

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

4^a SEDUTA

MERCOLEDÌ 12 FEBBRAIO 1975

Presidenza del Presidente VIGLIANESI

INDICE DEGLI ORATORI

PRESIDENTE	Pag. 87, 89, 94 e <i>passim</i>	CUCCIA	Pag. 89, 97, 103 e <i>passim</i>
BERGAMASCO	97, 106	PETRILLI	87, 96, 98 e <i>passim</i>
BORSARI	97		
CIPELLINI	98		
DE FALCO	96, 101		
FABBRINI	98		
PAZIENZA	94		
PINNA	95, 96		
SEGNANA	97		
ZUGNO	97, 98		

Interviene alla seduta, a norma dell'articolo 48 del Regolamento, il Presidente dell'Istituto per la ricostruzione industriale, Giuseppe Petrilli, accompagnato dall'Amministratore delegato della Mediobanca, Enrico Cuccia.

La seduta ha inizio alle ore 9,40.

M A R A N G O 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 il seguito dell'indagine conoscitiva sul funzionamento delle borse valori in Italia: audizione del Presidente dell'Istituto per la ricostruzione industriale, Giuseppe Petrilli, accompagnato dall'Amministratore delegato della Mediobanca, Enrico Cuccia.

Porgo il saluto della Commissione ai gentili interlocutori intervenuti alla nostra seduta e mi auguro che anche nell'incontro odierno, così come è avvenuto in quello che abbiamo avuto con gli agenti di cambio ed i rappresentanti delle Camere di commercio, avremo motivi positivi da trarre per la nostra indagine sul sistema borsistico, sistema che attraversa — come è noto — una crisi grave che mette in discussione la difficile funzione di mediazione della borsa tra il mondo dell'impresa e quello del risparmio. Stiamo procedendo quindi alla ricerca delle cause di questa crisi per esaminare se vi sono innovazioni e modifiche da proporre onde ridare fiducia ai risparmiatori e nuove possibilità finanziarie alle imprese. Mi sembra che gli argomenti che possono essere posti all'attenzione dei rappresentanti dell'IRI sono gli stessi che abbiamo discusso con i delegati delle banche e delle società per azioni, in quanto anche l'IRI, sia pure in rappresentanza degli interessi pubblici, ha i medesimi problemi. Ai rappresentanti dell'Assobanca abbiamo chiesto il loro parere su una indicazione fornitaci dagli agenti di cambio e che aveva costituito, in un certo senso, il motivo fondamentale dell'audizione degli stessi: la concentrazione in borsa di

tutte le operazioni e di tutte le contrattazioni, il che significherebbe una certa chiusura all'attività di intermediazione delle banche. Avevamo anche chiesto quali orientamenti essi hanno circa le società di revisione e di certificazione e se ritengono che la Consob, quando entrerà nella pienezza delle sue funzioni potrà dare, e in che modo, più tono e più trasparenza, al mercato mobiliare.

Ai rappresentanti dell'Assonime, in particolare, avevamo fatto alcune domande che rivolgiamo anche ai rappresentanti dell'IRI: se ritengono che la borsa in questo dopoguerra abbia dato un contributo effettivo al reperimento di capitali di rischio nel processo di sviluppo economico del Paese; se, e in che modo, la borsa possa ancora rappresentare uno strumento valido per il reperimento di nuove risorse. Avevamo anche chiesto se la Consob, che secondo la legge può disporre l'ammissione d'ufficio di nuovi titoli alle quotazioni in particolari circostanze e modalità, debba predeterminare un qualche parametro *standard* di riferimento che renda più rigida, direi automatica, tale operazione. Che cosa, poi, essi pensavano dei poteri di vigilanza, di controllo, di ispezione che la legge stessa attribuisce alla Consob nei confronti delle società per azioni. Si era anche chiesto il loro pensiero sulla possibilità di ammettere alle quotazioni i titoli azionari esteri. Il dialogo, come ho già detto al professor Petrilli e al dottor Cuccia, è stato franco e ampio da ambo le parti, e mi auguro che lo sia altrettanto questa mattina, perchè abbiamo tutti interesse ad avere le idee il più possibile chiare: si tratta di una indagine conoscitiva, per cui più informazioni giungono a nostra conoscenza, meglio potremo esaminare i vari problemi che si prospettano.

Inizierei, come abbiamo già fatto nelle audizioni precedenti, dando la parola al professor Petrilli, la cui esposizione potrà essere eventualmente integrata dal dottor Cuccia.

P E T R I L L I Vorrei anzitutto ringraziare il Presidente e i membri della Commissione, anche a nome del dottor Cuccia,

per l'invito che ci è stato rivolto. Noi siamo particolarmente interessati ad un dibattito di questa natura, non soltanto perchè nella nostra struttura abbiamo moltissime società, ma perchè la materia di cui stiamo trattando tocca da vicino quella che noi definiamo la formula IRI.

Caratteristica economica e giuridica di tale formula è il ricorso allo strumento della società per azioni, di diritto comune — e non quindi ad istituti di diritto pubblico o comunque regolati da un diritto speciale — per lo svolgimento delle attività produttive richieste dal perseguimento dei fini di interesse generale assegnati all'IRI. La scelta di uno strumento che è proprio dell'attività imprenditoriale privata non è stata fatta a caso. Si tratta infatti di preservare il corretto funzionamento di un'economia mista; di un'economia, cioè, in cui tutte le imprese devono potersi confrontare sul mercato in condizioni di parità concorrenziale. Non dimentichiamo infatti di operare in un contesto che — con l'adesione dell'Italia al Trattato di Parigi e successivamente al Trattato di Roma — si è andato aprendo alle più avanzate economie industriali europee.

L'esperienza più che quarantennale dell'IRI — noi pensiamo — ha convalidato la formula adottata. Essa ha consentito all'azione pubblica agilità di iniziativa e mezzi necessari a finanziare un'espansione di grande rilievo e di lungo periodo, impegnando il bilancio dello Stato soltanto in misura marginale rispetto al fabbisogno. Basterà al riguardo rilevare che, in base all'ultimo conto patrimoniale consolidato del gruppo IRI (relativo al 31 dicembre 1973), l'apporto dello Stato — misurato dal fondo di dotazione versato, con l'aggiunta delle riserve e al netto delle perdite patrimoniali « da regolare » — era pari, a tale data, a 1.155 miliardi, a fronte di un coacervo di mezzi attinti dal gruppo al mercato finanziario e creditizio per 12.633 miliardi. Ad ogni lira proveniente dal Tesoro corrispondevano quindi 10,9 lire ottenute dal mercato.

Si aggiunga che, adottando la forma della società per azioni, si è aperta la possibilità all'azione pubblica di associare alle proprie

iniziative l'impresa privata, quando questa fosse in grado di apportare esperienze tecniche e capacità organizzative e commerciali non convenientemente acquisibili in proprio. Si è inoltre consentito di ricorrere al mercato dei capitali con l'emissione di azioni, forma di finanziamento altrimenti preclusa all'impresa pubblica di tipo tradizionale.

Voglio ricordare che l'IRI, sin dal 1933, introdusse sul mercato italiano le prime obbligazioni « convertibili » (emesse per il finanziamento del settore telefonico affidato alla STET) con le quali, oltre ad alleggerire l'onere per la propria tesoreria del servizio dei prestiti, intese incoraggiare i risparmiatori all'investimento azionario. È questo un esempio, non rimasto isolato, del contributo che l'IRI ha cercato di dare a uno sviluppo ordinato del mercato italiano dei valori mobiliari.

La conversione delle società ex elettriche dell'IRI, dopo la nazionalizzazione del 1962, è un'altra vicenda degna di essere ricordata per la capacità dimostrata di inserirsi prontamente in comparti nuovi per il gruppo, assicurando alle nuove attività prospettive atte ad ottenere la partecipazione del preesistente vasto azionariato di minoranza, partecipazione che di fatto si è realizzata quasi integralmente.

È appena necessario rilevare che l'apporto al capitale di rischio delle imprese IRI da parte dei risparmiatori ha più di un presupposto: anzitutto che l'azienda interessata abbia raggiunto livelli di produttività e capacità di progresso comparabili a quelli dell'iniziativa privata, cosicché la gestione, oltre che ispirata ai criteri di economicità sanciti dal legislatore per le aziende a partecipazione statale, consenta ragionevoli prospettive di reddito ai capitali investiti; in secondo luogo che il settore di attività in cui l'azienda opera non sia pregiudicato da crisi strutturali; infine, che l'ordinamento fiscale che regola l'emissione di azioni e di obbligazioni non crei condizioni di netto sfavore per le imprese che intendono finanziarsi con capitale proprio anziché con capitali di credito. A quest'ultimo riguardo il dottor Cuccia avrà modo di fornire alla Commissione mol-

ti dati e considerazioni utili. Mi basta rilevare che, per quanto concerne il gruppo IRI, i dati del bilancio consolidato a fine 1973 mostrano un rapporto tra capitale di rischio e capitale di credito di 1:5,7. Questo rapporto risulta inferiore al rapporto di 1:4 rilevabile in media per le 668 imprese che compaiono in un censimento effettuato da Mediobanca; il divario è tuttavia sostanzialmente da attribuire alla presenza nel nostro gruppo del settore autostradale, il cui ingente investimento (oltre 936 miliardi a fine 1973) perdurando la fase di costruzione della rete affidata all'IRI, è stato a tutt'oggi finanziato quasi integralmente con il ricavo di prestiti obbligazionari garantiti dall'Istituto, mentre il capitale sociale della Società Autostrade è rimasto limitato a 10 miliardi di lire.

Invero, se si fa astrazione dal settore autostradale, il rapporto « capitale di rischio » « capitale di credito » sale per il gruppo al livello di 1:3,5, superando di poco quello medio prima citato per il campione di aziende analizzato da Mediobanca.

Ma più che questo raffronto vale, anche per l'IRI, quello che si ricava dai dati storici: essi mostrano che anche per il gruppo si è avuto tra il 1968 e il 1973 un netto peggioramento del rapporto in esame, che è passato in cinque anni da 1:2,9 a 1:3,5. Si tratta di un andamento analogo a quello registrato nel loro insieme dalle maggiori imprese italiane, che tutte denunciano la riduzione del ruolo che in questi anni hanno potuto svolgere le borse valori come strumento di raccolta di capitale di rischio a sostegno dell'iniziativa imprenditoriale.

È quindi viva l'aspettativa, anche da parte dell'IRI, di vedere conclusi i lavori della vostra Commissione, ai cui obiettivi di riforma del mercato dei valori mobiliari un ente di gestione di società a partecipazione statale deve aderire in pieno. Mi piace anzi ricordare che l'IRI ha anticipato, con la sua prassi, una delle proposte che si spera verrà adottata ai fini di dare maggior chiarezza ai bilanci delle società costituenti un gruppo. Da vent'anni infatti l'IRI ha provveduto alla formazione di uno stato patrimoniale conso-

lidato di gruppo, risalendo la prima edizione di tale documento al 1954, in occasione della redazione del cosiddetto « Libro bianco » sull'Istituto, pubblicato a cura del Ministero industria; dal 1958 detto bilancio viene trasmesso annualmente entro il 30 settembre al Ministero delle partecipazioni statali.

