

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

5^a SEDUTA

MARTEDÌ 18 FEBBRAIO 1975

Presidenza del Presidente VIGLIANESI

INDICE DEGLI ORATORI

PRESIDENTE	Pag 111, 114, 119 e <i>passim</i>	CAFFE'	Pag. 111, 132
BORSARI	138	PALLADINO	114, 135, 136 e <i>passim</i>
CAROLLO	128, 136	PIVATO	119, 124, 130 e <i>passim</i>
DE FALCO	127, 130, 131 e <i>passim</i>		
DE LUCA	129		
DE PONTI	140		
LI VIGNI	128, 131, 136		
PAZIENZA	124, 126, 127		
PINNA	127, 138, 140		
SEGNANA	130, 132, 139		

Intervengono alla seduta, a norma dell'articolo 43 del Regolamento, i professori Federico Caffè dell'Università di Roma, Giuseppe Palladino e Giorgio Pivato dell'università « Bocconi ».

La seduta ha inizio alle ore 17,15.

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

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

Sono presenti ai nostri lavori i professori Federico Caffè, Giuseppe Palladino e Giorgio Pivato, da noi invitati in qualità di studiosi della materia.

Anche a nome della Commissione li ringrazio per aver accolto il nostro invito; siamo convinti, come già avvenuto nelle precedenti audizioni, che anche questo incontro sarà positivo, almeno ai fini che la nostra Commissione si pone.

I docenti qui presenti hanno avuto il materiale che è stato discusso in questa sede e credo anche i resoconti sommari delle precedenti audizioni, quindi conosciamo i motivi fondamentali di questa nostra indagine, cioè la crisi che attraversa il sistema borsistico, crisi, secondo alcuni, determinata dalla stessa congiuntura economica che sta attraversando il Paese. Comunque è stata constatata la difficile funzione di mediazione delle borse fra il mondo delle imprese e quello del risparmio.

Torniamo, dunque, ai motivi dell'indagine: ricerca della cause di questa crisi e quali proposte di innovazioni e modifiche possono essere suggerite per ridare fiducia al risparmiatore e nuove possibilità finanziarie alle imprese. Abbiamo sentito gli agenti di cambio, i rappresentanti delle banche, delle società per azioni e dell'IRI; da queste prime audizioni è emersa con evidenza una divergenza di orientamenti fra il mondo bancario e gli agenti di cambio: questi ultimi tendono a sottolineare la necessità di accentrare tutte le contrattazioni in borsa, le

banche a lasciare al sistema bancario una notevole funzione intermediatrice.

Abbiamo chiesto — e sono cose che chiediamo ora anche a voi — se si ritiene che la borsa abbia dato un efficace contributo in questo dopoguerra al processo di sviluppo economico del Paese e se rappresenti ancora uno strumento valido per il reperimento di nuove risorse.

Abbiamo chiesto anche alcuni pareri sulla CONSOB, ma su questo credo che saranno gli stessi commissari a porre specifiche domande.

È stata chiesta da noi anche una valutazione in ordine al problema delle quotazioni dei titoli azionari esteri. Il dottor Cuccia, amministratore delegato della Mediobanca, ha affermato che su 668 imprese censite, il rapporto fra capitale di rischio e capitali di credito è di uno a quattro.

Una domanda spontanea che insorge è se si ritiene corretta questa situazione, sia per la vita delle aziende che dell'intero sistema produttivo e se questo rapporto possa essere considerato armonico rispetto alla situazione di altri paesi industrializzati; se è quindi possibile spezzare la pressione inflazionistica che deriva da questo rapporto, pressione che, in un certo senso, è incoraggiata dalle imprese stesse; se l'afflusso del risparmio può esser diretto verso l'impiego azionario attraverso iniziative di politica fiscale e tributaria e, in caso positivo, quali potrebbero essere queste iniziative.

Queste mi sembrano alcune delle questioni che possono costituire il motivo del nostro incontro che, come ho detto all'inizio, mi auguro franco e proficuo come sono stati quelli precedenti, nei quali ciascun intervenuto ha parlato con la massima libertà e spregiudicatezza.

Prego il professor Caffè di prendere la parola.

C A F F È . La ringrazio, signor Presidente, per le sue cordiali parole e per l'invito e l'opportunità che mi è stata data.

Poichè ho un appunto scritto che risponde ad alcuni dei quesiti da lei sollevati, per assicurare maggior spazio alla esposizione

6^a COMMISSIONE

5° RESOCONTO STEN. (18 febbraio 1975)

dei colleghi, ed anche alla discussione, ritengo preferibile darne lettura.

Devo fare presente che il mio interesse per il funzionamento dei mercati finanziari è dovuto unicamente a motivi di studio ed ha quindi tutte le limitazioni di una conoscenza basata sui libri e non sulla pratica. La materia oggetto del mio insegnamento, la politica economica, mi impone d'altra parte di non limitarmi all'esame del funzionamento di determinati istituti economici, ma di vagliarne anche la rispondenza a determinati obiettivi considerati socialmente desiderabili. Nel caso dei mercati finanziari e delle borse valori in particolare, per evitare di far riferimento a criteri di valutazione troppo generali, mi limiterò a considerare il funzionamento effettivo delle borse stesse in rapporto a quelli che si indicano abitualmente quali loro compiti caratteristici, e cioè:

fornire indicazioni per l'impiego più conveniente dei mezzi finanziari disponibili;

dar modo agli operatori che vi abbiano disposizione di affrontare un tipo particolare di gioco;

consentire agli operatori di mobilitare le attività finanziarie di cui dispongono in condizioni che, senza porli al riparo in modo assoluto da possibili perdite, costituiscano una efficace salvaguardia per gli operatori stessi. È quello che si intende dire quando si parla dell'impegno delle autorità pubbliche di « mantenere condizioni ordinate sui mercati finanziari ».

Ora, senza scendere ad un esame particolareggiato di specifiche indagini, ma fornendo alla Commissione materiale di documentazione dal quale possono essere desunte le fonti delle indagini stesse, credo di poter affermare che i mercati di borsa, in generale, non rispondono in modo soddisfacente a nessuno di questi compiti caratteristici. Talvolta si prospettano i mercati di borsa come se fossero esempi residui di mercati effettivamente cocorrenziali. Ma non è così. In una economia di oligopoli, quale è quella in cui viviamo, anche i mercati di borsa non sfuggono alla logica dell'oligopolio. Non ci

si può attendere, sulla base delle indagini teoriche ed empiriche a mia conoscenza, che tali mercati funzionano come « guardiani dell'efficienza », con riguardo sia a coloro che riescono ad attingervi i mezzi, sia al modo in cui i mezzi stessi sono utilizzati.

Quanto al tipo di gioco che si sostanzia nei contratti a premio, non esiste un solo testo aggiornato a mia conoscenza che prospetti in termini vantaggiosi la speculazione che si opera in borsa. Ciò in quanto non si tratta di valutare i possibili vantaggi e svantaggi della speculazione in generale, ma di considerare realisticamente quella che si compie in mercati necessariamente imperfetti ed inquinati in vario modo dalle condizioni oligopolistiche prevalenti nel mondo moderno.

Queste considerazioni mi portano a far presente che una riforma dei mercati di borsa sarebbe valida solo in quanto cercasse di evitare di immettere contenuti nuovi in strutture superate. Ciò dà luogo a soluzioni ibride ed altamente insoddisfacenti. Oggi non appare realistico chiedere alla borsa segnali per l'allocazione più efficiente delle risorse finanziarie, segnali che dovranno essere forniti dalla programmazione. L'eliminazione dei contratti a premio trova concordi, a quanto mi risulta, anche i più illuminati degli operatori specializzati che agiscono in borsa. Rimane l'impegno di « assicurare condizioni ordinate sui mercati finanziari » ed è su questo compito, a mio avviso, che dovrebbe concentrarsi l'attenzione di una riforma delle borse, che non risulti sostanzialmente conservatrice, ma sia effettivamente innovatrice.

A tale intento potranno essere di qualche utilità, spero, le osservazioni che seguono.

Non mi risulta che il rapporto tra capitale di debito e capitale di rischio presenti aspetti particolarmente anomali nel nostro Paese e non sono di avviso che esistano « regole auree » sul modo in cui le varie forme di finanziamento delle imprese debbano combinarsi.

Allorchè negli Stati Uniti si svolse l'inchiesta senatoriale sulle borse, denominata dal presidente della commissione, inchiesta Fubright, (1955) fu chiesto esplicitamente al

presidente del consiglio dei governatori del Sistema della riserva federale se potesse essere fatto qualcosa « quale incoraggiamento perché il finanziamento delle imprese avvenga in misura maggiore attraverso il mercato azionario e in misura minore in forma di indebitamento ». La risposta testuale di Martin fu la seguente. « No: non ritengo che ci spetti di decidere in materia di affari per conto degli altri ». Può essere utile aggiungere che Martin, lasciata la carica di presidente del Sistema della riserva federale, è stato chiamato a presiedere lo studio per la riforma del sistema delle borse americane: in realtà tutti i paesi hanno i loro problemi ed appare molto opportuno non idealizzare troppo le soluzioni istituzionali altrui, inclusa la eccessivamente e ingiustificatamente elogiata *Securities and Exchange Commission* degli Stati Uniti.

In realtà, nel discorso tra capitale di debito e capitale di rischio, mi sembra che si inseriscano vari equivoci. Con riferimento alla situazione italiana, sembra difficilmente accettabile — ad esempio — riferire lo scarso numero delle società quotate in borsa al numero molto elevato delle società per azioni registrate. Circa il 75 per cento di queste società ha un capitale complessivo che rappresenta soltanto il 5 per cento del capitale totale. D'altra parte, poco più del 3 per cento del totale complessivo di tutte le società concentra quasi il 75 per cento del capitale complessivo di tutte le società per azioni. Quindi, dal lato dell'offerta del capitale di rischio, mi sembra che non occorrerebbe perdere di vista sia questa struttura tipicamente dualistica della nostra economia, sia il fatto che — se si desidera comunque orientare il finanziamento in una data direzione — occorrerebbe creare condizioni non già di vantaggio, ma quanto meno di indifferenza negli oneri fiscali.

