrutta situazioni che emergono da fatti indipendenti dall'attività dello speculatore stesso. Per esempio, una speculazione è sana quando interviene per rendere più continui i prezzi del mercato, colmando vuoti che vi siano tra offerta e domanda in un determinato momento, oppure cercando di equilibrare i prezzi nel tempo e nello spazio. Ad esempio un'azione mirante al riequilibrio dei prezzi tra Roma e Milano.

Vi è, poi, un'attività speculativa che si ispira a criteri di previsione e di conoscenza. E qui bisogna distinguere: ci può essere acume dello speculatore oppure poca conoscenza da parte di altri. I pochi che sanno guadagnano sui molti che non sanno. In questo quadro un aspetto importante è quello che riguarda la pubblicità delle notizie di Borsa.

È senz'altro utile, come dicevo, una speculazione che si limiti a riequilibrare l'andamento del mercato nel tempo e nello spazio.

Quali sono i mezzi per contenere le speculazioni? Secondo me limitare la quotazione al contante non sana il problema. Ne è un buon esempio la Borsa di New York: si paga in contante ma la speculazione esiste. Il fatto che vi sia una dilazione o meno del contratto non risolve il problema, perchè il capitale per la dilazione può essere reperito al di fuori della Borsa. Esistono altri mezzi per cercare di sanare la situazione. Intanto l'informativa al pubblico, che non deve riguardare solo le singole Società, ma la situazione del mercato. Altro discorso: i riporti sui finanziamenti dei titoli van-

no portati in Borsa e quindi che vi sia una maggiore pubblicità sui premi esistenti in ogni istante e il cui abbandono o ritiro crea delle difficoltà.

Esistenza del contratto a termine e accettazione delle quotazioni in Borsa. Intanto se tutte le operazioni passano in Borsa sappiamo qual è la situazione, ma delle operazioni che si compiono fuori non si può sapere, ovviamente, nulla. Il « termine » è proprio dei mercati che hanno una scarsa densità di contrattazione, perchè l'esistenza di un termine nell'esecuzione del contratto rende più facile trovare contropartite, anche di carattere speculativo, a ogni offerta e domanda che si presenta in mercato. Quindi l'eliminazione del termine aggraverebbe la oscillazione. Si potrebbe, invece, affiancare un mercato del contante a quello esistente sullo stesso titolo. Anche sull'operazione per contanti può agire la speculazione; però questo potrebbe ancorare i prezzi « a termine ».

Per quanto riguarda il secondo punto, l'obbligo di quotazione per certi titoli: è una norma estremamente utile, che è stata però introdotta dalle ultime disposizioni sulla riforma del mercato (legge n. 316). L'obbligo alla quotazione è connesso alla diffusione che il titolo ha sul mercato e deve avvenire in base a certe garanzie e prezzi accertati sul piano pubblico. Non vi è dubbio che si tratta di una norma utile.

D E F A L C O. Mi scusi, ma la legge da lei citata è condizionata. Si può far presto ad evitare la diffusione del titolo. Io parlavo dell'istituzione di una norma che dia ampia facoltà di valutazione alla CONSOB o agli organi di controllo. In sostanza, oggi, si può fare questo tipo di ragionamento: questi sono i miei titoli, sono relativamente diffusi ma nessuno mi può obbligare alla quotazione in Borsa.

G I A N N O N I. Bisogna vedere a quali pericoli si va incontro nella quotazione di titoli a scarsa diffusione. L'organo di controllo quando verifica certe situazioni obiettive dispone d'ufficio la quotazione del titolo.

6^a COMMISSIONE

2° RESOCONTO STEN. (5 febbraio 1975)

CARONE. Quando un titolo non è sufficientemente diffuso non ne consentiamo l'ammissione. Infatti non offre garanzie agli altri possibili acquirenti. Il titolo dà garanzie se è molto diffuso.