Concludendo, anche sul piano delle riforme in cui la vostra Commissione è impegnata, l'IRI giudica di vitale importanza che l'ordinamento dell'attività economica dell'impresa (sia privata, sia a partecipazione statale) venga reso il più coerente possibile con le esigenze di sviluppo del sistema economico e sociale del Paese.

P R E S I D E N T E . Ringrazio molto il dottor Petrilli per la esauriente relazione. Do la parola, ora, al dottor Cuccia.

C U C C I A . Premetto che quanto verrò dicendo è contenuto nella nota scritta, cui sono allegate alcune tabelle illustrative, che vi è stata distribuita: ciò dovrebbe consentirvi di seguire meglio lo sviluppo del mio discorso.

È opinione corrente che la funzione precipua delle borse, cioè la mobilitazione del risparmio per l'investimento in titoli, è spesso gravemente compromessa dai movimenti speculativi. Nel 1936 il Keynes, riferendosi ai fenomeni abnormi che si erano verificati alla borsa di New York nel periodo precedente la grande crisi, scriveva:

« Gli speculatori possono non fare danno se sono bolle su una costante corrente di iniziative imprenditoriali, ma la situazione si fa grave quando l'iniziativa imprenditoriale diviene la bolla su un mulinello di speculazioni. Quando lo sviluppo del capitale diviene un sottoprodotto dell'attività di una casa da gioco, è facile che il lavoro risulti mal fatto ».

Per una analisi del rapporto tra la funzione delle borse ed i movimenti di pura speculazione, a cui possono ricondursi molti dei principali problemi che formano oggetto dell'indagine conoscitiva, conviene esaminare brevemente i seguenti argomenti: rapporto

tra capitale di rischio ed indebitamento delle società italiane; la disaffezione del risparmiatore per l'investimento azionario; il mancato rispetto della norma che vieta agli agenti di cambio di operare in proprio; la disciplina degli scarti nelle operazioni speculative; la lista dei titoli quotati in borsa; l'informativa sociale.

Mi sia consentito innanzitutto di attirare l'attenzione su un problema che ritengo molto importante: il rapporto tra capitali di rischio ed indebitamento nelle società italiane. Noi abbiamo condotto una indagine su 668 società italiane, e la continuiamo ormai da diversi anni. Per dire dell'importanza di questo campione, ricorderò che è composto di società industriali e commerciali: abbiamo cioè escluso le finanziarie e le immobiliari perchè presentano caratteristiche particolari.

Queste 668 società-campione a fine '73 raccoglievano nei loro bilanci circa il 75 per cento, cioè circa i tre quarti di tutti gli immobilizzi tecnici di tutte le società per azioni italiane. Ora queste società a fine 1973 avevano un aggregato di mezzi propri per 7.656 miliardi e avevano debiti per 30.879 miliardi, con un rapporto di 1 a 4: quello cui ha accennato il presidente Petrilli. A fine 1968 le due cifre erano, per lo stesso gruppo di società, di 6.180 e 15.138 miliardi, con un rapporto di 1:2,4, cioè nel frattempo il rapporto è peggiorato di circa due terzi.

Quelle 668 società includevano 92 società quotate in borsa il cui capitale, tra la fine del 1968 e la fine del 1973 era lievemente diminuito da 3.642 a 3.400 miliardi: ricordo che c'erano state le grosse perdite del gruppo Montedison. I debiti erano passati da 6.704 a 13.352 miliardi; quindi nello stesso periodo il rapporto tra mezzi propri e mezzi di terzi era passato da 1: 1,8 a 1: 3,9: era più che raddoppiato.

Devo aggiungere che se noi togliamo dalle 668 società del campione le 92 quotate in borsa, le società residue avevano al 1968 già un rapporto di 1:3,3 che era appena aumentato a 1:4,1 a fine 1973. Per quelle quotate in borsa i rapporti erano più che raddoppiati. Cioè queste società quotate in bor-

sa non dico che siano affogate in un mare di debiti, ma certo hanno portato il fenomeno della « massimalizzazione » dei debiti ad un livello eccezionale.

Le giustificazioni per questa situazione sono due. Una è che gli oneri finanziari sono fiscalmente detraibili, mentre la remunerazione al capitale è soggetta ad un prelievo fiscale pari, grosso modo, all'utile distribuito, sul quale il percettore paga l'imposta personale.

Voglio richiamare l'attenzione su un fatto: attualmente il mercato consente all'obbligazionista di ricavare l'11,50 per cento di reddito; perchè una azione possa dare un eguale reddito dovrebbe guadagnare il 32 per cento sul capitale nominale perchè dopo l'imposta si riduce a circa il 18 per cento e, togliendo il 30 per cento di cedolare secca, ritorniamo all'11,50 per cento. Società che guadagnano il 32 per cento prima dell'applicazione delle imposte qualcuna io ne conosco — non quotate in borsa — ma sono delle mosche bianche. Tra quelle quotate in borsa non ne conosco.

Poi c'è l'altro problema che le maggioranze azionarie delle società quotate in borsa spesso sono in mano a gruppi che non possono o non vogliono investire nuovi capitali nelle imprese da loro controllate, e questo porta ad una spinta a risolvere i problemi mediante indebitamento anzichè mediante aumento del capitale azionario. Tale situazione si è riflettuta ovviamente su quello che è stato lo sviluppo dei mercati mobiliari.

Le emissioni nette di obbligazioni, cioè le emissioni meno i rimborsi del capitale, sono passati da 2.950 miliardi nel 1970 a 11.104 miliardi nel 1973. Le offerte di azioni in pubblica sottoscrizione, — cioè quelle offerte al mercato, in quanto quotate in borsa, o per le quali ci sia un'offerta al pubblico — sono state in media 200 milioni nel 1970, cento milioni nel 1971, 148 milioni nel 1972, al massimo 609 milioni nel 1973, cioè vi è stato un rapporto rispetto al totale delle obbligazioni emesse che varia dall'1,7 al 6,8 per cento; rappresentano quindi una quota veramente minima del mercato. Le altre azio-

6^a COMMISSIONE

4° RESOCONTO STEN. (12 febbraio 1975)

ni sono di società non quotate in borsa, che non influiscono sul mercato mobiliare.

Dobbiamo però dire che in genere la borsa non reagisce negativamente al fenomeno della « massimalizzazione » dei debiti, perchè ha un'ottica che le fa vedere nel debito qualche cosa che si svaluta fatalmente nel tempo a favore del patrimonio della società.

È un po' il concetto dell'azione quale « bene-rifugio » contro l'inflazione. Questo è valido fino a che l'inflazione si mantiene nei limiti della cosiddetta « creeping inflation »; quando la situazione esplode e succede quello che abbiamo visto accadere negli ultimi tempi, la dilatazione di quelle che sono proprio le perdite previste, che possano influire sui valori reali dell'azienda, porta al crollo delle quotazioni con implicito invito al risparmiatore di uscire al più presto dall'investimento azionario. Vedremo poi se veramente il risparmio nel suo complesso può uscire dall'investimento azionario o se una volta che ci è entrato questa possibilità non rimane che una mera illusione. Specialmente quando il risparmio vede sparire quello che è stato in questi ultimi anni la più forte attrattiva all'investimento azionario, il cosiddetto « capital gain » che non dobbiamo perdere di vista. Quando il « capital gain » diventa « capital loss », il risparmio cerca di sfuggire; ma non vi è più niente da fare.

Di fronte a questa disaffezione del risparmio per il mercato azionario, si crea fatalmente un aumento del movimento speculativo. Cioè gli intermediari sono portati a inventare le occasioni di investimento speculando in proprio ed aggravando la situazione con operazioni al ribasso o, sui titoli a scarso flottante, con operazioni rapide al rialzo. Si pone a questo riguardo con particolare delicatezza il problema del rispetto della norma che vieta agli agenti di cambio di operare in proprio. Voglio esprimere al riguardo la mia opinione personale: cioè è difficile controllare quei fatti economici per i quali non si hanno comunicazioni periodiche di dati. Il fatto che esista la possibilità di fare ispezioni, che poi non vengono effettuate, non serve molto. E allora dovremmo arrivare a comunicazioni periodiche

degli intermediari di borsa che, salvaguardando quello che si può salvaguardare del segreto professionale, consentano alle autorità di poter raccogliere i dati sufficienti per controllare che non si verifichino da parte degli agenti di cambio raccolte di somme di taluni clienti per effettuare riporti a favore di altri clienti; che l'importo dei riporti attivi corrisponda esattamente all'importo dei riporti passivi e i titoli dati a riporto coincidano con quelli presi a riporto; che l'ecedenza di scarto a favore di un cliente non vada a coprire la deficienza di scarto di un altro cliente; che vi sia assoluta simmetrit  fra le operazioni di acquisto per conto della clientela e le cessioni a clienti, e viceversa nel caso di vendita.

Questo è un problema che secondo me dovrà essere in qualche modo affrontato.

Poi esiste l'altro problema importante della disciplina degli scarti sulle operazioni di borsa: questa è materia di politica monetaria che merita particolare attenzione. La funzione degli scarti è quella di evitare che gli speculatori possano impegnarsi al di là dei loro mezzi. E qui credo sia opportuno che io vi legga proprio quanto ha scritto in proposito la Banca d'Italia nel suo bollettino del marzo-aprile 1973: « Oggi è seguita la prassi nella concessione del credito di mantenere stabile lo scarto di garanzia applicato sul valore corrente dei titoli: in fase di corsi ascendenti, infatti, il compratore a termine può ottenere sulle successive proroghe quote aggiuntive di credito che, investite sul mercato, accelerano la tendenza dei prezzi. Allo stesso modo, in fase di quotazioni flettenti, egli dovrà integrare la garanzia prestata e restituire parte dei fondi ottenuti; ciò può comportare la vendita dei titoli e l'accentuazione del movimento di flessione ». Cioè rialzo chiama rialzo e ribasso chiama ribasso. Questa è la voce della Banca d'Italia che è abbastanza autorevole al riguardo per potermi esimere di aggiungere commenti sull'argomento.

Vale la pena di soffermarsi un momento sulla lista dei titoli quotati, perchè potremo forse fare qualche scoperta interessante. Al 2 gennaio 1975 erano quotate alla borsa di

Milano 150 società che avevano un capitale complessivo di 4.421,9 miliardi. Di queste 150, 145 avevano il capitale superiore a un miliardo, con un totale complessivo di 4.418,8 miliardi. Secondo gli ultimi dati disponibili, all'inizio del 1974 le società per azioni da un miliardo in su erano 1.748, con un capitale complessivo di 10.750,8 miliardi: ossia, se per numero le società quotate alla borsa di Milano rappresentavano soltanto l'8,4 per cento delle società quotate con oltre un miliardo di capitale, queste società cumulavano un capitale pari ad oltre il 40 per cento dei capitali totali delle società aventi capitali sociali da un miliardo in su. Cioè non dobbiamo credere che sia quotata in borsa soltanto una parte marginale delle società quotabili.