Quanto alla domanda di titoli rappresentativi di capitale di rischio, cioè di azioni, mi sembra che sia fuorviante il confronto che tanto spesso si fa tra il numero degli azionisti negli altri paesi, ad esempio gli Stati Uniti d'America, e nel nostro. Ancora una volta, il numero assoluto degli azionisti dice ben poco qualora non si tenga conto della

concentrazione del possesso azionario. Se questa concentrazione è elevatissima, come appunto accade negli Stati Uniti (e unisco riferimenti illustrativi, per non appesantire l'esposizione con altre cifre), la diffusione del possesso azionario — in quanto indica che la sorte di molti risparmiatori dipende dalle decisioni di pochi — andrebbe, in verità, considerata con apprensione: in nessun caso, ad ogni modo, costituisce un indice di democrazia economica.

Allorchè si prospetta la possibilità di imporre a determinate categorie di imprese il ricorso alle emissioni azionarie, mi chiedo come sia possibile ciò senza una preliminare ed efficace disciplina delle operazioni di « take-over ». Evidentemente si pensa che operazioni del genere rispondano alla logica dell'efficienza e si dimentica, ancora una volta, che viviamo in un mondo di oligopoli e di società multinazionali.

È in un documento predisposto da un gruppo di esperti del Presidente degli Stati Uniti che si legge questa affermazione, riferita a una forte tendenza alle fusioni constatata negli anni sessanta e realizzata, appunto, con operazioni di borsa del tipo dei « take-over »: « Esistono prove crescenti e preoccupanti che un complesso intreccio di forze finanziarie e speculative, piuttosto che la ricerca di una maggiore efficienza, sia l'impulso che spinge l'attività che si concreta nelle fusioni a un ritmo sempre più intenso » (Cfr. *Studies by the Staff of the Cabinet Committee on Price Stability*, Washington, 1969).

Pertanto, anche con riguardo al grado di apertura delle nostre borse alla partecipazione esterna, comunitaria o meno, sembra piuttosto semplicistico attendersene soltanto spinte efficientistiche, senza tener conto delle manovre di acquisizione di tipo puramente finanziario e dei riflessi sull'occupazione.

Se queste considerazioni intendono sottolineare che riserve critiche di vario ordine sono avanzate sul funzionamento concreto dei mercati di borsa, anche in assetti istituzionali diversi dal nostro, questo non significa che la regolamentazione odierna dei mercati di borsa nel nostro Paese non presenti ampie possibilità di miglioramento.

6^a COMMISSIONE

5° RESOCONTO STEN. (18 febbraio 1975)

Per quanto mi riguarda, ritengo che tali possibilità siano legate:

a una riduzione drastica delle borse operanti, in modo da evitare una creazione artificiosa di attività di carattere ovviamente speculativo;

alla concentrazione dell'attività di borsa negli operatori specializzati, con eliminazione degli operatori bancari. Ciò, a parte ogni altra considerazione di opportunità, potrebbe essere di incentivo ad orientare il sistema bancario verso tutta una gamma di servizi di assistenza tecnica e di amministrazioni fiduciarie che potrebbe dare un fondamento più razionale al costo che il sistema stesso costituisce per la collettività;

al fatto che la Commissione nazionale per le società e per le borse sia dotata di effettiva autonomia e di mezzi adeguati, evitando di ripetere in questo caso l'esperienza non felice dell'apparato destinato a sovrintendere alla programmazione economica. Sia per le esigenze di studio che per le necessità di documentazione si dovrebbe accuratamente evitare che la CONSOB venga di fatto a dipendere dal supporto di altri centri operativi della politica economica e, più ancora, da associazioni di categoria. Legittimi portavoce di interessi sezionali, queste associazioni vanno oltre il loro compito allorchè — di fatto — diventano elaboratrici di progetti di provvedimenti che i poteri pubblici finiscono per recepire in tutto o in parte. È una non lodevole tradizione della quale occorrerebbe discostarsi: la struttura e le possibilità operative della CONSOB potrebbero fornire una significativa occasione.

P R E S I D E N T E . Ringrazio il professor Caffè per la sua interessantissima esposizione. Do la parola al professor Palladino.

P A L L A D I N O . Signor Presidente, la ringrazio dell'onore che mi ha fatto invitarmi a riferire a questa onorevole Commissione.

Comincio col rispondere alle sue domande, le quali trovano risposte e chiarimenti anche in una relazione scritta che ho già

consegnato alla segreteria della Commissione e alla quale debbo rinviare l'attenzione degli onorevoli senatori per giustificarmi dei particolari punti di vista.

Per quanto riguarda il primo quesito, quello sul rapporto, in ordine alla distinzione delle funzioni, tra gli agenti professionali di borsa e gli istituti bancari, secondo la mia modesta opinione in tutti i casi sarebbe giustificata una distinzione tra gli agenti di borsa, cioè tra gli operatori professionali del mercato secondario, e quelli del mercato primario, che io identifico prevalentemente nel sistema bancario. Ma nel caso italiano esistono delle ragioni strutturali e funzionali che addirittura, secondo me, dovrebbero proprio obbligare a questa distinzione.

Vedremo poi quali sono queste ragioni strutturali. Per ora ne anticipo solo una.

Io ho esaminato — come potranno rilevare dal testo della mia relazione scritta — la struttura del possesso azionario in Italia ed in alcuni importanti altri Paesi. Si tratta di dati assoluti e rapporti percentuali che ho ricavati ed elaborati dal bollettino statistico dell'OCSE. Ebbene, dallo studio di questi dati appare che l'Italia si caratterizza come il Paese delle partecipazioni incrociate. Si tratta di un fenomeno che non trova riscontro in nessun altro Paese; lo si può trovare, ma a grande distanza, solo nel Giappone.

Ora io domando: in un Paese dove esiste il fenomeno — che io giudico deteriore dal punto di vista economico, sociale ed anche politico — della pratica delle partecipazioni incrociate, confondere in modo diretto o indiretto il lavoro degli operatori professionali del mercato secondario con il lavoro degli operatori professionali del mercato primario dei capitali, potrebbe comportare altre pericolose incertezze e non una chiarificazione nel settore delle borse; in un Paese come il nostro, dove non esistono confini fra settore pubblico e settore privato dell'economia, questo sarebbe un altro motivo per giustificare la netta distinzione di questi due gruppi di operatori finanziari.

Loro ne comprendono perfettamente le ragioni; quando questi confini non sono precisi, si hanno manovre di potere economico

confuse, talvolta e purtroppo, con manovre di potere politico; e poi c'è la presenza degli azionisti di comando, che possono tener conto soltanto dei propri affari, spesso personali, scaricando gli oneri e i danni sugli azionisti risparmiatori. Ora, un nuovo elemento di confusione non servirebbe certo a migliorare l'ordinamento delle borse italiane.

Di questo mio particolare punto di vista si troverà una larga documentazione nello studio della struttura e della qualità del credito che ho fatto, confrontando la situazione italiana e quella di alcuni altri Paesi, insieme con lo studio della struttura del possesso azionario, che, come ho detto prima, nel caso italiano, è veramente una struttura atipica.

La seconda domanda mi pare sia questa: se le borse valori abbiano, o meno, influito nel promuovere la formazione di capitale di rischio in Italia. La risposta, secondo me, è ovvia: fino ad un certo tempo, cioè fino a quando le condizioni strutturali e funzionali del sistema economico italiano sono state discrete, rispetto a quelle ottime degli altri Paesi progrediti, vale a dire fino a tutti gli anni cinquanta, certamente le borse valori hanno influito sulla crescita del capitale di rischio.

Dal 1961 in poi tale contributo è stato del tutto negativo. Lo dimostrano le cifre seguenti: fino al 1961 il rapporto tra titoli azionari e obbligazioni era di 1 a 1 circa, mentre oggi esso è di 1 a 6, attualmente cioè il capitale di rischio è un sesto del capitale di credito. Queste due cifre dimostrano, da sole, qual è stato il mancato contributo della borsa; e che la borsa italiana non potesse dare un contributo positivo a questo riguardo risulta evidente dalla larga documentazione da me offerta. Infatti, ho creduto opportuno, dopo aver letto le relazioni già illustrate dinanzi a questa Commissione, dare un contributo particolare all'indagine conoscitiva, definendo e caratterizzando le condizioni strutturali e funzionali del sistema economico italiano, di cui la borsa valori rispecchia sempre le caratteristiche, nel bene e nel male: purtroppo, nel nostro caso nel male e non nel bene.

Ritengo con ciò di avere risposto alla seconda domanda.

Per quanto riguarda la terza domanda che ci è stata rivolta, e cioè se il rapporto tra mezzi propri e indebitamento esterno delle imprese, può considerarsi ottimale, armonico, equilibrato o se invece desti preoccupazione, debbo dire che mi dispiace, a tale proposito, dare una risposta non conforme a quella data dal professor Caffè. Non è vero infatti — almeno a quanto mi risulta — quello che ha detto al riguardo il professor Caffè, e cioè che questo rapporto è considerato con indifferenza. Al contrario, in molti Paesi gli istituti di sorveglianza delle borse valori e delle società tengono molto conto di tale rapporto, tanto che in alcuni di essi esistono dei rapporti percentuali fra capitale proprio e indebitamento esterno, al disotto dei quali un titolo azionario è messo fuori quotazione della borsa valori ufficiale. In media, detti rapporti percentuali sono di una misura tale che, nel caso italiano, se si dovessero adoperare gli stessi regolamenti, vi sarebbero pochi titoli da poter quotare in borsa.

La situazione dunque non va sottovalutata: essa anzi ha un grandissimo rilievo dal punto di vista della gestione finanziaria delle imprese, dal punto di vista dello sviluppo economico del Paese e dal punto di vista della tutela degli interessi degli azionisti risparmiatori. È facile capire infatti che, quando una società si ingigantisce con l'indebitamento esterno, si rafforza il potere decisionale degli azionisti di comando e si indebolisce il potere decisionale o di controllo degli azionisti risparmiatori, con tutti gli abusi e con tutte le conseguenze economiche e sociali che ne derivano.

Dal Presidente è stata rivolta poi una subdomanda rispetto alla questione principale; egli giustamente ha chiesto: che importanza ha un rapporto di questo genere ai fini dell'atteggiamento di certi gruppi di interesse di fronte alla politica antinflazionistica? Ha grande importanza; è chiaro infatti che, quanto maggiore è il tasso di inflazione, tanto più si alleggerisce l'onere reale dei debitori. E noi ci troviamo in una struttura e in una condizione di qualità del credito tra le peggiori

che a me sia capitato osservare e analizzare per gli altri Paesi industriali dell'Occidente.