BERGAMASCO. Vorrei chiedere se, ad avviso dei tecnici qui presenti, certi inconvenienti che si sono verificati e si vanno verificando nelle Borse — fatti speculativi e dissesti — non siano tanto la causa, quanto la conseguenza del malessere delle Borse medesime. Cioè che non si verifiche-rebbero se il mercato finanziario fosse più sano e robusto e consentisse non guadagni speculativi, ma equi margini di normale guadagno. In altre parole, la parabola discendente dei prezzi e dei valori quotati in Borsa, la minima redditività, la povertà degli affari non spingono, a volte, certi operatori a correre rischi che si risolvono, alla fine, in un danno per tutta la collettività? Dico questo perchè stiamo ricercando — attraverso l'aumento del capitale di rischio e il potenziamento degli scambi — il rafforzamento generale dell'economia e quindi anche il progresso della Nazione. In questo quadro, appunto, potrebbe rientrare un risanamento del settore attraverso l'eliminazione di certi fatti speculativi.

GIANNONI. È sempre un fatto di responsabilità personale quando succede un dissesto di un certo tipo. Quindi è vero, può succedere meno frequentemente, ma se una persona è disordinata e si comporta disordinatamente, si potrebbe comportare disordinatamente anche in altre situazioni.

GESTRI. Sono comunque dei correttivi molto importanti. Gli uomini sono uomini.

GIANNONI. C'è poco da aggiungere. Più che un incentivo è un'occasione. Quando un mercato va su, va tutto bene; è difficile perderle. Anche certe posizioni vengono facilmente sistemate. Una posizione irregolare non traspare.

SEGNANA. Parto dalla convinzione che per risanare tutto il campo delle Borse, vi debba essere una serie di considerazioni che sono al di fuori della Borsa: situazione politica, situazione economica, fronte sindacale, attività e possibilità di sviluppo delle aziende, possibilità di realizzare un reddito e, non ultimo, il problema di carattere fiscale, perchè fino a che il capitale di rischio non avrà una remunerazione, non vi sarà una propensione allo stesso da parte del risparmio. Ma fatta questa premessa che giustifica la mia partecipazione piuttosto scettica a questa indagine conoscitiva senza porre particolari domande e ritenendo anche nel complesso valide le relazioni che sono state presentate e le argomentazioni che ne sono seguite, desidero chiedere che cosa si pensi di una proposta che è stata avanzata da qualche parte e che è stata riportata dalla stampa in più di un'occasione. Cioè si è detto che la povertà del mercato borsistico italiano vede frazionato in una serie di Borse valori quel poco che oggi è a disposizione sul mercato. Forse non sarebbe meglio cercare di concentrare in un'unica borsa tutto il mercato dei titoli italiani e far funzionare praticamente le attuali piccole borse-valori come dei terminali, come dei punti in cui gli affari non vengono conclusi? Quindi, praticamente, la proposta di una concentrazione di questa attività di contrattazione in una unica borsa. Si era parlato in concreto della borsa-valori di Milano. So che è una domanda imbarazzante per il Presidente dell'Unioncamere, che dovrebbe essere il tutore delle Camere di commercio, ma credo che il problema dovrebbe essere visto al di fuori di un'attività che svolge questa o quella Camera di commercio, e cioè in una proiezione di problemi di mercato dei capitali che stanno al di sopra delle nostre istituzioni. Vorrei avere una opinione al riguardo, almeno da un punto di vista tecnico.

GESTRI. Indubbiamente il problema è delicato. Noi riteniamo che il concentrare in un'unica borsa, come è stato ipotizzato, risponda alla logica di una strategia di difesa in un mercato povero. Siccome noi

6^a COMMISSIONE

2° RESOCONTO STEN. (5 febbraio 1975)

ci prospettiamo meccanismi che arricchiscano, che portino a migliorie nell'ambito di questo mercato, noi non prendiamo in considerazione questa ipotesi — a prescindere dalle questioni tecniche — proprio perchè riteniamo che sarebbe un elemento di freno.