Debbo aggiungere che se guardiamo alle società con oltre 50 miliardi di capitale, abbiamo questa situazione: sono 33 in tutto. Di queste 18 sono quotate. Le altre quindici sono tutte società interamente controllate o da enti di diritto pubblico, o da società estere o società private, o società private e pubbliche insieme in forma paritetica. Quindi tutto il quotabile delle società con oltre 50 miliardi di capitale sociale è quotato in borsa: intendo quotabile in quanto ci siano delle partecipazioni di almeno il 20 per cento del risparmio, e non società il cui capitale è interamente in mano a gruppi che non comprano e non vendono. In tal caso la quotazione non avrebbe alcun senso.

Ai fini di renderci meglio conto del « movimento demografico » delle società quotate in borsa, ho fatto un confronto tra il listino di Milano all'inizio del 1925 e all'inizio del 1975. Vediamo cosa è successo in 50 anni, durante i quali c'è stata la grande crisi, la guerra e i mutamenti di struttura della società economica italiana. Abbiamo i seguenti dati: al 2 gennaio 1925 erano quotate alla borsa di Milano 141 società. Di queste, 20 sono scomparse, perchè c'è stata la nazionalizzazione della Banca d'Italia (che allora era quotata in borsa) e delle società elettriche; 79 sono scomparse o perchè cancellate dal listino o perchè assorbite da altre società quotate in borsa. Le società scomparse

assommano quindi a 99. Perciò al 2 gennaio 1975 sono rimaste 42 società di quelle che esistevano al 2 gennaio 1925. Ne sono entrate 108 nuove, per cui siamo, al 2 gennaio 1975, a 150 società, il che porta a constatare che il numero delle società quotate non è sostanzialmente cambiato.

Devo però far subito notare che le 42 società che esistevano il 2 gennaio 1925 e che sono rimaste al 2 gennaio 1975, anche se rappresentano appena il 28 per cento delle società quotate in questo momento, hanno un capitale complessivo di 2.368 miliardi, ossia il 53 per cento di tutte le società attualmente quotate in borsa, e il 44 per cento dei valori da queste rappresentati. È intuibile da ciò che le dimensioni rappresentano un fatto importante per la longevità delle società quotate in borsa, e d'altra parte non è un mistero che il mercato è molto attirato dalle grandi società.

Vediamo ora che cosa è successo nel 1974 sul quantitativo trattato e denunciato dagli agenti di cambio: più della metà dei titoli trattati riguardavano le società aventi una capitalizzazione di borsa di almeno 100 miliardi, e hanno rappresentato circa il 37,5 per cento dei valori quotati. Esiste quindi questo fenomeno delle grosse società che dominano il mercato borsistico; esiste una certa mortalità tra le medie e piccole società che trova una sua spiegazione nella struttura dell'economia italiana: società familiari della seconda e terza generazione perdono il controllo, il che può comportare un peggioramento della gestione, per cui si va in borsa in quanto i gruppi vogliono riportare i soldi a casa, e conseguentemente le società subiscono le vicende che determinano la loro elevata mortalità.

Il fatto importante che differenzia il listino di borsa del 1925 da quello del 1975 è la presenza delle società controllate dagli enti a partecipazione statale. Ne abbiamo fatto un elenco: sono 25 società che cumulano un capitale di 2.329 miliardi, cioè il 52 per cento del totale delle società quotate, e hanno una quotazione di borsa di circa 2.485 miliardi, che rappresentano il 3 per cento del totale delle società quotate a Milano. Di queste 25 società, nove erano già quotate

il 2 gennaio 1925, anche se due hanno cambiato mestiere, come la SIP e la SME, per ragioni indipendenti dalla loro volontà. Come si vede, gli enti a partecipazione statale mantengono, per ragioni gestionali, una larga maggioranza nelle società quotate in borsa. Quindi l'appello al risparmio come capitale di rischio è relativamente limitato. Se un ente a partecipazione statale deve rivolgersi al mercato per procurarsi fondi, la sottoscrizione della parte che gli compete non può farla che sotto forma di emissioni obbligazionarie, cosa che porta all'aumento già rilevato del fenomeno della prevalenza delle emissioni obbligazionarie sul mercato mobiliare rispetto al capitale di rischio. Le società controllate da enti a partecipazione statale hanno una importante caratteristica della quale si deve tener conto: sono cioè le sole società per le quali la borsa sa che non deve temere pericoli di scalate o avventure di questo genere. Attualmente l'IRI è presente in borsa con 20 società quotate e 2 emissioni obbligazionarie, escluse da queste le emissioni delle società del gruppo IRI, tranne quelle delle autostrade, che sono garantite dall'IRI stesso. Queste obbligazioni hanno un valore nominale di 1.438 miliardi, di cui 103 miliardi convertibili in azioni. Già il presidente Petrilli ha ricordato la formula IRI e il rapporto nel bilancio consolidato tra mezzi propri e mezzi di terzi. Egli ha anche ricordato come sin dal 1933 l'IRI adottò la formula delle obbligazioni convertibili, particolarmente interessanti per il mercato, di cui le prime emissioni ebbero un grande successo, tanto che ancora nel dopoguerra erano quotate in borsa molto al di sopra della pari: 120-130 lire per cento. Dobbiamo anche tenere presente che i due settori, siderurgico e telefonico, non potevano avere lo sviluppo che hanno avuto senza l'intervento della forza finanziaria dell'IRI, determinante al fine della realizzazione di un programma di quelle dimensioni. Naturalmente le obbligazioni convertibili non si sottraggono ai rischi del titolo a reddito fisso, che subisce le conseguenze dell'andamento del mercato.

Per quanto riguarda l'offerta al pubblico di nuovi titoli basta ricordare le azioni della

Mediobanca, che sono state offerte sul mercato a 12.800 lire, mentre gli aumenti di capitale sono stati realizzati alla pari, e oggi la parte che è nelle mani del pubblico ha una capitalizzazione di borsa di circa 70 miliardi, che per circa sei settemi rappresentano un plusvalore rispetto al prezzo sottoscritto dall'azionista.

Nel campo delle nuove iniziative, se la Mediobanca ha avuto qualche successo dal punto di vista borsistico, si deve di contro registrare l'avventura dell'Alitalia, che è di carattere negativo per le note vicende riguardanti tutte le compagnie di navigazione internazionale.

Nell'ambito dei titoli di nuovo tipo, ricorderò le obbligazioni convertibili in azioni di società private emesse dalla Mediobanca (serie speciali Fingest, Carlo Erba, Montefibre e Snia Viscosa); anche a questo proposito riteniamo opportuno che la Consob emani delle norme per dare una interpretazione analogica alle disposizioni della legge n. 216, che in prima lettura sembra consentire soltanto la convertibilità delle obbligazioni in azioni della società emittente, senza considerare il caso della convertibilità in azioni emesse da altre società.

Nel campo delle società quotate che fanno capo ad enti a partecipazione statale, c'è un problema di ordine generale che merita attenzione: laddove esistano aziende di gruppi pubblici legati a politiche di prezzi amministrativi o a considerazioni relative ad esigenze sociali nel senso più lato del termine, e ove queste politiche possano influire sui risultati della gestione, mentre i gruppi privati non siano sottoposti a questi vincoli, evidentemente il risparmio può indirizzarsi con preferenza verso altri settori.

L'entrata in vigore della legge 7 giugno 1974 n. 216 rappresenta indubbiamente un notevole passo avanti per l'informativa agli azionisti. Occorrerà qualche tempo prima che tutto il sistema di comunicazioni e di controlli previsto dalla legge possa trovare la sua completa attuazione. Infatti, la Commissione nazionale per le società e la borsa deve ancora elaborare le proprie direttive, di importanza decisiva ai fini di taluni punti qualificanti della legge. Abbiamo già accennato al tema

delle obbligazioni convertibili in azioni di società diverse da quelle emittenti le obbligazioni stesse, ma la materia è molto più vasta. Si pensi, ad esempio, ai criteri di compilazione dei bilanci consolidati o alle disposizioni circa le comunicazioni che dovranno pervenire alla stessa CONSOB da parte degli enti, compresi quelli di diritto pubblico, che abbiano i titoli delle proprie controllate quotati in borsa. Occorre anche attendere l'emanazione delle norme previste sulla certificazione dei bilanci. Il problema è complesso: i tempi di applicazione delle nuove norme non saranno brevi per le esigenze insite nelle stesse procedure da applicare, avendo presente che la certificazione dovrebbe perseguire scopi ed avvalersi di metodi di indagine ben diversi da quelli sinora propri dei collegi sindacali. Inoltre, sempre per quanto riguarda la CONSOB, è auspicabile che tale organismo fissi criteri di certificazione particolarmente incisivi in merito ad operazioni di natura puramente speculativa. È necessario, infine, tenere presente che, a prescindere dalla completezza ed obiettività delle informazioni fornite dalle società sulla loro gestione, i movimenti speculativi sono spesso fondati su voci che poco o nulla hanno a che fare con l'esame dei dati patrimoniali e di conto economico delle aziende, ma, in genere, con quelle cosiddette *inside informations*, ossia informazioni confidenziali, che in altri paesi danno luogo a procedimenti penali a carico di chi se ne avvalga.

In conclusione, la borsa non può che riflettere lo stato dell'economia di un paese, anche se l'immagine può essere, per breve tempo e per settori particolari, distorta, anche gravemente, dalla speculazione. L'informativa è importante; in base ad essa, o anche su considerazioni di ordine generale per dirla con il Keynes, la borsa rinnova la valutazione di molti investimenti ogni giorno, e queste rivalutazioni danno frequenti occasioni all'individuo, sebbene non alla comunità nel suo complesso, di rivedere i propri impegni. È come se un agricoltore, avendo battuto il suo barometro dopo la prima colazione, potesse decidere di ritirare il suo capitale dalla propria fattoria tra le 10 e le 11 del mattino,

riservandosi di rientrarvi più tardi, nel corso della settimana.

In sostanza il risparmio, nel suo complesso, resta esposto ai rischi degli investimenti azionari, e non può sottrarsi; può soltanto essere incoraggiato o scoraggiato dall'assumerne dei nuovi.

Su questo punto non v'è dubbio che un'organizzazione della borsa che renda difficili le manovre speculative, ed una legislazione che non consenta agli amministratori di ritardare — e non possono, tuttalpiù, che ritardare — la comunicazione delle verità spiacevoli attraverso bilanci artefatti, hanno una importante funzione da svolgere. Il problema di fondo è, naturalmente, quello di una economia ben gestita, in cui siano corrette le storture che oggi si appalesano agli occhi di tutti. Elemento di questa corretta gestione è certamente un funzionamento valido ed efficiente delle borse, strumento insostituibile per assicurare una ordinata mobilità dei titoli mobiliari in generale e di quelli azionari in particolare.

P R E S I D E N T E . Ringrazio molto il dott. Cuccia della sua esposizione, che è stata completa e chiara. Do la parola a quei membri della Commissione che vogliano rivolgere delle domande al professor Petrilli o al dottor Cuccia.