Nella mia relazione, a questo riguardo, voi troverete dati impressionanti. Il sistema economico italiano è il più indebitato del mondo, per cui di fronte ad un indebitamento dell'economia per complessivi 90.000 miliardi di lire, cui vanno aggiunti altri 15.000 miliardi di lire di titoli a reddito fisso posseduti da privati, attulmente noi corriamo il rischio di dovere riquadrare la situazione in un solo modo: con la nullificazione di gran parte del patrimonio dei risparmiatori, con l'inflazione! Ora, esiste una regola, che forse alcuni di voi conoscono, vecchia di 500 anni, ma che stranamente è stata confermata in questi ultimi 25 anni dagli studi più avanzati degli economisti finanziari. Secondo tale regola, per sapere in quanti anni si può ammortizzare un investimento a medio o a lungo termine o restituire un debito, si divide il numero 70 per il tasso di interesse. Ora se noi dividessimo il numero 70 per un tasso medio del 15 per cento, avremmo un tempo di ammortamento di quattro anni e mezzo circa. Ebbene, io vi chiedo: quale impresa pubblica, quale impresa privata, quale Stato, quale ente sociale, quale ente pubblico, centrale o locale, è in grado oggi in Italia di restituire i propri debiti in quattro anni e mezzo? È una domanda questa che deve far riflettere gli onorevoli senatori.

Per quanto riguarda poi il debito sull'estero essi troveranno nella relazione considerazioni analoghe.

Vorrei soltanto far loro considerare, in quanto parlamentari, qual è il rischio che incombe sull'Italia a questo riguardo, data la situazione di grave squilibrio tra mezzi propri e indebitamento esterno delle imprese e l'anormale indebitamento di tutto il settore pubblico dell'economia e del settore amministrativo, centrale e locale. Il rischio è quello che ho detto prima: arrivare a nullificare gran parte del risparmio monetario con l'inflazione. E voi parlamentari, voi uomini democratici, dovrete tutti preoccuparvi delle reazioni dei risparmiatori. In Italia l'unica fonte del risparmio attivo è quella del risparmio familiare. Nella mia

relazione sono contenuti i dati totali dei conti correnti in Italia intestati a privati. Le cifre sono impressionanti: si tratta infatti di oltre 7 milioni di conti correnti privati e di oltre 31 milioni di conti correnti a risparmio, con una giacenza media per conto di 1 milione e 600.000 lire. L'Italia si distingue, insieme al Giappone, per il gran numero di piccolissimi e piccoli risparmiatori. Ora, i risparmiatori sono anche elettori: non organizzano cortei, non tengono comizi, ma sfogano spesso la loro rabbia nelle proprie case. E dovete tenere conto che è proprio tra le mura delle case, prima che nella cabina elettorale, che si decide il voto, in questo caso pro o contro la democrazia. Tutti gli uomini che hanno a cuore il destino della libera democrazia italiana debbono meditare responsabilmente su questa realtà.

Passando ora al quarto punto, quello relativo cioè alle nuove possibili iniziative di politica fiscale e tributaria, dirò, rispondendo anche ad un diverso punto di vista espresso dal professor Caffè, che esistono tre fonti proprie di finanziamento delle imprese, alle quali io aggiungo una quarta fonte impropria. Le tre fonti proprie sono: l'autofinanziamento, il credito, l'aumento del capitale di rischio. La fonte impropria è il pagamento posticipato o ritardato di beni e servizi acquistati dalle imprese. Di questa quarta fonte impropria le grandi imprese italiane hanno fatto uso ed abuso fino a qualche anno fa: oggi non lo possono più fare, perchè i tassi di interesse sono alti e la stretta creditizia pesa anche — e forse più — sulle piccole e medie aziende. Ci troviamo di fronte quindi ad un inaridimento di questa quarta fonte impropria.

Per quanto riguarda l'autofinanziamento, vi è da rilevare che questo in Italia è il peggiore di tutti quelli che si riscontrano negli altri Paesi industrializzati, basta pensare che dal campione elaborato dalla Banca d'Italia risulta nel 1973 un autofinanziamento netto del 19 per cento negativo, contro una media di un altro campione elaborato per i rimanenti cinque Paesi del Mercato comune originario pari al 42 per cento positivo. L'autofinanziamento, cioè la prima fonte, non solo non contribuisce al finanzia-

6^a COMMISSIONE

5° RESOCONTO STEN. (18 febbraio 1975)

mento delle imprese, ma è un peso negativo. Ora, io ho un modello econometrico personale, con il quale riesco a calcolare, anno per anno, l'autofinanziamento globale in ciascun sistema economico nazionale, sia esso di tipo occidentale, sia esso di tipo socialista. Ebbene, dalle mie ricerche, fatte nel 1966 per conto della Riserva fedrale americana, in collaborazione con sei grandi banche centrali, risulta una condizione strutturale e funzionale nella specie di autofinanziamento in Italia veramente allarmante. Basta osservare infatti l'allegato n. 1-bis alla mia relazione, nel quale sono contenute delle cifre e dei grafici, dove le aree tratteggiate rappresentano il volume di autofinanziamento, anno per anno per sei Paesi, tra cui l'Italia, e dove invece le aree punteggiate rappresentano, a differenza delle prime, delle minusvalenze finanziarie di circolazione, e cioè tempi di ammortamenti finanziari più lunghi e quindi autofinanziamento negativo.

Ebbene, voi vedete che la superficie tratteggiata dei vari paesi è molto significativa, perchè rappresenta anche il grado capitalistico delle singole strutture economiche nazionali. Aree massicce si trovano negli Stati Uniti, in Germania e in Olanda (l'area di quest'ultimo paese spiega perchè esso sia andato più svelto del nostro nello sviluppo economico ed oggi quel Paese ha una moneta assai più forte della nostra). Viceversa, in Italia, dopo il 1960, scompare l'area delle plusvalenze finanziarie, cioè degli autofinanziamenti aggiunti a quelli naturali o di equilibrio e compaiono delle minusvalenze che poi sono scomparse nel marzo 1965. Sono ricomparse lievemente delle plusvalenze negli anni successivi, ma dal 1970 in poi le minusvalenze italiane sono state veramente preoccupanti. Sul calcolo di queste minusvalenze troverete gli elementi tecnici essenziali per comprendere il fondamento matematico dell'analisi. Certamente l'andamento italiano giustifica, insieme ad altre cause, lo stato critico delle borse valori e la loro contraddittoria situazione attuale.

Ora, prima di concludere, voglio attirare la vostra attenzione sulle qualità del credito in Italia, poichè tutti ne discutono la quantità,

ma pochi fanno attenzione alla sua qualità. Quantitativamente, di credito in Italia ce n'è troppo, molto più del necessario, ma difetta la qualità. In poche parole, si può definire la qualità del credito come il suo grado di fecondità o capacità di produrre nuovi redditi. Uno degli indicatori è il rapporto fra il totale dei depositi postali e bancari ed il prodotto nazionale lordo. In Italia, tale rapporto è dell'87 per cento; nel 1974 è salito al 93 per cento, un livello veramente preoccupante contro il 50 per cento della Germania federale, il 37 per cento della Francia, il 31 per cento in Gran Bretagna, il 22 per cento in Olanda, il 28 per cento negli Stati Uniti, il 78 per cento in Giappone. In quest'ultimo paese, ciò non guasta, ma spiega perchè il Giappone ha potuto avere un tasso di sviluppo eccezionalmente alto, promosso appunto dalla grande propensione al risparmio di quei cittadini, risparmio erogato per il 4 per cento soltanto al settore pubblico dell'economia e per il 96 per cento alle imprese. Ecco perchè il detto rapporto percentuale del Giappone diventa un pregio e non un difetto. Infatti esso è un fattore aggiuntivo nella formazione reale di capitali a quelli che sono i mezzi propri o le altre fonti di finanziamento delle imprese.

Un altro rapporto, che definisce la qualità del credito, è quello tra il credito dato al settore pubblico e quello dato al settore produttivo. Purtroppo, per i dati italiani, pubblicati dalle statistiche del Fondo monetario internazionale, non è possibile fare distinzione tra settore pubblico nel suo complesso ed economia vera e propria, perchè le statistiche del Fondo monetario per l'Italia, a differenza di altri paesi, dividono il credito globale interno in due soli settori: statale e settore dell'economia. Sappiamo bene che nel settore pubblico italiano rientrano le aziende autonome di Stato, l'ENEL, le partecipazioni statali, gli enti previdenziali e mutualistici, gli enti locali. E con quale peso questi enti gravano sull'uso del credito è noto a tutti noi. Ebbene, anche senza tener conto della distinzione che si fa nelle altre statistiche dei paesi considerati, il rapporto fra finanziamento al settore pubblico e prodotto nazionale lordo è in Italia del

34 per cento, contro il 6 per cento della Germania federale, il 5 per cento della Francia, il 22 per cento della Gran Bretagna, il 9 per cento dell'Olanda, il 24 per cento del Belgio e Lussemburgo, il 20 per cento degli Stati Uniti e il 4 per cento soltanto nel caso del Giappone. Però è da tener presente che le percentuali del 22 per cento in Gran Bretagna e del 24 per cento nel Belgio e Lussemburgo comprendono il finanziamento degli enti locali ed anche dei rispettivi settori nazionalizzati; invece, in Italia, questi settori non sono considerati.

Non voglio chiedervi altro tempo; spero che abbiate la bontà e la pazienza di leggere la mia relazione che ho cercato di redigere nel modo più semplice possibile. Arrivo così alle mie conclusioni.

L'istituto della società per azioni, ove più o meno, è in crisi in tutto il mondo occidentale e questa realtà è da tenere ben presente. Tale crisi si manifesta come pericoloso divorzio tra possesso senza diritti (azionisti di comando e managers) e diritti senza possesso (gli altri azionisti risparmiatori). Il fenomeno delle multinazionali sta rapidamente aggravando e forse rendendo irreversibile la crisi delle società per azioni. Una riforma di queste società e del mercato dei capitali ne deve tener conto, in Italia più che altrove, in vista del pericolo cui ho accennato poco prima, pericolo non solo economico e sociale, ma anche politico. Apro una parentesi: in Italia, da un po' di giorni si insiste a parlare di tecnocrazia alternativa al regime democratico parlamentare e non è un discorso che si fa a caso; noi tutti, che siamo amanti della libertà e della democrazia, dobbiamo preoccuparcene.