G I A N N O N I. Parto dalla sua premessa di carattere generale. Sul piano tecnico che significa concentrare tutto in una unica borsa? Significa accentuare, portare alle estreme conseguenze quelle che sono le caratteristiche attuali del mercato: realizzare cioè un grande mercato nazionale che diventa palese solo in un aspetto terminale che sarebbe Milano. Nel momento in cui eliminassimo tutte le altre borse, tutta la raccolta degli affari, le offerte dei titoli che si verificano in altre città, andrebbero attraverso canali non palesi, cioè commissionarie, banche, altri uffici, altri intermediari e quindi tutti questi operatori occulti avrebbe interesse di effettuare la compensazione degli ordini nel loro interno e porterebbero i soldi nella Borsa di Milano, o comunque nell'unica borsa, in modo da trovare il modo di chiudere il cerchio delle operazioni, un po' come avviene nel mercato della valuta. Sono due borse solo che trattano le valute ufficiali: Milano e Roma, e il mercato delle valute interbancarie è occulto. Qui c'è una disciplina pubblicitaria e non c'è inconveniente, ma inconvenienti deriverebbero certamente, in campo borsistico, dal non dare sempre più un grado di trasparenza al nostro mercato nazionale. Questa è l'obiezione di carattere tecnico che si può fare. Comunque è anche problema di sviluppo e non sono in Italia, ma anche all'estero.

S E G N A N A. Mi ponevo il problema nei riflessi di quella che è la situazione negli altri Paesi, nei quali noi vediamo la preminenza di un unico centro di contrattazione dei titoli, che può fornire determinate preoccupazioni per gli aspetti da lei accennati, ma che può anche offrire aspetti di carattere positivo.

C A R O N E. Nel rapporto che hanno ricevuto, troveranno una serie di dati tutti significativi. Ne citerò soltanto due. Il costo di gestione per unità di contrattazione e il volume degli affari. I dati sono riferiti al 1973. Volume degli affari a Milano: 3 mila miliardi; costo di gestione 14 centesimi per unità. Palermo (cito gli estremi): 3 miliardi e qualcosa, di fronte ai 3 mila miliardi di Milano: costo di gestione, 12 lire e rotti, di fronte ai 14 centesimi. Il costo per agente di cambio, il che è molto importante: Milano ha 105 agenti di cambio, Palermo 3. Tre milioni il costo per unità di agenti di cambio a Milano, 12 milioni a Palermo. E si pensi in quale ambiente opera la borsa di Milano. E quindi, Firenze 15 milioni, Trieste 18 milioni, Bologna 9 milioni.

Ciò non esclude che le Borse minori possano operare in funzione di vere e proprie agenzie. Anche questo è stato previsto. In ogni caso una Borsa unica, bene organizzata, può porsi in posizione di dialogo in termini europei.

P E L L E G R I N I. Vorrei intervenire per cancellare una impressione che l'esposizione delle cifre fatta dal professor Carone potrebbe aver provocato. Le statistiche, infatti, devono essere interpretate. Le cifre corrispondono all'attuale situazione, che è « malata », e che si vuol correggere, ampliando il mercato dei valori trattati in Borsa. Vi è infatti un aspetto da tenere presente in questo quadro: esiste un mercato occulto che falsifica i dati reali. Se si addivenisse all'ipotesi che prospettiamo — cioè un mercato dell'« effettivo » e la completa trattazione in borsa degli scambi di valori mobiliari — si moltiplicherebbero automaticamente le operazioni di Borsa a Palermo, Firenze, Trieste e così via, in tutte quelle zone dove è più accentuato il fenomeno dell'occultamento del mercato, e dove cioè si verifica solo il mercato dei saldi.

Inoltre la nostra proposta è di quotare contemporaneamente in tutte le Borse i titoli ammessi a quotazione, proprio per eliminare uno degli attuali difetti.

Le cifre attuali servono solo a denunciare i difetti da correggere: ribadiamo però che

6^a COMMISSIONE

2° RESOCONTO STEN. (5 febbraio 1975)

se si vuole, viceversa, adottare una linea difensiva, di mantenimento di pochi titoli quotati e di scarsa densità di contrattazione, allora potrebbe essere valida l'ipotesi di economizzare su certe spese.

Risponde alla logica dell'affidamento all'ente pubblico della gestione delle Borse, che si spenda qualcosa in più, magari per Palermo e per le Borse minori in genere, perchè questo permette al mercato di essere più vivace e dinamico, e consente un più facile accesso al mercato ad un più alto numero di risparmiatori.