P A Z I E N Z A . Ringrazio il presidente Petrilli e il dott. Cuccia delle relazioni veramente esaurienti. Mi limito a sottolineare la chiusura elegantissima della relazione del dott. Cuccia, laddove dice che « il problema di fondo è naturalmente quello di una economia ben gestita, in cui siano corrette le storture che oggi si appalesano agli occhi di tutti. Elemento di questa corretta gestione — dice il dottor Cuccia — è certamente un funzionamento valido ed efficiente delle borse, strumento insostituibile per assicurare una ordinata mobilità dei titoli mobiliari in generale e di quelli azionari in particolare ». Il problema è cioè molto più vasto di quello che stiamo affrontando. Però resterò nell'ambito della indagine conoscitiva, per confessarvi che questa mattina ho appreso due elemen-

6^a COMMISSIONE4^o RESOCONTO STEN. (12 febbraio 1975)

ti che ritengo di una certa importanza. Ho appreso dal presidente Petrilli — e lo ringrazio — che uno strumento al quale ho sempre dato la mia fiducia, quello delle obbligazioni convertibili, è stato introdotto praticamente nel mercato azionario ad iniziativa dell'IRI, e questo è motivo di benemerenzza del quale intendo dargli atto. E poichè anche il dottor Cuccia si è soffermato molto sulle obbligazioni convertibili, che hanno l'indubbio pregio di comportare insieme alla redditività anche la rivalutazione del capitale, con aggancio all'azione, e si è altresì soffermato sul problema dell'offerta in conversione di azioni di società diverse da quella emittente, volevo saperne qualche cosa in più; in particolare, se nella problematica, nella impostazione programmatica dell'IRI c'è un qualche potenziamento di questi strumenti, che sembrerebbe di intravedere, date le raccomandazioni fatte anche in sede di coordinamento perchè il problema sia affrontato e risolto. Questo lascerebbe intendere che ci si voglia incamminare su questa strada. Poi vorrei fare un'altra osservazione al dott. Cuccia, molto importante: quella della incidenza degli scarti sulle operazioni di borsa. La tecnica bancaria attuale, che segue i movimenti in rialzo o in depressione, in definitiva non è che aiuti una certa stabilizzazione dei fenomeni, ma accentua i rialzi e i ribassi. Vorrei sapere se su questo problema la Mediobanca suggerisce qualche cosa di concreto, sul modo di operare con gli affidamenti sui titoli e come agganciarli, se con quota costante oppure in maniera diversa.

P I N N A. La ringrazio, presidente Petrilli, della sua pregevole relazione, dalla quale emerge con chiarezza il contributo decisivo che l'IRI, con la sua originale formula operativa, ha saputo dare per la trasformazione della nostra economia da agricola ad industriale. Questa formula mi sembra risulti convalidata dal fatto che nel corso di quaranta anni di attività del gruppo si è potuto assistere al continuo sviluppo di questo grosso complesso a partecipazione statale. È stato detto che l'IRI impegna lo Stato in misura marginale rispetto al fabbisogno.

Questo non può che farci piacere, in quanto dimostra la capacità dell'Istituto di approvvigionarsi autonomamente o quasi del capitale necessario.

E questo un fatto che io voglio sottolineare, perchè lo ritengo effettivamente molto importante e indicativo e non per aprire una polemica con certe forze secondo le quali tutto quello che fa lo Stato, le partecipazioni statali, sarebbe fallimentare, mentre dalle relazioni che sono state fatte in questa audizione risulta in gran parte il contrario.

Se, come ha riferito il prof. Petrilli, l'apporto del capitale di rischio alle imprese IRI ha guardato al fatto che le aziende del gruppo nel complesso hanno raggiunto notevoli livelli di produttività e di sviluppo, considerando in particolare la dinamica del comportamento globale dell'IRI nel corso di quaranta anni di attività, e i criteri di economicità a cui si ispirano le aziende controllate, vorrei chiedere, sempre alla cortesia del professor Petrilli, per quali ragioni economiche e finanziarie in questi ultimi anni si siano verificate incisive decurtazioni anche per i valori a partecipazione statale. Mi riferisco all'anno 1971, anno in cui i valori del settore siderurgico presentavano perdite del 54 per cento per l'Italsider, del 40,5 per cento per la Dalmine e per la Finsider, e del 32,9 per cento per la Terni. A queste incisive decurtazioni si aggiungono poi quelle dell'Alitalia a cui si è riferito il prof. Cuccia e anche di alcune banche di interesse nazionale. Ne consegue una scarsa propensione verso il capitale di rischio da parte del risparmio; è questo uno degli aspetti della crisi che si è manifestata in borsa. Vorrei avere dei chiarimenti su questi brevi riferimenti che caratterizzano il mercato azionario italiano, e sapere anche quali sono le società a partecipazione statale quotate in borsa; quali abbiano il capitale più diffuso dal punto di vista azionario; quale sia la quota di autofinanziamento di queste società; in quale misura ricorrono al capitale di rischio per i programmi di sviluppo; se esistono fondi di dotazione per promuovere lo sviluppo; ed è stato detto testè dal professor Petrilli che lo Stato concorre, almeno per il bilancio del 1973, nella misura di 1155 miliardi a fronte dei 12.000...

PETRILLI. No, no, questa cifra è globale, è tutto il fondo versato nel tempo. Nell'anno sono stati 220 miliardi.

PINNA. Questo è molto importante, la ringrazio, altrimenti sarei stato indotto a valutazioni fortemente erranee. Vorrei chiedere infine quali siano stati i riflessi sulle società a partecipazione statale di un mercato finanziario sempre più ristretto, quale è il giudizio sulla attuale funzionalità della borsa e quali alternative si ritengono possibili per una adeguata provvista di capitali di rischio destinati ai programmi di promozione e di sviluppo dell'IRI.

Mi sia consentito infine sottolineare la validità di quanto prospettato dal prof. Petrilli nel corso della relazione circa i bilanci consolidati; è un'utile indicazione anche per le altre aziende in vista della messa in funzione della CONSOB.

DE FALCO. Anche io, non certo per atto di cortesia, devo riconoscere la validità dell'esposizione fatta dal professor Petrilli e dal dottor Cuccia, per la ricchezza delle argomentazioni, per l'impostazione nuova della materia, se non in senso generale, almeno per quanto riguarda la nostra indagine. Ma è evidente che non poteva essere che così, trattandosi di un gruppo dell'importanza dell'IRI.

Uno dei punti che ho avuto modo di sottolineare nel corso delle precedenti audizioni è quello di certi comportamenti, tipici delle borse valori italiane, che in altri paesi potrebbero configurarsi come veri e propri reati. E reati sono anche per noi, se non altro dal punto di vista morale. Mi riferisco alle voci confidenziali che assumono talvolta una grande importanza ai fini dei movimenti speculativi, ad alcune delibere fatte ad arte da alcuni consigli di amministrazione, ad alcuni articoli apparsi sulla nostra stampa ispirati da talune società. E mi domando se in tali comportamenti non si possa ravvisare il reato di aggio. Non mi risulta infatti che in Italia qualcuno sia stato mai perseguito per questo reato. Qualche anno fa in effetti ci fu l'iniziativa di un giudice il quale però non fu in

grado di procedere oltre la pura e semplice individuazione per pura approssimazione di un reato del genere. Ma se è vero che alcune pratiche, normali nelle nostre borse, costituirebbero reato nelle borse di New York o di Londra, vorrei chiedere ai nostri ospiti quale modello di borsa straniera sarebbe meglio adottare, per migliorare la nostra situazione. Forse dovremmo ispirarci al modello anglosassone più che a quello germanico, in quanto quest'ultimo è troppo basato sulla funzione primaria delle banche.

Sempre parlando di banche, vorrei chiedere se esse non alimentano quel tipo di speculazione cui si è fatto cenno e che io definisco deterioro; spesso infatti esse debordano dalla lettera e dallo spirito del regolamento delle borse, ad esempio con la pratica dell'operazione fuori borsa, pratica che rende poco trasparente, anzi offusca, quel po' di trasparenza che ci può essere nella buona intenzione di alcune società.

Un'ultima cosa: vorrei chiedere alla cortesia del presidente Petrilli che ha sottolineato, ed era logico che lo facesse, il concetto che sto per esporre, cosa pensa dell'economicità delle aziende IRI, che debbono avere la caratteristica fondamentale di operare in regime di concorrenzialità con le aziende pubbliche e private anche degli altri Paesi. Vorrei cioè chiedere se l'IRI, oltre a questo carattere di economicità che io ritengo necessario, non dovrebbe avere anche compiti di natura sociale che dovrebbero far derogare, in casi particolari, da tale economicità intesa come tabù, cioè come confine da non valicare in nessuna circostanza; mi sembra invece che dovrebbe essere possibile prescindere da tale criterio quando esso si risolve a danno, ad esempio, dell'occupazione, come può verificarsi per la funzione che l'IRI svolge nell'Italia meridionale. Non è concepibile cioè che l'IRI, in questo preciso contesto, possa rifiutarsi di valutare anche obiettivi di ordine sociale. Faccio un esempio: poichè l'industria giapponese produce a metà dei nostri prezzi, dobbiamo fare in modo di essere competitivi con quest'industria? Posta così la questione, a mio avviso uno dei compiti fondamentali di carattere sociale dell'IRI verrebbe ad essere tradito.

6^a COMMISSIONE4^o RESOCONTO STEN. (12 febbraio 1975)

S E G N A N A . Desideravo conoscere il criterio con cui l'IRI propone la quotazione in borsa delle azioni delle sue società e se non ritiene che, dato l'importante ruolo che svolgono le partecipazioni statali, non sia da auspicare una maggiore presenza delle società a partecipazione statale nel mercato dei titoli. Credo che vi siano due tipi di risparmiatori: quelli che hanno qualche remora nei confronti delle società a partecipazione statale, perchè forse non vedono in esse quella economicità di gestione e quella neutralità nei confronti di determinate iniziative che possono essere prese dalla classe politica, e hanno quindi una maggiore propensione verso l'investimento in società private; credo però che vi sia anche una parte di risparmiatori che vede nelle gestioni delle partecipazioni statali una maggiore garanzia per il proprio risparmio. Quindi potrebbe esserci, con una più accentuata presenza delle partecipazioni statali nella borsa, una maggiore possibilità di accesso del risparmio al capitale di rischio ed un più cospicuo concorso dello stesso alla vasta azione svolta dalle partecipazioni statali nell'economia del Paese.

B E R G A M A S C O . Nella conclusione dell'ottima relazione fattaci si dice chiaramente che il funzionamento valido ed efficiente delle borse è strumento insostituibile per assicurare un'ordinata negoziazione dei titoli mobiliari in generale e di quelli azionari in particolare. Io aggiungerei anche per incrementare l'apporto del capitale di rischio. Siccome una delle questioni maggiormente dibattute in queste nostre audizioni è quella dell'eventuale concentrazione nella borsa di tutte le contrattazioni, e, quindi, quanto deve o non deve essere riservato alle banche, e in che modo queste possono svolgere un'attività borsistica, sarei lieto di conoscere il punto di vista dei nostri interlocutori sulla questione, che ha visto di fronte tesi piuttosto divergenti che vanno dall'esclusione completa delle banche al mantenimento, viceversa, al sistema bancario di compiti di compensazione interna tra la domanda e l'offerta dei titoli.