Oltre al pericolo già detto, conseguenza della pessima qualità del credito, di nullificare cioè gran parte di esso con l'inflazione, un altro pericolo in Italia — quello del dissesto finanziario delle imprese — offre la possibilità di estendere l'impero delle multinazionali con l'acquisto a prezzi vili di grandi, medie e piccole aziende nel settore pubblico e privato. Il fenomeno delle multinazioni è grave, perchè esso non è esclusivo del mondo occidentale, ma si diffonde rapidamente anche nel mondo socialista.

Questa rapida crescita di tale fenomeno nell'una e nell'altra parte del mondo è aggravata dalle « joint ventures » o dai matrimoni tra le multinazionali private e quelle socialiste, al di sopra delle ideologie. Io immagino il figlio mostruoso di questo ibrido matrimonio tra giganti affamati di capitali. Questo figlio mostruoso potrebbe essere, nella logica di tale sistema, un sistema economico antisociale per eccellenza, nel senso che il capitale cesserebbe di essere fattore di produzione per divenire fine della stessa produzione, la quale perderebbe pertanto il suo carattere sociale all'Est come all'Ovest. Tutto ciò, ripeto, è pericoloso. Si pensi quali possano essere le implicazioni di uno sviluppo dell'impero delle multinazionali in Italia in conseguenza della grave crisi di redditività e della capacità di resistenza delle piccole, medie e grandi imprese. Nel testo della mia relazione, onorevoli senatori, troverete a questo proposito delle considerazioni, che come uomini politici e parlamentari vi interessano da vicino.

Per le fonti di finanziamento, da quanto esposto nei precedenti paragrafi, risultano urgenti il risanamento della prima fonte, una migliore qualità della seconda, cioè del credito, e in particolare gli incentivi per la terza fonte, cioè la formazione del capitale di rischio, ora che la quarta fonte improvvisamente si sta riducendo al minimo in conseguenza dell'alto costo del denaro. Al rafforzamento della terza fonte giova il risanamento della prima (autofinanziamento) e una migliore qualità della seconda (credito).

La borsa valori è il tipico mercato secondario con la funzione di garantire ai titoli il più alto grado possibile di liquidabilità. Dalla maniera con cui la borsa valori assolve a questa preminente funzione dipende la razionalità del regolamento delle rispettive istituzioni e quindi dipende la loro capacità di favorire la crescita dei titoli mobiliari in generale e di quelli azionari in particolare. A tal fine, giova una netta distinzione dei compiti e della responsabilità degli operatori professionali del mercato secondario da quelli del mercato primario dei capitali, che possiamo identificare col sistema bancario nazionale. A questi ultimi operatori compe-

te la funzione di fare affluire in borsa — in concreto e formalmente — l'offerta e la domanda dei titoli, senza di che non è praticamente possibile accertarne la reale consistenza ed avere la richiesta chiarezza circa l'effettivo stato o andamento del mercato. La stessa cosa va ripetuta per la contrattazione dei diritti di opzione relativi ad aumenti di capitale. Tale distinzione, necessaria in ogni caso, è indispensabile in Italia ove l'abuso delle partecipazioni incrociate, la mancanza di un preciso confine tra settore pubblico e settore privato dell'economia e l'incontrollato potere degli azionisti di comando sconsigliano l'estensione della funzione diretta o indiretta delle banche come operatrici professionali di borsa.

Infine, la riforma dovrebbe mirare a favorire i contratti per contante, i riporti come anticipazioni su titoli e i contratti a termine fermo e proibire, o quanto meno contenere, i contratti a premio, volendo ridurre il carattere speculativo oggi prevalente e fare delle borse italiane un valido e moderno sistema di raccolta di nuovo capitale di rischio. A questo ultimo fine, il trattamento fiscale dovrebbe incentivare e non mortificare la fonte del capitale di rischio, riducendone il costo.

Se da voi come parlamentari, come responsabili del controllo del bilancio dello Stato — scusatemi il richiamo — fosse fatta una indagine, si vedrebbe quel che costano allo Stato in termini finanziari e di altra natura (che è bene non definire) tutte le pratiche, gli artifici, i crediti agevolati, sovvenzionati e a fondo perduto. Si tratterebbe di una indagine molto utile da farsi per vedere quanto guadagnerebbero lo Stato in termini di minori uscite, il mondo del lavoro in termini di occupazione ed il Paese in termine di investimenti e di sviluppo, con una politica che incoraggiasse il razionale aumento del capitale di rischio. Con questo, ho concluso.

PRESIDENTE. La ringrazio, professor Palladino, della sua ampia e dotta relazione, che abbiamo ascoltato con molta attenzione. La parola al professor Pivato.

PIVATO. Col suo permesso, signor Presidente, e col permesso degli onorevoli senatori, vorrei cercare di esaminare alcuni di quei fattori che, a mio avviso, hanno concorso a produrre l'attuale carenza funzionale delle borse valori, non solo italiane, in verità, ma soprattutto italiane, e vedere se sia possibile suggerire qualche rimedio, qualche sistema idoneo a ripristinare l'efficienza dell'istituto borsistico.

Anzitutto desidero fare una constatazione. Vi sono dei fattori che potremmo dire esterni alla borsa, di carattere economico congiunturale, generali o settoriali, o attinenti a singole aziende, di fronte ai quali, devo ammetterlo, la borsa non sembra capace di dare risposte adeguate nè tempestive. In altri termini, pare quasi, all'osservatore economico-aziendale, ed anche all'operatore mobiliare, che l'istituto borsistico, da qualche tempo a questa parte, sia rinchiuso in una specie di isolamento per cui la sensibilità e la reattività dell'istituto alle congiunture ambientali, che è sempre vantata dagli scrittori e dalla prassi come caratteristica tecnica tipica della borsa, sarebbero venute a mancare.

Quale può essere la causa fondamentale di questa parziale neutralizzazione, di questa incapacità della borsa ad aderire prontamente ai suggerimenti della congiuntura e dell'ambiente? La causa dell'incapacità stessa va ricercata soprattutto nella gravissima carenza informativa. In altri termini, risparmiatori ed operatori economici in generale non sono stati sin qui messi in grado — appunto per quella carenza — di tradurre in decisioni operative di investimento o disinvestimento quelle che erano le congiunture e le evoluzioni di fondo dell'ambiente; essi, quindi hanno operato così, alla cieca in gran parte, o in gran parte per fini certamente non chiari o non lodevoli, che sono stati agevolati proprio da questo fenomeno di mancata apertura, di isolamento dell'istituto borsistico rispetto all'ambiente che lo ospita.

Ora esiste uno strumento di rimedio ad una situazione di questo tipo? È stata recentemente creata la CONSOB. Essa è il risultato di forti istanze in vista di quanto di

meglio esisteva ed esiste all'estero, e devo dire che come iniziativa, nelle intenzioni insomma del legislatore, si è trattato di un ottimo parto. Tuttavia, agli effetti di quanto ho detto poc'anzi, mi domando: l'organo che abbiamo creato può ritenersi valido a sopperire a quella carenza di informativa generalizzata che ho lamentato e che costituisce appunto la causa principale dell'isolamento dell'istituto borsistico rispetto all'ambiente? La risposta è affermativa, ma *sub condicione*; e la condizione è la seguente: se la CONSOB si limitasse a raccogliere i dati aziendali — allo stato grezzo —, a registrarli (s'intende dopo controllo) e ad archivarli, la sua funzione come elemento integratore del sistema informativo verrebbe meno. Occorre quindi che la CONSOB non solo raccolga i suddetti dati ma li elabori in indici significativi e ne chiarisca, pubblicizzandoli al massimo possibile, i criteri di elaborazione e di interpretazione.

Perchè, onorevoli senatori, la questione non consiste solamente nella carenza oggettiva dell'informativa sui dati aziendali, bensì anche nella carenza soggettiva della capacità di interpretarli. Questo è un punto che deve essere messo in rilievo; e deve essere altamente auspicato, a mio avviso, che si giunga ad appropriate soluzioni del problema, perchè se noi non superiamo questo *impasse*, con tutta la buona volontà che ha manifestato il legislatore creando la CONSOB, questa resterà bensì un organo importante di supervisione e di controllo ma non riuscirà ad eliminare o ad attenuare il grave fenomeno dell'isolamento della borsa.

Esiste però un secondo fattore esterno, che è sempre stato stranamente trascurato dai nostri legislatori; forse perchè finora essi non se ne potevano rendere conto. Si tratta di questo. Tutte le normative che istituiscono nuovi titoli mobiliari o che modificano i caratteri di quelli esistenti (azioni di risparmio, obbligazioni convertibili, « parti » degli istituendi fondi comuni, eccetera) contengono alcune disposizioni che condizionano profondamente la funzionalità del mercato mobiliare e quindi della borsa. La CONSOB non ha avuto in proposito speciali poteri dalla legge; ma i legislatori futuri

in ordine alle suddette materie dovrebbero sentire la necessità di consultarla allorquando si stiano per varare dei provvedimenti riguardanti l'istituzione di nuovi titoli mobiliari e di nuovi strumenti finanziari, o modificazioni nei caratteri di strumenti finanziari già in circolazione.

Se questo fosse avvenuto, ad esempio, le cose sarebbero state diverse per quanto riguarda le azioni di risparmio, che hanno rappresentato un atto di grande sensibilità da parte del potere legislativo nei confronti delle esigenze del mercato; atto di sensibilità che tuttavia non ha saputo — appunto in assenza di un organo tecnico come la CONSOB o di altro simile — tradurre alcune norme di legge in termini efficaci per la funzionalità del mercato borsistico e di quello mobiliare in genere.