PASTORINO. Si è parlato di livello europeo, ma a quanto mi risulta in Svizzera, in Olanda, in Francia, in Germania vi sono più Borse che in Italia. Quindi, parlare in termini europei non vuol dire parlare di una sola Borsa. Cosa vuol dire fare sparire, eliminare le Borse periferiche? Creare solo delle agenzie e far convogliare i dati dalla periferia a un'unica Borsa centrale? A mio avviso ciò toglierebbe una certa elasticità e molteplicità di confronto, anche se il listino che fa testo è Milano. Se togliamo alle Borse periferiche la loro effettiva funzione — che è quella di esprimere un listino ufficiale — trasformeremo queste « Borse terminali » in terra di conquista di chiunque voglia, al di fuori della legge, fare da intermediario o faccendiere, senza averne capacità e senza esposizione fiscale. Ritengo che, a parte qualche caso limite di Borse con poche contrattazioni e con due o un agente, non si possa generalizzare nello stesso discorso l'attività delle altre Borse.

CARONE. Vorrei fare un chiarimento. Io ho parlato di costi di agente per operazione. Cioè costo di gestione per unità di contrattazione. Il rapporto è questo, ad esempio: Milano 0,14; Roma 0,43; Genova 1,31; Firenze 5,64; Trieste 2,86; Bologna 3,47; Palermo 12,03. Il costo, invece, per agente di cambio si può così schematizzare: Milano 3 milioni e 7; Roma 3 milioni e 2; Torino 3 milioni e 5; Genova 5 milioni; Firenze 15 milioni; Venezia 8 milioni e mezzo; Trieste 18 milioni; Bologna 9 milioni e 2; Palermo 12 milioni e 7. Questi squilibri in termini

di costo stanno ovviamente a indicare qualche cosa. Non vogliamo certo dire che Milano debba essere la prima Borsa in assoluto, ma il tutto va rivisto e riconsiderato.

GESTRI. Non c'è dubbio che si tratta di vedere quali sono le soluzioni migliori. Il mercato è di una complessità impressionante.

DEPONTI. Ci troviamo senza dubbio di fronte a un problema di non facile soluzione. Mi chiedo se invece di portare avanti ciascuno una sua posizione di prestigio, non si possa realizzare di fatto un meccanismo di rapido interscambio di notizie affinché non ci sia Milano che vada per conto suo o Palermo *idem*. Fare cioè un interscambio in tempo reale, reso possibile oggi dai moderni mezzi audiovisivi.

Certamente il mio è stato un intervento non così chiaro come vorrei. L'ipotesi è questa: dal punto di vista tecnico, pragmaticamente è possibile trovare una soluzione mediana fra le opposte tesi. Difatti abbiamo in Italia dieci Borse. Non mi sentirei di suggerire di aumentarle, onestamente; cerchiamo di farle agire in modo che siano un'entità unica, e non operative separatamente l'una all'altra. Se oltre allo sforzo che stiamo facendo noi (e ringrazio il Presidente che ha voluto che questa indagine continuasse), anche l'opinione esterna si orientasse in questa maniera, sarà poi facile per noi portare avanti il nostro lavoro.

GESTRI. Le assicuro che da parte nostra, componenti di questa espressione esterna di cui lei auspicava la presa di posizione, nei confronti della situazione particolare che è all'esame, si farà ogni sforzo di approfondimento, ed i risultati avremo anche il dovere e l'onore di presentarveli, in modo che possiate adeguatamente considerarli e vagliarli.

BORSARI. Chiedo scusa se a questo punto della nostra conversazione, alla quale i nostri ospiti hanno partecipato con tanta cortesia, pongo un problema che esorbita

dall'oggetto specifico sul quale è stata richiamata la loro attenzione: il rapporto Borse-Camere di commercio. Io pongo una domanda alla quale spero potranno dare ugualmente una risposta. Non sembra loro che il problema della struttura del funzionamento delle Borse italiane ponga in modo particolare e urgente l'esigenza di una più radicale riforma dell'istituto delle società per azioni? E se sono di questo convincimento, quali idee hanno in proposito, perchè loro sanno benissimo quanto si sia parlato di ciò nel corso di questi anni. E non può non avere questo argomento interessato l'orsignori per specifiche competenze. Quali idee hanno in proposito da farci conoscere i rappresentanti delle organizzazioni che abbiamo qui davanti?