B O R S A R I . Ricollegandomi alla domanda fatta dal collega Bergamasco, vorrei

chiedere al professor Petrilli, poichè nello svolgimento dell'indagine che stiamo conducendo appare evidente che vi è un certo comportamento delle banche che influenza negativamente l'andamento della borsa, quale è, a suo avviso, l'elemento che è alla base di questo comportamento che altera le funzioni della borsa e che a volte si presta a deteriori operazioni di ordine speculativo, e quali misure si potrebbero adottare allo scopo di evitare ciò, facendo assolvere agli istituti bancari una funzione più coerente con le esigenze dell'economia.

In secondo luogo vorrei chiedergli se vede una possibilità nella ripresa in borsa della contrattazione dei titoli obbligazionari, e quali misure eventualmente potrebbero essere adottate allo scopo di rilanciare il mercato di tali titoli. Indubbiamente le obbligazioni convertibili sono, come è stato già rilevato, uno strumento molto importante per i vantaggi che offrono, ma si potrebbe anche ricorrere ad altri accorgimenti, quale ad esempio l'indicizzazione dei titoli obbligazionari, allo scopo appunto di realizzare questo rilancio.

Z U G N O . Vorrei fare una prima domanda di carattere generale al dottor Cuccia. Sappiamo che nel complesso delle società è andato sempre più deteriorandosi il rapporto tra capitale di rischio e coacervo dei debiti delle varie imprese. Questo deterioramento è stato parallelo tra le società quotate in borsa e quelle non quotate, almeno i dati che ho qui davanti indicano che per le 668 imprese italiane su cui sono stati fatti accertamenti i mezzi propri erano di 7.656 miliardi nel 1973, contro un coacervo di debiti molto superiore.

C U C C I A . Guardi che le non quotate stavano già male nel '68, e sono peggiorate di poco. Erano passate da 1:3,3 a 1:4. Le quotate, che stavano bene all'incirca nel '68 e che erano a 1:1,8, sono andate a 1:3,9. Però, se lei toglie dalle 668 le 92, le residue stavano già male nel '68 con 1:3,3 e sono arrivate a 1:4,1, cioè i rapporti sono aumentati poco meno di un terzo, mentre per le quotate in borsa sono passati a 1:3,9. Sono quindi più che raddoppiati.

6^a COMMISSIONE4^o RESOCONTO STEN. (12 febbraio 1975)

ZUGNO. Era proprio questo l'oggetto della mia domanda, cioè, come mai, nonostante la quotazione in borsa, e cioè quindi uno strumento che tutte le altre società non quotate non avevano a disposizione, si è aggravata questa situazione. Lei mi dice, si è aggravata addirittura di più. Quindi lo strumento borsistico non ha assolto, per quanto riguarda quest'aspetto, alla sua funzione.

La seconda domanda riguarda l'IRI; in questo contesto come è stato l'andamento dell'IRI, cioè il rapporto tra capitale ed investimenti?

PETRILLI. C'era nella mia relazione.

ZUGNO. Io non l'ho sentita, la relazione. Me ne scuso!

FABBRINI. Volevo porre una domanda al professor Petrilli e al dottor Cuccia. Mi risulta che la Commissione esecutiva della CEE ha cominciato ad esaminare il problema dell'armonizzazione della legislazione che regola l'attività delle borse. A me interesserebbe sapere a che punto è giunto questo esame da parte della Commissione esecutiva, e quali possibilità esistono per arrivare entro un periodo di tempo non eccessivamente lungo a quest'armonizzazione. Mi rendo conto che il problema è di complicata e difficile soluzione, ma sarebbe bene avere qualche elemento di informazione sotto quest'aspetto, anche per collegare la stessa riforma della legislazione italiana sulla borsa valori agli elementi che emergessero da quest'esame della CEE.

CIPPELLINI. In parallelo con la crisi del mercato azionario abbiamo la crisi del mercato obbligazionario. E il mercato obbligazionario interessa una schiera molto più larga e vasta di risparmiatori, soprattutto dei risparmiatori che si rivolgono a questo mercato per difendere il loro risparmio. Avviene che quando un istituto, un'impresa, un ente emette un'obbligazione, subito dopo, a distanza di poche settimane, si ha la caduta verticale del valore di quell'obbligazione. Questa caduta verticale non è forse anche provocata da quell'impresa, da quell'istituto,

che in quel modo, con quel tipo di svalutazione, vede svalutato il prestito che ha chiesto? E il fenomeno recente che si è verificato della non difesa dei titoli obbligazionari fondari da parte di alcuni istituti di credito (il San Paolo di Torino, la Cassa di Risparmio di Torino per citare due esempi) non poteva forse essere evitato proprio per la pubblicità che era sempre stata data alla caratteristica di quel tipo di obbligazioni?

Il collega Borsari prima ha accennato al problema dell'indicizzazione delle obbligazioni. Indubbiamente qualcosa si deve fare se si vuole difendere il piccolo risparmiatore. Ma a monte di questo problema, a parere mio, sta proprio la difesa che del risparmiatore va fatta evitando la speculazione esercitata dalle imprese, dagli istituti e dagli enti che chiedono al risparmiatore il denaro, e che subito dopo l'abbandonano al proprio destino.

PRESIDENTE. Se nessun altro chiede di parlare, prima di pregare il dottor Petrilli e il dottor Cuccia di rispondere, vorrei ricordare due domande che ho fatto loro all'inizio: se essi ritengono che sia opportuno l'istituto di un parametro che renda automatico, obbligatorio, l'ingresso di certe azioni in borsa, e poi c'è la seconda, in ordine al problema della valutazione di titoli azionari esteri.

Professor Petrilli, a lei la replica.

PETRILLI. Non ho il tempo per preparare una risposta organica a tutte le domande, che sono integrative tra loro, nè risponderò a tutte, per lasciare spazio al dottor Cuccia, molto più esperto di me.

Il primo punto, senatore Pazienza, riguarda le obbligazioni convertibili. Ci siamo interessati a questo titolo perchè crediamo che sia una delle formule migliori di reperimento di risparmio. Stiamo studiando, senza nasconderci le difficoltà che si accompagnano anche a questo tipo particolare di risparmio investito in obbligazioni convertibili.

Al senatore Pinna, che ha voluto ricordare la modestia dell'impegno dello Stato rispetto al fine prefisso, vorrei dire come l'aspetto fondamentale della formula IRI risieda nel-

l'effetto moltiplicatore che l'Istituto è capace di conseguire attraverso la mobilitazione del risparmio. La formula IRI però entra in crisi, per tutte le società, pubbliche o private nel momento in cui la propensione al risparmio comincia ad attenuarsi. La nostra non è una formula universale, valida per tutti i Paesi. Essa è possibile in un contesto economico nel quale si manifesti una propensione al risparmio da parte dei privati, anche se non indirizzata verso i capitali di rischio. In questo momento, per esempio, la formula IRI risente negativamente della diminuzione della parte dell'autofinanziamento nella copertura del fabbisogno finanziario delle imprese e quindi della necessità di indebitarsi, molto spesso a breve, a tassi che arrivano fino al 20 per cento. Nessuna economia potrebbe resistere ad una simile esposizione debitoria. Ecco perchè in questi ultimi anni sono cadute anche le quotazioni delle partecipazioni statali: in realtà, credo di poter dire, per gli stessi motivi per cui sono caduti quelli delle imprese private e non certo per i nostri risultati economici. L'Italsider chiude quest'anno con un attivo notevole, e nessuno ne disconosce il valore patrimoniale. Eppure i titoli cadono.

Il discorso potrebbe concludersi in questi termini; la borsa non riflette i risultati economici e patrimoniali, ma probabilmente altri valori, altri comportamenti, molto spesso di natura psicologica.

Lei mi domanda specificamente quali sono le società IRI quotate in borsa. Nell'allegato C della nota del dottor Cuccia ci sono tutte le 21 società, non solo dell'IRI, ma anche dell'ENI e dell'EFIM, che sono quotate in borsa.

È una tabella completa, che può soddisfare esaurientemente la sua domanda. Vi sono specificate partecipazioni, capitale nominale, capitalizzazione al 31 dicembre 1974, partecipazione percentuale del gruppo, capitale del gruppo, valore di carico del gruppo, capitalizzazione del gruppo, capitale di altri, capitalizzazione di altri.

Ma lei ha fatto un'altra domanda: quale riflesso ha sulle aziende IRI un mercato così ristretto?

Riprendo a questo proposito il discorso che facevo poco fa. Le fonti di finanziamento sono sempre le stesse, cioè l'autofinanziamento, il capitale di rischio e l'indebitamento sul mercato.

Va tenuto presente che l'inflazione, così pesante in questo momento, e dovuta secondo me ad una scarsità di offerta rispetto alla domanda, si ripercuote in tre elementi fondamentali, in particolare nei settori nei quali operano le nostre aziende: il costo delle materie prime, il costo del lavoro e il costo del denaro. Questi elementi poi si esaltano reciprocamente.

Il costo delle materie prime, cioè essenzialmente il costo del petrolio, influisce su talune aziende in maniera determinante. Alludo in particolare a quattro gruppi di aziende: l'Alfa Romeo, per motivi evidenti; le autostrade, per il traffico diminuito; l'Alitalia e le compagnie di navigazione marittima. Da queste aziende il rincaro delle materie prime, e dell'energia in particolare, è risentito in maniera veramente drammatica. Ma tutte le aziende risentono, più o meno, di questi aumenti.

L'aumento abnorme dei costi si riflette direttamente sull'autofinanziamento.

Che cosa si verifica allora? Se il capitale di rischio diminuisce nel tempo, (e la partecipazione del tesoro dello Stato alla copertura del fabbisogno del gruppo IRI è oggi addirittura di un settimo) e i costi aumentano, ne deriva una pesante riduzione dell'autofinanziamento e la necessità per le nostre aziende di indebitarsi, spesso a breve, a tassi che, come dicevo, arrivano al 20 per cento. Come potete pensare che un sistema economico possa sopravvivere in queste condizioni? Lo Stato, del resto, non corrisponde a molti impegni verso le aziende del gruppo. La rata del fondo di dotazione, 220 miliardi l'anno scorso, normalmente corrisposta ad aprile, è stata messa a nostra disposizione alla vigilia di Natale: il 23 dicembre. Un versamento di 220 miliardi differito di otto mesi equivale a una perdita di trenta miliardi. È un fatto finanziario che si riflette nel nostro conto economico, peggiorato di trenta miliardi per il mancato rispetto di una scadenza di pagamento da parte dello Stato.

Il problema di fondo è comunque quello di ricondurre il tasso di inflazione del nostro Paese a quello dei Paesi concorrenti.

Il senatore De Falco ha chiesto anche quale tipo di borsa si potrebbe prendere come modello, fra quelli esistenti nel mondo, particolarmente nei Paesi industrializzati. Risponderà a questo quesito il dottor Cuccia.

Si è fatto poi un discorso molto importante, riguardante i criteri di economicità, o meglio i limiti di tali criteri. Bisognerebbe giungere ad una definizione dell'economicità. Non mi pare che l'economicità debba essere definita in modo diverso per le aziende a partecipazione statale e per quelle private. Anche perchè esse, essendo concorrenti sul mercato, non possono essere guidate da criteri di economicità diversi.