Infatti, come ho già avuto modo di osservare in altre sedi, vi è una specie di disequilibrio tra il trattamento riservato agli azionisti di risparmio — trattamento fortemente incentivante, fortemente generoso — e quello riservato invece alle aziende emittenti. Le possibili aziende emittenti di azioni di risparmio, nelle condizioni normative così create, molto difficilmente ricorreranno allo strumento finanziario in questione, che pure era, secondo le migliori intenzioni del legislatore, rivolto a tonificare il mercato mobiliare e la borsa valori. Vorrei ricordare un solo punto di tale provvedimento, che dovrebbe essere ripreso: nei lavori preparatori ad esso relativi fu suggerito, ad un certo momento, di considerare l'opportunità di ammettere la detraibilità del dividendo privilegiato dal reddito imponibile dell'impresa. Basterebbe che la CONSOB intervenisse (per rilevare che non sono poste sullo stesso piano la domanda e l'offerta, la convenienza a comprare ma anche quella ad emettere azioni di risparmio) perchè il legislatore si ravveda. Allora, l'azione di risparmio diventerebbe davvero uno strumento finanziario di grande efficacia in quanto rispondente allo *status* dell'azionariato italiano, il quale ha in un certo senso abdicato in gran parte ai propri diritti e si contenta di essere portatore di azioni, di incassare dei dividendi, mentre sono oramai i *mana-*

gers di impresa quelli che veramente reggono le sorti della stessa (sotto le direttive, si intende, dei possessori del capitale di maggioranza).

Altro esempio: le obbligazioni convertibili. Ecco un caso di normativa riguardante titoli già in circolazione, che poteva essere migliorata nel senso che la riduzione della aliquota fiscale concessa a questo tipo di titolo, nella misura del 15 per cento, è stata concessa per un tempo così breve che, tenuto conto della durata normale media dell'azione convertibile — che va sull'arco di dieci, quindici, venti anni — risulta irrisoria: cinque anni. Ecco che anche qui un organo tecnico come la CONSOB dovrebbe avere voce in capitolo, ed essere almeno, « sentito » il legislatore.

Il mio suggerimento, quindi, sarebbe il seguente. Per quanto riguarda i fattori « esterni », che consistono in norme su nuovi strumenti finanziari o sulla modifica di quelli già in vigore, deve essere obbligatoriamente richiesto dal legislatore il parere della CONSOB.

Passando ora a considerare alcuni fattori « interni » sui quali si sono avuti tanti accesi dibattiti in questa aula, bisogna considerare in primo luogo la posizione della borsa valori nell'ambito del mercato mobiliare. Ritengo che tale posizione, per quanto riguarda i titoli azionari quotati, debba essere una posizione di preminenza, da intendersi però nel senso che le pubbliche contrattazioni su titoli azionari quotati debbono prevalentemente affluire alla borsa.

Come vedono, io ho già implicitamente operato una distinzione. Ho parlato di titoli azionari perchè ritengo — e ammetto e giustifico — che il mercato dei titoli a reddito fisso sia soprattutto un mercato di banca, così com'è in Francia ed in molti altri Paesi.

Quindi su questo punto non sorgono problemi. Il problema fondamentale ancora aperto, invece, è quello di aumentare ed intensificare la concentrazione delle operazioni su titoli azionari quotati in borsa; fermo restando, tuttavia, che tali iniziative non debbano essere interpretate in senso monopolistico.

Vorrei chiarire meglio questo punto di vista specificando che « concentrazione » delle operazioni in borsa vuole dire in effetti che la borsa deve essere riconosciuta e dichiarata come il solo mercato autorizzato alla pubblica contrattazione di valori mobiliari.

Nessuno esclude quindi — anzi saremmo in pieno ed insostenibile contrasto con il nostro sistema giuridico se proponessimo una cosa diversa — che le contrattazioni su titoli mobiliari si debbano poter attuare anche fuori borsa: o direttamente tra le controparti; oppure fra banche ed istituti di credito e fra istituti di credito e clienti.

Su ciò non vi può essere ombra di dubbio. Il mercato deve essere lasciato libero e aperto se non si vuole sovvertire quella che, istituzionalmente, è la struttura del mercato mobiliare trasformandolo in una struttura da mercato immobiliare dove, naturalmente, è obbligatorio il ricorso al notaio. Non è di questo che abbiamo bisogno per rendere la borsa funzionante; occorre semplicemente ritrovare qualche strumento tecnico che agevoli la concentrazione delle operazioni in borsa, soprattutto su titoli azionari.

Uno strumento efficiente, che non disturberebbe nessuno, potrebbe essere costituito dall'annotazione, sui foglietti bollati, della seguente dicitura: « Il presente contratto è stato eseguito per pubblica contrattazione alle "grida" di borsa », quando esso effettivamente sia stato oggetto di esecuzione alle "grida" in borsa. Se invece il contratto ha avuto luogo fuori borsa, fra diretti contraenti, privati, istituti di credito, società finanziarie, ditte commissionarie eccetera, esso non porterà questa dicitura.

Tutto ciò ritengo sia molto importante, perchè il fatto di vedere la stampiglia: « Il presente contratto è stato eseguito per pubblica contrattazione alle "grida" di borsa », dà al cliente una sorta di garanzia, valida sia sul piano psicologico che su quello effettivo, che la negoziazione è stata stipulata alle condizioni pubblicamente dibattute ed aperte del mercato di borsa; ed inoltre — aggiungiamo noi — ciò concorre a rendere

più significativi ed affidabili i prezzi di borsa.

Questo è veramente di primaria importanza; e non ho alcun timore di dichiarare solennemente che, qualora non si riuscisse a trovare qualche strumento per convogliare in borsa la maggior parte delle negoziazioni su titoli azionari quotati, ogni altro tentativo di miglioramento dell'efficienza dell'istituto borsistico risulterebbe vano.

Si tratta in sostanza di realizzare in concreto il principio basilare della continuità delle contrattazioni di borsa e della loro concentrazione. Allora si possono attuarsi i presupposti specificati dal professor Palladino, quelli cioè della « spendibilità » e della agevole liquidità del titolo. Ma se quei presupposti non si realizzano, i requisiti della « spendibilità » e dell'alto grado di liquidabilità del titolo non possono tradursi in atto. Verrebbero anche a mancare le condizioni affinché i corsi azionari registrati e pubblicizzati dai listini di borsa possano divenire significativi, efficaci, affidabili.

È tanto vero quello che sto dicendo, che quanto più le operazioni su titoli azionari hanno disertato la borsa e sono state compiute fuori, tanto meno la borsa è risultata efficiente e maggiormente abnormi sono risultate le sue fluttuazioni. Se si effettua una comparazione statistica fra fluttuazioni di borsa e quantità trattate, ci si accorge della verità di quello che sto dicendo. Più le negoziazioni sono continue, ampie e concentrate in borsa, minori sono le oscillazioni percentuali dei corsi dei titoli da un giorno rispetto all'altro, da un'ora rispetto alla precedente ed alla successiva.

Per quanto riguarda gli organi di borsa, l'istituzione CONSOB mi sembra risolve soddisfacentemente il problema dell'organo centrale, alla condizione però che vengano ampliati i poteri di tale organo, nel senso cioè di stabilire l'obbligo che esso debba essere « sentito » dal legislatore quando si tratta di disporre normative sui titoli mobiliari. Queste, come ho già detto, incidono profondamente sul grado di funzionalità della borsa valori.

In merito ai poteri attribuiti alla CONSOB ritengo vi sia qualcosa da dire e, per una loro migliore individuazione, dividerò le funzioni di tale organo in tre ordini.

Un primo potere è quello relativo al controllo sulle società e sulla borsa. In quanto controllore, la CONSOB dovrà esperire ed esercitare tale funzione in piena autonomia. Per altri poteri attribuiti alla CONSOB, questa non potrà non avvertire l'opportunità di sentire gli organi locali. Si pensi, ad esempio, all'ammissione dei titoli alla quotazione di borsa, alla loro cancellazione, alla loro eventuale sospensione temporanea. Si pensi, ancora, all'interpretazione delle posizioni esistenti al rialzo ed al ribasso sui titoli denunciati dagli organi direttivi di borsa locali.

Vi sono infine funzione di un terzo tipo che la CONSOB dovrà senz'altro delegare agli organi periferici. Si tratta di quelle più strettamente tecniche e sulle quali vanno prese decisioni immediate, senza peraltro dovere attendere le autorizzazioni da parte dell'organo centrale.

Tanto per fare qualche esempio di casi in cui necessitano risoluzioni dirette, citerò l'allontanamento di un operatore di borsa che si comporti scorrettamente; lo spostamento nella chiamata di un titolo che ha dato luogo ad un'oscillazione abnorme; il passaggio, sia pure temporaneo, di un titolo dalla negoziazione a termine alla negoziazione per contanti; e via dicendo.

In questa sede ho visto poi che è stato trattato largamente il tema, sempre a proposito di organi periferici di borsa, delle deputazioni e dei comitati direttivi degli agenti di cambio. Al riguardo mi sembra che la generalità abbia concordato sulla istituzione di un organo unico. Questo organo, ovviamente, deve bensì tener conto del fatto che in borsa convergono interessi di vario genere; ma in borse ben più evolute della nostra (Londra, Parigi, ecc.) tanto gli interessi degli agenti di cambio quanto quelli delle banche, degli altri operatori economici, delle aziende emittenti, nonché dello istituto di emissione e del Ministero del te-

soro hanno sempre trovato felice composizione e riconoscimento nei comitati direttivi degli agenti di cambio. Altrimenti, non ci sarebbe che da proseguire con la bipartizione di organi: deputazione e comitati direttivi degli agenti di cambio.

D'altra parte, non mi pare di aver mai sentito parlare di disfunzioni imputabili alla bipartizione degli organi di borsa. Comunque non è questo un tema molto rilevante, mentre lo è quello dei soggetti ammessi alla pubblica contrattazione di borsa.

È un problema, questo, sul quale penso che la polemica di tipo corporativo-professionale sia assolutamente fuori luogo. Vi sono solamente da stabilire alcuni punti fermi e di metodo sui quali l'onorevole Commissione vorrà pronunciare il suo giudizio illuminato.

A mio avviso, il punto di essenziale importanza è quello di assicurare, nei soggetti ammessi alla pubblica contrattazione alle "grida" di borsa, l'assenza di interesse in proprio nell'oggetto dell'operazione. Sono assolutamente certo che solo a questa condizione si può assicurare la tanto auspicata neutralità ed obiettività nell'accertamento dei prezzi.

Direi poi che l'elemento fondamentale nella scelta del metodo da seguire sia quello di considerare la esigenza imprescindibile della specializzazione. In fondo, l'essenza del mediatore puro è quella di un operatore specializzato che deve svolgere esclusivamente questa sua attività per conto terzi.