G E S T R I. Per l'importanza dell'argomento e per la cortesia con cui lei ha posto la domanda, vorrei rispondere in maniera completa, ma non lo posso fare oggi. Questo problema è un problema importantissimo, di attualità, discusso nell'ambito dell'Unioncamere da una apposita commissione, non soltanto per approfondire gli aspetti quantitativi del fenomeno ma anche per esprimere un giudizio di validità di ordine economico e sociale. Questa commissione non ha ancora esaurito i lavori. Io, non potendo entrare nella questione — l'opinione personale è una cosa e l'opinione dell'organismo è un'altra —, le assicuro comunque che in un breve tempo manderò, a lei e a chiunque, nell'ambito della Commissione, riterrà opportuno considerare questo fatto, le nostre valutazioni, le nostre impostazioni sul problema, in modo da poter rispondere alla sua cortese domanda.

B O R S A R I. Aderisce al mio convincimento che le due questioni siano attinenti?

G E S T R I. Senza dubbio.

S E G N A N A. Desidero chiedere se l'Unioncamere non ritenga opportuno, al fine di offrire a noi elementi per un completamento di questa indagine, fornirci, oltre che elementi di ordine giuridico e tecnico,

come è stato fatto oggi con questa relazione, qualche indicazione in ordine a quei motivi di fondo che stanno alla base della crisi dei mercati dei titoli in Italia. Cioè, se potrebbe esserci offerto uno studio riguardante i motivi che incidono nella situazione economica, nella situazione finanziaria generale del Paese. L'Unioncamere fornirebbe alla Commissione un contributo che a mio giudizio potrebbe essere interessante per una impostazione di ordine generale sugli sbocchi che dovremmo poter individuare per il miglioramento della borsa dei mercati dei titoli in Italia.

G E S T R I. Ringrazio il senatore Segnana perchè ha posto il problema sul valore di questa collaborazione — mi permetto di dire così — per certi organismi legislativi. Noi siamo lietissimi, perchè il contatto con questa Commissione, come con altre, ad esempio sul problema della distribuzione, ritengo sia per noi una viva soddisfazione oltre che un dovere. Per quanto riguarda il problema specifico, senz'altro, senatore Segnana, noi discutiamo e discuteremo questo discorso di fondo della crisi del mercato dei titoli in Italia, che è poi la crisi economica che si sviluppa attraverso vari aspetti, con studi approfonditi, e di questi studi ve ne daremo sempre comunicazione, anche per quanto concerne le nostre prese di posizione ed istanze.

Per esempio, posso già fin d'ora annunciare che per il mese prossimo stiamo preparando un convegno molto articolato, che rispecchia tutto il discorso della politica industriale del Paese, nei suoi vari aspetti; convegno che certamente porterà anche dei dati obiettivi di conoscenza, proposte di soluzioni. Manderemo poi la documentazione in preparazione e quindi gli atti e potrete così avere alcune indicazioni ed orientamenti.

Ringrazio per la cortese attenzione e per il desiderio di collaborazione, che per noi è motivo di onore.

C A R O N E. Ancora una domanda, che forse può apparire non pertinente. Poichè

6^a COMMISSIONE

2° RESOCONTO STEN. (5 febbraio 1975)

parliamo degli strumenti, e gli strumenti in questo caso sono le Camere di commercio e le Borse valori, non pensa il Presidente della Commisisione che una visita *in loco* possa essere utile? La Commissione si renderebbe conto di tanti aspetti che non sono del tutto noti.

P R E S I D E N T E . In un certo senso era già prevista una visita ad alcune Camere di commercio. Credo proprio che la faremo.

Giunti a questo punto mi pare che non ci sia altro che ringraziare i nostri graditi ospiti per il loro contributo tecnico e di idee.

La seduta termina alle ore 12,15.

SERVIZIO DELLE COMMISSIONI PARLAMENTARI
Il consigliere parlamentare delegato per i resoconti stenografici
Dott. FRANCO BATTOCCHIO