Un'azienda ha per morale il profitto: deve guadagnare. Nel caso dell'azienda privata, il guadagno va a locupletare i suoi proprietari. Nel caso di un gruppo operante nella sfera pubblica come l'IRI, va semplicemente al servizio della collettività per nuovi investimenti. Le aziende però devono guadagnare, non possono perdere. Ciò non toglie che le aziende a partecipazione statale (ma anche le grandi aziende private) possano assumersi, a richiesta dello Stato, oneri di carattere improprio, incompatibili con una gestione rigorosamente economica, a condizione tuttavia che ne sia assicurata la copertura a carico della collettività.

Posso citare due esempi di comportamento. Uno ci è fornito dall'Alfasud, l'altro dalla Grandi Motori di Trieste. Sono due esempi diversi, ma li cito per chiarire come si debba comportare anche una grande azienda privata, dato che la distinzione tra aziende pubbliche e private non sta tanto nell'assetto proprietario, quanto nella loro rilevanza dimensionale. Un'azienda come la Fiat, con ottantamila dipendenti, ha carattere pubblico anche se non è pubblica dal punto di vista dell'assetto proprietario. Nessuno infatti penserebbe seriamente di poter chiudere una grande azienda privata.

Vediamo adesso che cosa avviene in casi come quello dell'Alfasud. Quando una società dell'IRI, per esempio l'Alfa Romeo, propone di creare una nuova catena di montag-

gio per fare una macchina di tipo più popolare, naturalmente la convenienza aziendale starebbe nel farla dove già esista un'altra catena di montaggio, in questo caso a Milano, ad Arese. Questa scelta ubicazionale non sarebbe tuttavia corrispondente all'interesse della collettività, perchè bisognerebbe prendere da 18 a 20.000 lavoratori del Mezzogiorno e trasferirli, possibilmente con le famiglie, al nord, in una città come Milano. Conviene allora chiedersi se non sia più conveniente per la collettività portare la fabbrica al sud, dove esiste la manodopera, qualificata o da qualificare, necessaria per costruire uno stabilimento di questa natura. Se così fosse, andrebbe comunque precisato chi debba sostenere il maggior onere di questo trasferimento. Non certo l'azienda, che dovrebbe vendere le vetture più care e quindi sarebbe sopraffatta dalla concorrenza. Se lo Stato domanda legittimamente una localizzazione di questa natura, è lo Stato, che con i suoi incentivi, nel quadro della sua politica per il Mezzogiorno, deve far fronte a questi oneri. Si tratta di oneri impropri, cui corrisponde una mancata o ridotta remunerazione del nostro fondo di dotazione.

Un secondo esempio è costituito dal cantiere S. Marco di Trieste. Chiudere un grande cantiere avrebbe voluto dire mettere in mezzo alla strada tre o quattromila operai. Una cosa del genere sarebbe stata improponibile, anche se si fosse trattato di un'azienda privata; figuriamoci per un'azienda del gruppo IRI. Allora si è proposto alla Fiat di partecipare al capitale di una nuova società: la Grandi Motori di Trieste, per trasferirvi da Torino la propria divisione grandi motori, parallelamente all'analogo trasferimento da Genova della linea motori diesel dell'Ansaldo, che fa capo all'IRI. A Torino e a Genova infatti c'era carenza di manodopera e non si ponevano problemi di disoccupazione. La Fiat accettò la proposta e così fu possibile costruire a Trieste una grande fabbrica che occupa, se non le stesse persone del cantiere, una quantità più o meno confrontabile sul piano occupazionale. E l'economia triestina non ha certo subito danni in conseguenza di quest'operazione.

6^a COMMISSIONE4^o RESOCONTO STEN. (12 febbraio 1975)

L'onere del mantenimento degli operai al momento della costruzione non avrebbe potuto peraltro essere affidato al cantiere, che era fuori mercato. Nè poteva essere sostenuto dalla nuova azienda, che altrimenti sarebbe sorta in condizioni non competitive. Spettava allo Stato — e per esso, in questo caso, alla Comunità europea attraverso il Fondo sociale europeo — sostenere una parte di questo onere, così da sgravare l'impresa di un onere improprio rispetto al bilancio aziendale.

Secondo me, il fine di tutte le aziende, pubbliche o private, è in ultima analisi di natura sociale. In particolare per le aziende IRI questo fine è cogente, e lo Stato ha il diritto-dovere di domandare la risoluzione di problemi sociali attraverso le nostre imprese. Però lo Stato non può sempre domandare contemporaneamente ad un'azienda di perseguire un fine sociale e di essere competitiva sul mercato, perchè tali richieste non sono necessariamente compatibili tra loro.

D E F A L C O . Io avevo fatto anche un'altra domanda, basata sulle diverse condizioni di trattamento della manodopera all'estero. Per esempio il Giappone fino a qualche anno fa poteva produrre in modo più che competitivo perchè pagava meno i suoi operai. Prendiamo il caso dell'Iran che ha guadagnato in un anno somme favolose grazie all'aumento del petrolio, e vuole addirittura creare una città dell'acciaio. Ora logicamente la manodopera in quel paese non sarà pagata come da noi. Io vorrei chiederle: di fronte a un problema di questo genere, dobbiamo sforzarci di rendere l'IRI competitivo con quel paese sul mercato internazionale, o quale altra politica possiamo adottare?

P E T R I L L I . Circa la polisettorialità di un gruppo come l'IRI, è da ricordare, ad esempio, che in Iran siamo entrati in concorrenza con tedeschi, americani e giapponesi ed abbiamo vinto. Infatti, gli altri concorrenti non sarebbero stati in grado di fare tutto da soli: la città, il porto, l'autostrada, il centro siderurgico. Noi, invece, avevamo nel nostro gruppo società che potevano fare tutto insieme, e que-

sto è stato determinante per vincere l'aggiudicazione dell'appalto. In certi casi, però, la diversità delle condizioni economiche e sociali esistenti nei singoli Paesi può essere di ostacolo alla concorrenza internazionale. Il nostro grado di concorrenzialità deve essere valutato con riferimento ai Paesi che ci sono omogenei. Nel caso dei cantieri navali giapponesi perdiamo delle commesse, è un fatto che si verifica ogni giorno, ma non possiamo fare altro. Non possiamo certo fornire navi sottocosto: chi le pagherebbe? O lo Stato ravvisa in ciò un'esigenza di carattere politico, e allora ne paga la contropartita, oppure, se tale esigenza non sussiste e si rimane nel capo della pura concorrenza di mercato, non possiamo che perdere le gare, nella speranza che le condizioni dei lavoratori giapponesi si adeguino a quelle degli altri, come sta già avvenendo per effetto dello stesso sviluppo di quel Paese. L'Italia ha avuto il cosiddetto « miracolo economico » anche perchè i suoi operai erano retribuiti peggio degli altri. Col progresso dell'integrazione europea, gli allineamenti sono avvenuti evidentemente ai livelli più alti. In quell'epoca io ero commissario della CEE e mi occupavo del settore lavoro e previdenza sociale. Ricordo di avere avuto un dibattito al Parlamento di Strasburgo con i tedeschi, che temevano le conseguenze di una massiccia immigrazione di lavoratori italiani sul mercato europeo: io sostenevo che sarebbe avvenuto il contrario, perchè il salario degli operai italiani si sarebbe allineato sui livelli più alti, come poi è avvenuto. C'è da considerare peraltro che in Italia gli oneri sociali sono più pesanti rispetto agli altri Paesi, tanto che oggi noi paghiamo i nostri operai siderurgici o addetti al settore automobilistico più degli operai tedeschi, per quanto la loro produttività sia minore. Perciò non possiamo fare condizioni diverse da quelle di mercato. Va considerato inoltre che, mentre una perdita di bilancio di un'azienda nazionalizzata si confonde con il bilancio dello Stato, noi non possiamo fare altrettanto.

Solo per la parte di proprietà dell'IRI possiamo operare una compensazione fra profitti di alcune aziende e perdite di altre: non possiamo fare altrettanto dove esistono azio-

nisti di minoranza, perchè lederemmo i loro interessi. La formula IRI ha i suoi lati negativi, ma anche notevoli lati positivi, perchè spinge le aziende a guadagnare in produttività quello che perdono in aumento del costo del lavoro e permette anche di migliorare la capacità dei dirigenti. La nostra formula non consente a nessuno di dire che il bilancio è passivo perchè ci si trova di fronte ad ordini politici o ad esigenze sociali, e ciascuno deve misurarsi con le proprie capacità. In questi giorni stiamo esaminando il problema della Finmare e stiamo studiando le nuove linee merci: ci si dice che lo Stato desidera che si faccia una linea con la Cina. Un'iniziativa del genere può anche risultare conveniente, ma a lunga scadenza. Se viceversa lo Stato ravvisa in ciò un'esigenza politica, ha il diritto di farlo, ma deve assumersene l'onere. Perchè, se si tratta di pura competizione di mercato, allora sta all'imprenditore giudicarne. C'è una logica rigorosa in questo sistema, che tuttavia può essere utile anche per il conseguimento di finalità pubbliche.

Pregherei il dottor Cuccia di rispondere alla domanda del senatore Segnana. Io non direi però che il risparmiatore preferisca la società privata per le condizioni più vantaggiose che questa può offrirgli o l'IRI per le maggiori garanzie che gli dà. Tutto il mondo aspira alla sicurezza e gli imprenditori per primi. Ciò vale anche per i risparmiatori: pensate alla diffusione delle società per azioni o a responsabilità limitata che caratterizza l'economia dei nostri tempi. Abbiamo avuto un gran numero di risparmiatori azionisti in aziende come la SIP, che è riuscita ad assicurare la continuità del dividendo. È però chiaro che non possiamo spingere troppo questa collocazione sul mercato dei nostri titoli azionari, a rischio di compromettere la posizione di comando nelle società. Spesso non basta il 51 per cento, e bisogna avere qualcosa di più per non essere troppo condizionati.

Ai senatori Bergamasco e Borsari risponderà il dottor Cuccia.