Se è giusto tutto ciò, non potrei accettare la soluzione prospettata dagli agenti di cambio per la formazione di società aperte all'ingresso di soci esterni che possono anche apportarvi dei capitali e che non avrebbero alcuna inibizione ad operare in proprio.

Pertanto, come mi oppongo a questa proposta, in quanto viene meno proprio al principio sul quale fonda la mia affermazione (cioè la specializzazione e la assoluta estraneità dell'agente di cambio ad ogni interesse « in proprio »), così, per la stessa ragione, non sono favorevole all'istituzione di « società intermediarie di borsa » ammes-

se ad operare alle « grida » di borsa ed alla funzione di accertamento prezzi, secondo le proposte dell'Associazione bancaria italiana. In tal caso, infatti si avrebbe una commissione, e, non raramente, un conflitto di interessi nell'ambito di tali società, che si presenterebbero ad un tempo come operatori in proprio e come esecutrici di ordini per conto terzi, con funzione di intermediazione. Con parole poco eleganti, ma abbastanza efficaci, direi: a ciascuno il suo, secondo una chiara e non equivoca specializzazione di funzioni.

Gli istituti di credito, infatti, svolgono un ruolo di primissimo ordine nella funzionalità della borsa. Sappiamo anche che senza istituti di credito la borsa potrebbe chiudere i battenti dall'oggi al domani. Quindi lungi da me e da noi tutti negare — per esempio — l'importante funzione di raccolta capillare di ordini della clientela da parte degli istituti di credito; ma ad un certo punto il campo di attività di questi ultimi deve incontrare i suoi limiti. I nominati istituti (sia pure tramite il tenue diaframma delle società di intermediazione alle quali essi partecipano) non possono anche assolvere la funzione di accertamento dei prezzi. Essi stessi, infatti, sono parte in causa possedendo — piccolo o grosso che sia — un portafoglio-titoli che consente loro di operare in proprio.

Sempre in margine ai fattori interni, vi è il problema dell'ammissione dei titoli alla quotazione di borsa che costituisce uno degli elementi più importanti per la funzionalità della borsa. Ma non dobbiamo trascurare, come spesso accade, il problema della cancellazione che è importantissimo perlomeno quanto quello dell'ammissione alla quotazione. Dico perlomeno perchè, anche se un titolo non viene ammesso, non succede il finimondo nella società, mentre la cancellazione di un titolo dalla quotazione può produrre effetti catastrofici sia nell'ambito della società, sia fra i portatori del titolo, con riflessi negativi anche sul sistema dei crediti che gli istituti bancari avessero concesso sulla garanzia di quel titolo.

6^a COMMISSIONE

5° RESOCONTO STEN. (18 febbraio 1975)

Infatti, una cosa è concedere credito sulla garanzia di un titolo quotato, e ben altra cosa è concedere credito sulle garanzie di un titolo non quotato, che come tale non è agevolmente liquidabile.

Posso dire tuttavia che ben consapevoli delle conseguenze che il depennamento di un titolo dal listino comporta ed in carenza di precise norme legislative, gli organi di borsa di cui spesso ho fatto parte raramente si sono presi l'iniziativa di procedere alla cancellazione di un titolo dalla quotazione.

P A Z I E N Z A. In effetti negli ultimi tempi ci sono stati pochi depennamenti.

P I V A T O. Esatto. La mentalità, in fatto di ammissione alla quotazione da quattro o cinque anni a questa parte, sta cambiando, ma l'istituto del depennamento non è ancora interpretato appieno; bisognerebbe essere molto più severi e, soprattutto, bisognerebbe stabilire dei parametri obiettivi, automatici, raggiunti i quali il titolo viene proposto per il depennamento: esercizi sociali chiusi in costante passivo; numero dei titoli in circolazione insufficiente, scarse o inesistenti contrattazioni sul titolo in questione; eccetera. Sono tutti parametri che all'estero trovano piena applicazione e per i quali in ogni borsa che si rispetti ogni anno vengono depennati dai 20 ai 40 e più titoli. Vero è che si tratta di borse che quotano mille o più titoli. Ma in quei Paesi viene riconosciuto che il processo di riqualificazione del materiale mobiliare trattato in borsa è un fatto importantissimo che rappresenta due facce: la selezione all'atto dell'entrata alla quotazione e il controllo della bontà del titolo durante la vita della quotazione. Se questa bontà viene meno, il titolo deve essere coraggiosamente cassato dai listini di borsa, salvo, ovviamente, un opportuno lasso di tempo per il disimpegno del mercato. Ma gli organi di borsa, meglio ancora, in questo caso, la CONSOB, dovranno avvertire che il tale titolo, per le tali ragioni, a partire dal tale giorno (magari con sei mesi di preavviso) non verrà più ammesso alla trattazione di borsa.

P R E S I D E N T E. Poichè sta parlando di parametri obiettivi che portano al depennamento di alcuni titoli, lei pensa che possa avvenire il contrario, cioè l'istituzione di parametri obiettivi, automatici, per l'ammissione in borsa da parte della CONSOB?

P I V A T O. Senz'altro; si tratta di una delle conseguenze logiche dell'aver conferito alla CONSOB il potere di deliberare « d'ufficio » la quotazione di borsa. Problema, questo, molto delicato, perchè le società interessate potrebbero voler dire la loro. A questo proposito ringrazio il Presidente per la sua domanda perchè mi permette di ricordare che nelle due ultime commissioni ministeriali di studio istituite presso il Ministero del tesoro il problema è stato prospettato in questi termini: da una parte si riconosceva l'esigenza di far quotare « d'ufficio » i titoli di società importanti e ben qualificate; titoli sui quali già da tempo si svolgono frequenti negoziazioni fuori borsa. D'altra parte si doveva salvaguardare il principio di libertà da parte delle società: deve essere una scelta della società, quella di farsi o non farsi quotare in borsa (intendiamoci: più che il consiglio di amministrazione deve essere l'assemblea a scegliere). Ebbene, nel contrasto di opinioni la cosa è stata risolta proponendo quattro tipi diversi di normative che andavano da un estremo all'altro. I due estremi erano questi: la quotazione d'ufficio deve essere semplicemente comunicata alla società, la quale può esprimere i propri motivi pareri in contrario e poi, se vi sono contrasti da parte dell'organo deliberante, questo potrà comunque far iscrivere i titoli di quella società al listino di borsa sempre che ci siano i famosi parametri favorevoli alla quotazione (alta qualificazione della società; sufficiente numero di titoli in circolazione, frequenza di negoziazione su tali titoli fuori borsa, ecc.). Altra soluzione: che la società venga ascoltata, e se esprime opposizione decisa alla quotazione, non se ne faccia nulla; tutto ciò, però, subordinatamente al fatto che il titolo non sia stato oggetto di pubblica sottoscrizione; perchè se una società ha emesso titoli in questo modo, non

6^a COMMISSIONE

5° RESOCONTO STEN. (18 febbraio 1975)

può negare la quotazione dei propri titoli in borsa; non può, in altri termini, sottrarsi al giudizio del mercato azionario.

Si è parlato di mercato ristretto: magari venisse finalmente una regolamentazione rapida su questo mercato, prima che succedano guai grossi! Il tentativo è stato compiuto da una delle commissioni cui prima ho fatto cenno. Il progetto di legge relativo giace presso il Ministero del tesoro; ma anche a proposito di questo problema devo dire che è insorto il mutevole atteggiamento delle società interessate. Alcune società gradiscono, altre non desiderano di essere quotate sul « mercato ristretto ». Anche in questo caso sono state fatte diverse proposte, più o meno permissive o condizionate. A mio avviso quando un titolo ha raggiunto una determinata diffusione, quando una società ha assunto una determinata dimensione, il titolo deve poter essere negoziato nel mercato ristretto; salvo che la società, con motivata dimostrazione delle sue ragioni da presentarsi alla CONSOB, promuova presso tale organo un supplemento di indagine sulla opportunità o meno della quotazione di ufficio.

Queste considerazioni sono un breve riassunto di quanto ho affermato nella relazione che ho presentato alla Commissione.

Il senatore Viglianesi ha fatto alcune domande alla quali sono già state date dagli illustri colleghi qui presenti efficaci risposte; io mi limiterò a poche affermazioni.

Una domanda è stata questa: la borsa ha dato contributo al reperimento di capitale di rischio? Il professor Palladino ha dato una risposta affermativa, condizionatamente, però, ad un non lontano passato; cioè fino al 1961, dopo di che, quel contributo si è molto ridotto, almeno fino al 1973.

Io vorrei rispondere in questi termini: è vero che dopo il 1961 ci sono stati anni nei quali le società quotate in borsa non hanno potuto emettere azioni, ma per una ragione semplicissima: i valori venali di quelle azioni erano così vicini, o addirittura sotto, i rispettivi valori nominali, da non poter consentire, almeno *pro tempore*, nuove emis-

sioni. Quindi, non è che la borsa non abbia saputo offrire il proprio contributo, ma è che le società non potevano emettere nuove azioni; tanto è vero che quando nel 1973 gli indici di borsa sono risaliti e il rapporto di quotazione, per le azioni, era di 2,5-2,6 (alludo al rapporto fra valori venali e valori nominali), sono stati emessi circa 700 miliardi di azioni e più di 250 miliardi di obbligazioni convertibili in azioni. Queste emissioni, questo elevato contributo della borsa al finanziamento industriale, hanno potuto avere luogo in quanto le società erano in grado di fare emissioni di capitale e la borsa, dato il livello dei corsi azionari le poteva recepire. Ciò vuol dire, quindi, che l'istituto borsistico in sé è valido, ma bisogna che le condizioni dell'ambiente siano tali da consentirgli questa validità.

Una seconda importantissima domanda rivolta dal presidente, senatore Viglianesi, concerne il rapporto fra mezzi d'indebitamento e mezzi di capitale proprio. È esso un parametro di efficienza finanziaria veramente importante? Il superindebitamento è un fenomeno che si deve veramente paventare e al quale occorre a tutti i costi porre rimedio?