Il senatore Fabbrini mi pare ponga il problema della Comunità europea, cioè mi chiede a che punto siamo in questo campo. Non

sono in condizioni di illuminarlo in proposito; però posso fare un discorso più generale, proprio per la mia esperienza di commissario della CEE. Il Trattato di Roma si è caratterizzato per due direttrici fondamentali, che sembrano in contrasto fra di loro: da una parte c'è il concetto della liberalizzazione di tutti i fattori della produzione, dall'altra quello del coordinamento. Da un lato, cioè, si tende a liberalizzare i fattori della produzione (uomini, merci, capitali e servizi) e dall'altro a coordinare. Anzi, si parla più spesso di « armonizzare ». Però il Trattato non dice che cosa si intenda per armonizzazione. Quando mi sono trovato a dovere armonizzare, a Bruxelles, i sistemi di previdenza sociale, ho visto che una definizione dell'armonizzazione non era semplice e non ho potuto fare altro che interpellare i *partners* sociali e chiedere loro che cosa intendessero per armonizzazione dei sistemi, ricevendone risposte congrue rispetto agli interessi che rappresentavano, ma non uniformi. L'imprenditore considera che armonizzare un sistema sociale significhi non farsi la concorrenza riservando un diverso trattamento ai lavoratori; il lavoratore considera armonizzato un sistema quando può acquistare col suo salario lo stesso pacchetto di beni e di servizi. Sono due concetti profondamente diversi tra loro. La liberalizzazione si è realizzata rapidamente nel Mercato Comune, tanto che abbiamo bruciato le tappe. L'armonizzazione, dobbiamo dircelo francamente, si è realizzata assai meno. Ad esempio, abbiamo soltanto una specie di politica agricola della Comunità, che peraltro non ha prodotto una reale armonizzazione delle strutture e non abbiamo nè una politica industriale, nè una politica fiscale comunitaria. Su questo terreno non si potranno conseguire risultati sostanziali finchè non sarà risolto a monte un problema di volontà politica. Occorre cioè stabilire se vogliamo semplicemente avvicinare gli Stati europei con una legislazione armonizzata o vogliamo creare gli Stati Uniti d'Europa, la federazione europea, con un atto di volontà politica. Quando i tedeschi mi chiedono perchè non parlo loro della società per azioni europea, io rispondo se essi sono disposti ad accettare la nominatività

dei titoli azionari esistente in Italia, ed essi rifiutano. Allora dico loro che in Italia non si vuole la cogestione delle aziende, che loro invece hanno. Quindi, prima di ogni discorso di armonizzazione di legislazioni o di società, c'è da decidere a monte che tipo di politica economica si voglia fare insieme. Questo ci rinvia peraltro al discorso istituzionale: chi fa questa politica economica? Un gruppo di tecnici a Bruxelles delegati dai Parlamenti nazionali? Questo non ha senso. Occorre un potere sovranazionale che sia alla misura di fenomeni che hanno ormai travalicato le frontiere. Se esistono le società multinazionali, chi potrà dominare queste società se non un potere al loro livello, cioè un potere sovranazionale? Non ho fiducia che si arrivi presto ad un risultato in questo settore, perchè esistono i problemi che ho prima citato, di carattere fiscale, di carattere economico, e la borsa non è — lo ha detto molto bene Cuccia — che l'aspetto esterno dell'economia di un Paese. Se non vogliamo creare una politica comune è inutile di armonizzare le borse.

Tutto questo avviene perchè non si è risolto il problema politico di fondo. Io credo che l'obiettivo prioritario sia il Parlamento europeo, cioè la base popolare di un potere sovranazionale democratico.

Al senatore Cipellini volevo rispondesse il dottor Cuccia, perchè la sua domanda è molto tecnica. Per quanto mi riguarda volevo concludere con un'osservazione che non è comparsa nelle domande, ma che mi sembra abbastanza naturale. Se l'inflazione continua agli attuali tassi, ne deriva necessariamente una sempre minore convenienza del risparmio. Poco importa se il risparmio avvenga con depositi bancari o con investimenti obbligazionari o azionari. Sta di fatto che si risparmierà sempre meno. Non potendo peraltro rinunciare alla quota di risparmio nazionale che serve per gli investimenti e da cui dipende il nostro avvenire, diventa fatale che il risparmio che i singoli non fanno volontariamente, perchè non ne hanno convenienza, sia fatto dallo Stato. La quota di risparmio pubblico, di risparmio forzoso, andrà sempre crescendo in futuro. Da questo discenderà un diverso assetto politico dell'economia

e dello Stato. Io vorrei, pur senza porre problemi nuovi, che si riflettesse su questo aspetto del problema, le cui conseguenze mi sembrano estremamente rilevanti.

C U C C I A. Rispondo intanto alle domande del Presidente. Sulla automaticità delle quotazioni dei titoli, ci sono due problemi che vanno guardati con molta attenzione. Uno è che la quotazione ha un senso e si presta a difenderci dalla speculazione quando ci siano veramente nelle mani del pubblico dei quantitativi di titoli sufficienti ad alimentare il mercato. Questa è la prima ragione, che non so in che misura possa essere oggetto di accertamento automatico. Perché ci potrebbero anche essere interessi particolari intesi a favorire una automaticità che poi si presterebbe unicamente a movimenti speculativi.

In secondo luogo dobbiamo renderci conto che l'automaticità potrebbe comportare responsabilità in coloro che la provocano qualora poi si rivelasse che l'automaticità ha dato luogo a fenomeni speculativi. Dobbiamo andare molto cauti in materia di ammissione alla quotazione di titoli che poi si rivelino scarsamente diffusi nel pubblico o formino oggetto di movimenti speculativi.

Per quanto riguarda i titoli esteri, ce ne siamo occupati qualche volta. Devo dire che abbiamo trovato dei grossi ostacoli che riguardano sia il regime della nominatività dei titoli, sia il regime del trasferimento dei titoli, che è diverso per le leggi estere ed italiana. Occorrerebbe che le società estere compissero una serie di adempimenti in Italia, per i quali ci sono delle difficoltà. A parte il fatto che per i titoli esteri ci sono delle norme valutarie che impongono il deposito presso la banca agente, e impongono una serie di limitazioni che possono domani non essere gradite dal portatore. Devo aggiungere, con estremo senso realistico, che gli italiani i titoli esteri, purtroppo, se li vanno a comperare fuori. Questa è la triste verità, perchè così facendo hanno una posizione fiscale protetta, e sono protetti anche dall'eventuale ripetersi dei ricordi del '35, quando ci fu la cessione obbligatoria dei

6^a COMMISSIONE4^o RESOCONTO STEN. (12 febbraio 1975)

titoli esteri allo Stato. Sono fatti, questi, che contano nei ricordi della gente.

Per quanto riguarda il problema degli scarti, io rispondo andando avanti, leggendo un'altra frase del bollettino della Banca d'Italia che dà già una risposta, e che posso indicarvi: « Le prospettive che regolano le operazioni di borsa, dato il ruolo di primaria importanza che questa riveste per la funzionalità del mercato, meritano un cenno particolare. Ai margini di copertura in denaro e in titoli fissati per tutte le borse americane, 55 per cento alla fine del '71 (è il fascicolo del '73), si aggiungono quei margini minimi di garanzia di ordine generale, e margini speciali per titoli soggetti a forte speculazione, che variano di volta in volta. La possibilità di manovrare i diversi tipi di margini di copertura consente interventi rapidi ed efficaci. Il margine è stato modificato cinque volte tra il '60 e il '70 e quello sulle singole sezioni ha interessato 67 titoli nel '69 e soltanto 4 nel '70 ». Cioè, come dicevo, è un argomento di politica monetaria in cui le autorità monetarie hanno tutti i poteri di questo mondo. Sta a loro di vedere se devono o non devono intervenire in questa materia, assumendosi naturalmente delle responsabilità per quanto riguarda il campanello di allarme su determinati titoli che fossero oggetto di speculazione, dato il fenomeno che il rialzo chiama rialzo e il ribasso chiama ribasso. Questa è la risposta che posso dare.

Voci. Ho sotto gli occhi una circolare del 1970 della Association Nationale des Sociétés par actions. Dice — leggo dalla circolare — che la nuova legge francese del '70 ha ipotizzato due nuove fattispecie di delitti: delitto di utilizzazione di informazioni privilegiate; il secondo delitto è delitto di informazioni menzognere. Ora, evidentemente qui entriamo in un campo in cui bisogna andare cauti, nel senso che occorrono delle misure particolari per l'accertamento di questi delitti, per avere prove, per evitare quello cui accennava il senatore, di tanti tentativi di procedura per agguataggio, o di pochi tentativi non approdati a nulla, perchè era difficile dimostrarne l'esistenza.

Ricordo che questi delitti e queste procedure riguardano l'obbligo della denuncia del

possesso di titoli azionari da parte di membri del consiglio, da parte di dirigenti, nonché quelli che sono gli interventi in borsa da parte di dirigenti o di membri del consiglio di amministrazione (o da parte di persone della loro famiglia), cioè acquisti e vendite dei titoli delle società da essi amministrare.

Si può naturalmente cercare di frenare questi che sono gli aspetti deteriori del mercato azionario. Le banche alimentano la speculazione? Qui dobbiamo fare una piccola parentesi. Non c'è dubbio che le banche comprino titoli e li tengano in portafoglio, e vendano titoli. Mi domando se questo sia alimentare la speculazione. In altri paesi, cito per esempio l'Inghilterra, esiste la figura del *jobber*. I *brokers*, come loro sanno, possono trattare soltanto con i *jobbers*, i quali trattano soltanto pochi titoli, e fanno da « serbatoio » per quei titoli, cioè fanno sì che quando c'è una grossa offerta, entro certi limiti l'offerta venga assorbita da un serbatoio che poi la ricolloca successivamente. I *jobbers* poi seguono con sufficiente diligenza l'andamento delle società e quindi hanno una certa esperienza di quelli che possono essere i limiti entro i quali comprare e vendere i titoli delle società.

Certamente, le banche indirettamente svolgono una parte di questo compito, quando comprano titoli offerti dalla clientela e poi li ricollocano sul mercato, tenendo presente che la banca può avere anche un interesse perchè ha anche molte operazioni garantite da titoli, e quindi il giorno in cui il cliente deve realizzare delle partite, forse può anche avere interesse a non buttare tutte le partite sul mercato, e questo è un interesse legittimo, di evitare al cliente e a se stessa delle perdite.

Naturalmente ciò non toglie che ci possano essere in questo campo movimenti deteriori che possono dare sorprese amare quando banche di un certo tipo e di una certa qualità addirittura intervengono — ci sono stati fatti recenti — nel manovrare l'andamento speculativo dei titoli di gruppi azionari. Ma sono fatti che devono interessare più i carabinieri che la nostra discussione.

Per quanto riguarda una accentuata presenza del settore pubblico, vorrei ricordare

6^a COMMISSIONE

4° RESOCONTO STEN. (12 febbraio 1975)

un fatto: quando venne costituita la Mediobanca, nel 1946, e cominciammo ad operare nei mercati finanziari, scoprimmo con qualche sorpresa che i dossier-titoli dell'Italia meridionale della clientela erano composti, non dico esclusivamente, ma quasi esclusivamente di obbligazioni dello Stato: il meridionale comprava titoli dello Stato. E fu la Mediobanca che iniziò il collocamento di obbligazioni di società private (Edison, Pirelli) e cominciammo a collocare queste obbligazioni presso i piccoli risparmiatori dell'Italia meridionale. Questa fu l'anticamera di quelli che poi furono gli acquisti anche di titoli azionari da parte del risparmio meridionale. In genere c'è un tipo di risparmiatore che verso lo Stato ha fiducia. Qualche volta lo Stato non fa niente per meritarsela, ma questo è un altro discorso.

Diceva il presidente Petrilli che il risparmio, per esempio, ha trovato nel titolo telefonico, che è un titolo di servizio pubblico, un investimento di suo gradimento in genere, perchè il risparmio ha sempre pensato che il servizio pubblico fosse qualcosa che dava certe garanzie di stabilità. È questa anche la ragione per la quale le società elettriche italiane hanno avuto un notevole successo sul mercato italiano: perchè il mercato sapeva che quelle società avevano due vantaggi: operavano in situazione di monopolio; vendevano quasi per contante. Queste sono le due qualità che nella mente del grosso pubblico costituiscono la garanzia attraverso una enorme riduzione del rischio industriale. Quindi non c'è dubbio che i titoli del settore pubblico, specialmente quelli dei servizi pubblici, possono avere notevole prestigio sul mercato.

Devo aggiungere però che il mercato è diffidente nei confronti dei prezzi amministrati, perchè può ritenere che il prezzo amministrato possa compromettere la possibilità dell'impresa di sostenere il proprio sviluppo, di sostenere un adeguato andamento.

Escludiamo per il momento di considerare quello che è stato il periodo eccezionale del 1974, quando gli alti tassi del denaro hanno sconvolto tutto, però devo aggiungere che non è tanto il rendimento sia pure del famoso dividendo del 7-8 per cento dato dalla SIP che faceva contento il risparmiatore,

bensì la certezza che c'era uno sviluppo costante nell'impresa che trovava nell'autofinanziamento la possibilità di mantenere valide le strutture dei propri servizi. Quindi in quel settore il risparmio privato può effettivamente trovare un investimento di qualche attrattiva. Ripeto: nella misura in cui ci possiamo riferire a servizi pubblici che hanno le due qualità: quella di essere appunto un servizio pubblico e quella del pagamento-cash.

Per quanto riguarda il problema dell'intervento delle banche nel settore, vorrei ricordare una cosa che è abbastanza importante. Cominciamo a distinguere obbligazioni e azioni. Per le azioni i dati che sono riportati nell'allegato B possono indurre a pensare che il valore di contrattazione delle azioni nel 1974 alla borsa di Milano rappresenta circa il 20-25 per cento del valore della capitalizzazione di borsa di quelle azioni: ma tale percentuale in effetti è irrealistica perchè le quantità effettive sono molto maggiori e in secondo luogo quella percentuale è riferita al cento per cento del capitale; ma noi sappiamo per esempio per i titoli dell'IRI che il 55 per cento in media dei titoli è in mano all'IRI, quindi quella percentuale va riferita a meno della metà del capitale. Per Mediobanca noi sappiamo benissimo che i quantitativi trattati rappresentano quasi il cento per cento dei titoli che sono già sul mercato, e quindi c'è una grossa circolazione durante l'anno del capitale che si trova nelle mani del pubblico.

Per le obbligazioni andiamo dallo 0,80 al 2,20 per cento al massimo per tutte le obbligazioni dei diversi tipi, di quantitativi trattati rispetto alle obbligazioni in circolazione. Si tratta cioè di un mercato marginalissimo. Però le emissioni che avvengono ogni anno rappresentano cifre imponenti, che vengono raggiunte unicamente in quanto c'è il sistema bancario che è capace di collocarle, perchè al di fuori del sistema bancario non c'è da farsi illusioni: non si collocano. Devo aggiungere una cosa molto importante: quando abbiamo cominciato a collocare i titoli attraverso i consorzi formati da Mediobanca, per la prima emissione di dieci miliardi — ricordo che era della Edison — avemmo circa 65.000 sottoscrittori. Oggi noi

abbiamo 60.000 sottoscrittori per ben 300 miliardi. Naturalmente ci sono i grossi investitori, ma oggi abbiamo degli acquisti medi molto più rilevanti, però per ogni prestito importante si arriva ai 60, 70, 75.000 sottoscrittori, il che rappresenta un grossissimo lavoro che non può essere svolto che dalle banche.

Aggiungo che quando si ha l'emissione di un prestito, il prezzo è già indicato al momento dell'emissione stessa, quindi non c'è niente da controllare. Si potrà forse controllare se la banca retrocede al sottoscrittore i dieci o i venti centesimi per indurlo ad investire, ma niente altro.

Per quanto riguarda le azioni il problema che si pone è invece abbastanza delicato quando l'emissione è offerta al pubblico. Se l'emissione è riservata agli azionisti anche in questo caso c'è poco da controllare, perchè gli azionisti vanno alla banca per sottoscrivere e tutto finisce lì. Ma se l'emissione è direttamente offerta al pubblico ci sono due casi. O l'emissione è semplicemente garantita, perchè c'è sempre il diritto di opzione a favore degli azionisti; in tal caso la banca interviene per acquistare alla fine i titoli che non sono stati sottoscritti e poi provvede al collocamento frazionato, ma sono cifre di scarsa importanza. Se, invece, la banca assume a fermo una emissione azionaria e poi la colloca, in genere il prezzo è fissato al momento del collocamento, viene tenuto fermo per uno, due o tre giorni al massimo, poi c'è la sottoscrizione presso gli sportelli. Lì francamente la trasparenza del mercato è palese, c'è un problema di rapporto fra la banca e i suoi clienti, e tutti i sottoscrittori sono su un terreno di parità.

Per quanto riguarda, quindi, l'intervento del sistema bancario nel collocamento dei titoli e come strumento di richiamo del risparmio verso i titoli mobiliari, la funzione delle banche per le obbligazioni e per le grosse emissioni è a mio avviso insostituibile.

B E R G A M A S C O . Io parlavo di contrattazioni, non di emissioni.

C U C C I A . Per la parte obbligazionaria debbo ritenere che nove decimi dei clienti

che comprano e vendono obbligazioni non hanno mai visto in faccia in vita loro un agente di cambio. Per le azioni vorrei far presente che è stato citato spesso il caso della Francia. Devo dire che esso non è così assoluto come si sostiene, perchè in quel paese, ad esempio, le transazioni tra persone fisiche sono escluse dall'intervento dell'agente di cambio; come lo sono le transazioni tra società che abbiano rapporti di capitale entro certe misure che mi sembra siano del 15 o 20 per cento; non sono inoltre soggette all'intermediazione dell'agente di cambio le vendite di titoli che sono un fatto parziale di un contratto molto più complesso. Quindi la legge non è così assoluta come generalmente si crede.

Accenno ora ad un argomento sollevato sempre in materia di quotazioni e che non ritengo esatto, cioè che il titolo obbligazionario appena collocato subisce una flessione. Vorrei distinguere due fenomeni diversi. Può darsi che, se il collocamento è stato difficile perchè la massa offerta era imponente, la banca, nel vendere il titolo, abbia concesso alla clientela degli scarti, delle riduzioni, delle partecipazioni alla propria commissione di collocamento, che può essere dell'1,50 o del 2 per cento, secondo i titoli. Quando il titolo è collocato, ci può essere il cliente— siccome le vendite di obbligazioni avvengono anche con margini molto ristretti — che le ricolloca sul mercato recuperando quella piccola parte che ha avuto dalla banca. Ritengo quindi che, se un ente o una società si rivolge al mercato con le obbligazioni, farebbe una politica suicida se facesse lo scherzo di deprimere lui stesso il mercato subito dopo il loro collocamento.

Si è anche accennato al problema della perdita che hanno avuto i risparmiatori per le cartelle fondiari e per le obbligazioni nell'anno 1974. È un grosso problema, e dobbiamo tenerne conto; però anche qui si deve dire che vi è stata una tale esplosione del mercato dei tassi per cui era veramente difficile evitare quello che è accaduto. Cioè le casse di risparmio, gli istituti fondiari avrebbero dovuto raccogliere i fondi al 16 o 18 per cento per comprare delle obbligazioni che rendevano il 6 per cento, il che avrebbe significato fare una politica diretta unica-

mente a presentare i libri in tribunale, una cosa assurda. Il tentativo l'hanno fatto, nobilmente, sono caduti combattendo, però sono caduti, e non potevano che cadere. Ritorriamo quindi al fenomeno che ha reso particolarmente grave il problema del rapporto mezzi propri - mezzi di terzi: prego di considerare che nel 1974 alcune aziende hanno avuto oneri finanziari di un anno superiori ai mezzi propri. Il problema è quindi di una estrema serietà.

Problema della indicizzazione. Vorrei premettere che su di essa sono sorte alcune fantasie. Esiste il mito del Brasile, che aveva scoperto tutto in merito e che poi, in fondo, non aveva scoperto niente, perchè si sono avute solo illusioni sulla possibilità di una indicizzazione generale. L'indicizzazione del tipo che viene qualche volta invocato non può essere limitata alle obbligazioni, ma comporta una catena di problemi su tutta una serie di contratti. L'Italia ha emesso la prima formula di indicizzazione finanziaria, che è stata quella ENEL, su cui sono in corso alcune operazioni. Questa è una indicizzazione che, o sull'interesse o sul capitale, fa riferimento al rendimento delle obbligazioni in borsa, cioè consente al titolo di mantenere costantemente la pari, e permette all'obbligazionista di ricevere un montante che lo compensi parzialmente, non totalmente, della svalutazione della moneta. Debbo aggiungere che qualche tempo fa, in una riunione di banche centrali in Germania, è stato osservato che la formula della indicizzazione finanziaria studiata in Italia era la sola valida da un punto di vista generale, in quanto essa consente, attenuandosi il fenomeno della inflazione e riportandolo al 3 o 4 per cento annuo, di tornare alle normali obbligazioni. Debbo aggiungere ancora, per la verità, che non dobbiamo dimenticare che l'industria italiana si è costituita sulla svalutazione dei debiti delle aziende. Non è esatto dire che esiste il risparmiatore che compra le obbligazioni il 1° gennaio 1960 e aspetta l'estrazione del 1975: quelle obbligazioni continuano a girare, quindi ciascuno ha avuto la sua parte di svalutazione. Però l'imprenditore ha corso anche lui il rischio dell'investimento industriale e dell'avvio di una

attività che poteva portargli delle perdite. Non c'è dubbio che la previsione della svalutazione dei debiti, d'altra parte, è stata una costante di tutti i programmi di investimento industriale.

Ho cercato di richiamare l'attenzione della Commissione sul fatto che il mercato italiano è il mercato italiano, nè inglese, nè americano, nè tedesco: è una borsa, la nostra, in cui il 50 per cento delle azioni quotate è costituito dai 42 titoli che esistevano nel 1925; il resto riguarda titoli ad alto « tasso di mortalità », non so come altrimenti esprimermi. I modelli vanno adattati, non può esserci un modello a cui fare riferimento. Anche la stessa borsa francese è borsa diversa dalla nostra; comunque forse è quella che ha talune caratteristiche alle quali noi potremmo riferirci: un numero limitato di titoli a termine, un numero maggiore di titoli soltanto per contanti, eccetera. Però devo avvertire: guardate, il modello dovrebbe tendere a limitare quanto è più possibile la speculazione. Le leggi italiane sono sufficienti se sono applicate realmente. Non credo che possiamo fare riferimento a modelli di altri Paesi che hanno scarsa rassomiglianza con noi. Oggi il nostro Paese non è in grado di imitare i modelli di altri Paesi; non vedo come una borsa italiana, col suo centinaio di titoli, possa imitare la borsa di Londra con 3.000 titoli, o quella di New York.

P R E S I D E N T E . Poichè nessun altro domanda di parlare, possiamo considerare conclusa l'odierna seduta dell'indagine conoscitiva sul funzionamento delle borse valori in Italia. Esprimo, a nome della Commissione, la nostra gratitudine al professor Petrilli e al dottor Cuccia, per gli argomenti che, con molta chiarezza e sincerità, hanno sottoposto alla nostra attenzione.

Ritengo che tali argomentazioni ci serviranno allorchè cercheremo di riassumere tutto questo nostro lavoro.

La seduta termina alle ore 12.