Per parte mia la risposta è senz'altro positiva. Per due ordini di ragioni: prima di tutto perchè un mercato finanziario degno di questo nome e capace di conseguire funzionalmente le proprie finalità non può assolutamente reggersi solo sull'indebitamento (non esiste nessun mercato finanziario al mondo che operi solo su emissioni di un certo tipo, dove, cioè, il risparmiatore non possa fare delle scelte); e poi perchè ove si raggiungessero proporzioni malsane fra capitali propri e indebitamento delle aziende la rigidità delle strutture finanziarie dell'impresa sarebbe tale per cui in momenti di grave perdite o di esercizi « pesanti » i costi rigidi dell'indebitamento aggraverebbero le situazioni economiche delle imprese stesse. Si tratta, infatti, di costi finanziari incompressibili, essendo finanziamenti di debito e non potendo d'altra parte le opere e gli investimenti, in quanto essenziali, venir meno. Se l'azienda avesse avuto una congrua

percentuale di mezzi di rischio, essa, *pro tempore*, almeno, quei mezzi non avrebbe avuto l'obbligo contrattuale di retribuirli.

Quindi, concludendo, io sono convinto che la borsa valori sia ancora oggi un istituto molto valido, condizionato bensì dai fattori esterni e interni che abbiamo detto ma per il quale si possono trovare efficaci mezzi di miglioramento dell'efficienza. Basta che si abbia la volontà di trovarli.

P R E S I D E N T E . Grazie anche a lei, professor Pivato.

Mi pare che con l'esposizione del professor Pivato il quadro sia completo; e direi che, forse più che nelle precedenti audizioni, abbiamo oggi avuto tante risposte alle domande che abbiamo fatto in questi giorni, forse anche perchè i nostri illustri interlocutori hanno avuto la possibilità di documentarsi meglio dei precedenti, essendo a conoscenza delle cose che si voleva sapere.

Comunque i colleghi che intendano fare delle domande di chiarimento possono farlo.

P A Z I E N Z A . Io ringrazio i tre professori per quanto hanno esposto. Come sempre accade quando si ascoltano degli esperti veramente tali, le idee dei politici generalmente si confondono, non è che si chiariscano. Dalle vostre rigorose proposizioni, talvolta addirittura didascaliche, si intravedono, anche tra le vostre posizioni, dei contrasti tali da farci domandare chi è nel vero quando batte il pugno più vivacemente nella sottolineatura di una certa frase o di un certo istituto. Permetterete, quindi, che io mantenga l'opinione che avevo e che del resto ha ricevuto molto conforto dalla vostra esposizione, della crisi di asfissia del mercato borsistico in generale.

Io sono convinto, e con me la mia parte politica, che è inutile andare a ricercare dei fattori interni al sistema delle strutture borsistiche: è a monte che bisogna cercare le cause dell'asfissia e dei controsensi di questo mercato borsistico. Noi abbiamo visto che nel corso degli anni c'è stata una evoluzione, abbiamo assistito a dei fenomeni

inflazionistici di carattere strisciante che sono diventati via via più accelerati: essi avrebbero dovuto portare come conseguenza logica — se c'è una logica nelle cose economiche — alla rivalutazione dei titoli in borsa; ed invece il mercato borsistico ha fatto la marcia del gambero, giacchè, man mano che l'inflazione andava avanti, le quotazioni nel loro complesso sono regredite. Io mi sono sforzato di dare a me stesso un esempio chiarificatore, di trovare qualche cosa a cui paragonare la borsa: secondo me la si può paragonare (con questo non intendo offendere minimamente, è chiaro, la borsa valori) ad un ranocchietto che sta ai limiti di uno stagno inquinato, putrido, nel quale andiamo a buttare tutti i liquami possibili del mondo economico. Vi buttiamo dentro la nazionalizzazione dell'industria elettrica, l'esproprio dei titoli elettrici, vi buttiamo la lotta al risparmio, che qualificiamo come parassitismo economico; ecco, noi buttiamo in questo stagno tutto quanto c'è di più eversivo dei fattori economici e poi pretendiamo che la rana sia bella, lucente, che viva una vita felice, oppure ci preoccupiamo di costruire accanto allo stagno un cortiletto col suo steccato perchè la gambina della rana faccia quel tale passo di un centimetro solo e ci sia un controllore, eccetera.

Io resto nella mia convinzione; che cioè è a monte che vanno viste le cause della crisi. Quando si è attuata la nazionalizzazione dell'industria elettrica, in quel momento è stata frantumata la residua fiducia che poteva ancora esserci nel risparmio di borsa, nel mercato mobiliare in genere; e se ancora ne fosse rimasta un po', sarebbero bastate poi a farla scomparire del tutto le affermazioni degli illustri colleghi di sinistra, che ogni tanto parlano di nazionalizzazione degli assicurativi, di nazionalizzazione dei farmaceutici, di nazionalizzazione dei trasporti, e trovano eco in altri partiti che accedono fino alle maggioranze ed ai governi. Poi pretendiamo che il risparmiatore stia là ad accumulare risparmio e a portare i soldi in borsa? Il fatto che l'industre, laborioso popolo italiano sia ancora spinto ad accumulare risparmio, nella misura in cui il professor Palladino ci indi-

cava, con esemplificazione quantitativa veramente imponente, sta a testimoniare solo la generosità di questo popolo, non certo la saggezza delle forze politiche che lo amministrano.

Allora, a questo punto, io vorrei fare una domanda al professor Pivato, poichè mi è sembrato di ravvisare qualche piccola discrepanza tra la relazione orale e quella scritta, che ho avuto il piacere di leggere. Dalle frasi scritte e non scritte della sua relazione mi sembra di intravedere una propensione verso la tutela dell'agente di cambio, dell'operatore di borsa, e quindi, dato che la polemica è emersa in Commissione in termini piuttosto esasperati, potrebbe derivarne la conseguenza che bisogna porre riparo a queste negoziazioni nelle stanze di compensazione, al di fuori della borsa; mentre nella esposizione orale mi è sembrato che ella avesse corretto debolmente quella impostazione. In sostanza, io non ho capito bene qual è il suo pensiero: se è quello scritto o quello che ci ha esposto oralmente in Commissione.

Ai professori Palladino e Caffè vorrei domandare questo: perchè tutti e due, in termini piuttosto apodittici, si sono pronunziati contro i contratti a premio? Io non sono un grosso operatore di borsa, però ogni tanto mi sono diletto di piccolissime operazioni, dell'ordine di qualche centinaio di migliaia di lire, e debbo dire che il mio ingresso, l'avvicinarmi alla borsa, è stato dovuto proprio al contratto a premio. Ci fu un operatore professionale che mi spiegò il meccanismo del contratto a premio, in virtù del quale, arrischiando piccole somme, talvolta si perde, talvolta si guadagna, ma certo è che l'interesse verso la borsa viene acuito e il denaro comunque viene attirato. Poi mi domando perchè il denaro speculativo, se è giocato al totocalcio va bene, se invece è giocato in borsa, nei limiti modesti consentiti da quelle che possono essere le esperienze o le predilezioni del risparmiatore, allora va punito perchè si tratta di speculazione? Mi è sembrato che le vostre affermazioni in proposito nascondessero un tantino di demagogia.

D E F A L C O. Lei, collega Pazienza, parla di piccola speculazione, ma ci sono quelli che fanno i miliardi a questo modo. Lo domandi ai signori che abbiamo ascoltato.

P A Z I E N Z A. Domandiamolo al professor Pivato, che ha una particolare competenza, e ci dirà che la grossa speculazione — intendendo per grossa speculazione quella attuata in termini quantitativi con l'impiego di grosse somme da parte di una persona fisica o giuridica che sia — non va certo a fare i contratti a premio, ma fa altri tipi di speculazioni... altri tipi di speculazione, più o meno leciti. Non è certo questo, però, il momento per andarlo ad approfondire e sindacare.

P I N N A. Io vorrei sapere dalla cortesia del professor Caffè se è sempre dell'opinione, più volte manifestata, che la struttura borsistica italiana favorisca un gioco spregiudicato, di tipo predatorio, che opera sistematicamente a danno di categorie innumerevoli, soprattutto di piccoli risparmiatori, all'interno di un quadro istituzionale che, di fatto, consente e legittima la ricorrente decurtazione o il pratico spossessamento dei peculi dei risparmiatori; che sussiste ancora la licenza di espropriare l'altrui risparmio per l'aggressività e la violenza con la quale il capitale persegue i suoi obiettivi, anche quando si tratta, come sappiamo per un fatto recente e per le stesse pubblicazioni che abbiamo avuto il piacere di leggere del professor Caffè, di mandare all'aria migliaia di risparmiatori, sia in collegamento con i fondi comuni di investimento, di tipo aperto o chiuso, a carattere internazionale, sia attraverso le note speculazioni. Quindi, in questo quadro, desidererei sapere se il professor Caffè ritiene ancora valido lo strumento borsistico, se ritiene che a questo mercato di capitali si possa sostituire qualche altro strumento e se, infine, ritiene la CONSOB un organismo che, in un certo qual modo, possa evitare lo spossessamento del risparmio di categorie sprovviste di ri-

6^a COMMISSIONE

5° RESOCONTO STEN. (18 febbraio 1975)

sparmiatori. Questa è la prima domanda che desideravo formulare.

Desidererei inoltre sapere come il professor Caffè vede la proposta volta a consentire allo Stato l'introduzione sul mercato di titoli azionari che diano diritto ad un dividendo correlato con l'incremento del reddito nazionale; in sostanza, al crescere del reddito, anche il dividendo di tali azioni aumenterebbe anzichè ritirarsi come i titoli a reddito fisso. Ed infine: cosa ritiene si possa fare per illustrare e documentare il carattere ingannevole e fraudolento delle promesse che periodicamente fanno i fondi comuni di investimento, per fare cioè un'opera cautelativa nei confronti dei risparmiatori? Quale organismo dovrebbe fare questo? Il Ministero del tesoro, il Ministero delle finanze, la CONSOB oppure tutto il complesso che si occupa di tali problemi per evitare, attraverso le speculazioni, la rovina di migliaia di persone?

Vorrei ancora chiedere alla cortesia del professor Privato, proprio per i dati importanti che ci ha fornito nella sua veramente dotta relazione, se non ritenga un impedimento obiettivo al rilancio della borsa il fatto che l'Italia stia come fanalino di coda per quanto riguarda il volume globale dell'autofinanziamento delle imprese. Il professor Palladino poc'anzi ha detto che abbiamo raggiunto soltanto il modesto traguardo del — 19 per cento, a fronte del +42 per cento dei cinque Paesi del Mercato comune originario. Ora, a mio giudizio, questo fatto di per se stesso indurrebbe il risparmiatore a fuggire dall'investimento nella direzione del capitale di rischio, per un ragionamento molto semplice: se proprio l'industria che deve sviluppare la sua attività e deve creare ricchezza non ha fiducia in se stessa, come può averne il risparmiatore dall'esterno e attraverso, magari, i fondi comuni di investimento orientare i suoi sudati risparmi nella direzione del capitale di rischio?

Abbiamo anche notato con piacere che esiste una opinione univoca per quanto riguarda l'esigenza di eliminare gli operatori bancari. Ora, vorrei sapere — non si tratta peraltro di una domanda di tipo provoca-

torio o ingenua — perchè non si desidera avere nel rapporto di borsa gli operatori bancari, quali motivi di fondo vi sono a sostegno di tale tesi?

CAROLLO. Il professor Palladino ha, direi giustamente, posto l'accento sull'autofinanziamento, che chiaramente è il segno della salute di una azienda in quanto ne rivela la capacità di accumulazione e, quindi, per la quota parte dell'accumulazione, d'investimento. Ci rendiamo conto perfettamente che nessun risparmiatore intende comprare a mezzo della borsa delle perdite. Per l'operatore famiglia e, in genere, per il risparmiatore investire in titoli azionari diviene una prospettiva desiderabile soltanto se la salute economica dell'impresa è un fatto certo, evidente.

Il professor Palladino ha parlato anche di un suo studio relativo all'autofinanziamento nei regimi socialisti, che ha stimolato la mia curiosità. L'autofinanziamento infatti è legato al concetto della merce moneta e, come sappiamo, in regime socialista il concetto della merce moneta è, per certi aspetti, estraneo, o almeno lo è per le varie realtà imprenditoriali che non sono autonome, secontutto un sistema che conosciamo per la sua complicatezza e per la problematica che in ogni tempo e tuttora fa sorgere. Pertanto, vorrei sapere come ha potuto fare un'indagine relativa all'autofinanziamento in regimi, come quelli socialisti, che presentano appunto queste particolarità strutturali che non hanno nulla a che vedere con il nostro sistema.

La seconda domanda invece che vorrei rivolgere è la seguente. Io ritengo che non sia giusto risparmiare i soldi altrui o rischiare i soldi altrui ricorrendo alle compere allo scoperto, alle compere a premio, alle vendite a premio, eccetera. Ora, la eliminazione totale delle compere che non siano in contanti come è vista?

LIVIGNI. Io vorrei fare una domanda per riuscire a capire che logica c'è oggi nell'emendamento della borsa. Sorvolo su alcune questioni e alcuni problemi interes-

santissimi che sono stati qui sollevati ma che richiederebbero ognuno lunghe discussioni (mi riferisco in particolare all'autofinanziamento, di fronte alla cui carenza, secondo me, c'è anche il vuoto determinato dalle esportazioni dei capitali). Quello che manca da una parte, manca anche in termini di autofinanziamento: quando c'è un certo prodotto nazionale e una parte scompare, certo scompare anche in termini di autofinanziamento, altrimenti i conti non tornerebbero.

Vorrei, dicevo, riuscire a capire con quale logica funzioni oggi la borsa. In questi giorni, ad esempio, pur essendo la situazione del Paese non molto allegra, si è verificato improvvisamente un grosso e da qualche giorno abbastanza continuo aumento di borsa. Ora, io mi rifiuto di credere che questo sia legato soltanto alla diminuzione dei tassi di interesse da parte delle banche: è legato anche a ciò, ma non soltanto a ciò. Il professor Caffè una risposta, almeno parziale, al riguardo l'ha data quando ha parlato di oligopolio. In parte — credo — si tratta anche di questo; esistono però alcune grosse contraddizioni. Si guardi, ad esempio, il listino di oggi: che senso ha che aumentino contemporaneamente la Montedison e l'Anic quando hanno grossi contrasti in atto, proprio per quello che riguarda il futuro della chimica e quando l'Anic, in particolare, ha una vertenza aziendale interna di notevole peso? La logica di tutto questo mi sfugge completamente, a meno che non sia legata ad alcuni mutamenti che si sarebbero recentemente determinati. È vero infatti (questa è la seconda domanda che vorrei porre) che c'è una diminuzione consistente della parte di attività di borsa che andava a riporto? Se questo fosse vero, vorrebbe dire che cresce una certa quantità di contante: nella situazione attuale del Paese questo però vuol dire che la borsa è sempre di più in mano ad alcuni grossi gruppi che sono gli unici ad avere della liquidità disponibile.

La terza domanda poi è legata al concetto della neutralità degli operatori di borsa, al di fuori della quale non vi può essere alcuna fiducia. Io ho l'impressione che ad

alcune questioni una risposta, in buona parte, già sia venuta: di critica, ad esempio, nei confronti dell'azione che in questo campo le banche svolgono. Nel sistema bancario infatti oggi c'è di tutto: siamo arrivati ai conti correnti fasulli, fatti alla fine dell'anno per non far pagare le tasse ai grossi clienti e ai depositi che vengono tramutati in libretti al portatore con nomi di fantasia per falsare la situazione aziendale delle stesse banche. Quindi, io prendo i dati relativi al sistema bancario sempre con le pinze, per così dire, sempre con molta cautela. Ora, agli effetti della borsa, ho la netta impressione che le banche abbiano speculato anche in proprio: anche quando hanno agito attraverso clienti, le banche, in effetti, hanno condizionato determinate scelte e hanno rappresentato, di conseguenza, uno degli elementi di turbativa rispetto alla logica del sistema borsistico, che poi manca di corrispondenza con la realtà del Paese.

Un'altra domanda che mi sta particolarmente a cuore, sempre in termini di neutralità degli operatori, è se negli strumenti che possono creare dei dubbi su tale neutralità rientra anche quella finanziaria degli agenti di cambio, a proposito della quale, avendo io in Assemblea espresso sostanziali rilievi critici, ho avuti alcuni cortesi motivi di dissenso con alcuni rappresentanti degli agenti di cambio. Ora, secondo me, se si vuole garantire questa neutralità, questa iniezione di fiducia, è necessario che chi agisce in borsa sia veramente al di sopra di ogni sospetto. Quindi, anche questa finanziaria può destare ombre di sospetto, soprattutto quando, ad esempio, ricevesse delle azioni che debbono essere collocate per poi essere quotate successivamente: non sono cose queste che giovano. Chiedo, quindi, se questa mia preoccupazione ha corrispondenza con alcuni elementi di critica che mi pare siano in proposito emersi anche nelle relazioni dei professori oggi intervenuti.

D E L U C A. Vorrei chiarire a me stesso il concetto del rapporto fra capitale di rischio e indebitamento: ne ha parlato il professor Caffè e poi il pro-

fessor Palladino. Il professor Caffè, se ho ben capito, mi pare abbia detto che l'Italia non si trova in una situazione anomala rispetto agli altri Paesi secondo questo rapporto che oggi sembra alto, ma in realtà non è un motivo di preoccupazione. Inoltre, un equilibrio aziendale dipenderebbe dal trattamento esterno fiscale che viene fatto alle due forme di finanziamento. Il professor Palladino si è dimostrato nettamente contrario a questa affermazione. Vorrei, pertanto, che si chiarisse questo punto.

Io sono convinto che, mettendo da parte le altre cause più profonde degli attuali squilibri aziendali, la diversa remunerazione netta fatta alle due forme di finanziamento rappresenta il vero oggetto della disputa. Infatti, da parte di altissime autorità, è stata ipotizzata la possibilità di trasformare l'attuale indebitamento nei confronti del sistema bancario in partecipazioni azionarie, in quanto ci troviamo in una situazione limite in cui le forme di finanziamento possono in alcuni casi influenzare decisamente l'attività aziendale e quindi lo sviluppo economico del Paese. Spero di essere stato chiaro.

D E F A L C O . Faccio una premessa, data la statura scientifica dei nostri cortesi ospiti. I miei colleghi di Gruppo ed io, prima che iniziassimo questa indagine conoscitiva, in occasione della discussione di disegni di legge riguardanti, più o meno direttamente, la materia della borsa ci siamo posti il problema del collegamento fra il risparmio familiare e le gestioni imprenditoriali, attraverso uno strumento nuovo, quale poteva essere l'azione di risparmio. Evidentemente, ci rendiamo conto della necessità di garantire efficaci canali finanziari alle aziende, ma ci poniamo anche l'interrogativo (e non so fino a che punto sia superata tale preoccupazione): a chi affidare il risparmio, cioè quei 30 o 31 milioni di conti alimentati oggi dal risparmio di tipo familiare?

P A L L A D I N O . Cioè, 31 milioni di conti di depositi a risparmio, più 8 milioni di conti correnti.

D E F A L C O . Io non includerei i conti correnti nei conti di risparmio. Vi è la possibilità teorica di spostare i 31 milioni di conti di risparmio in investimenti di rischio e finanziare così le industrie, ma a chi affidiamo la gestione di questi risparmi? Io direi non a quale tipo di borsa, ma a quale tipo di società li affidiamo?

I miei compagni di Gruppo ed io, tenuto conto della matrice che rappresentiamo, non è che ci butteremmo nel fuoco per avere una borsa funzionante, ad esempio, come quella di Londra, ma poichè si vive in una società capitalistica dove la borsa è il simbolo stesso di un'economia di mercato, vogliamo che essa funzioni senza essere, non dico un parco buio, ma uno scannatoio, nell'eventualità che i risparmiatori che hanno un libretto alle poste portino il piccolo risparmio in borsa, togliendo alla Cassa depositi e prestiti la massa di manovra finanziaria per gli interventi mutualistici di istituto.

S E G N A N A . Sarebbe bene che le aziende venissero governate in altro modo e non scardinate completamente!

D E F A L C O . Tutti i risparmiatori hanno paura dei comunisti al potere e tra i problemi posti in modo irrazionale e aberrante ci può essere anche questo, che poi è un discorso polemico in funzione politica.

Ritornando al problema che mi ponevo, mi pare che noi corriamo il rischio di dare in pasto alle società per azioni e non alla borsa come tale il risparmio di chi è inesperto ed è stato consigliato dalle banche o da qualche operatore di borsa, suo malgrado.

Ora questa è una preoccupazione che sta alla base di questa nostra indagine conoscitiva; perchè in fondo siamo partiti proprio dai seguenti interrogativi: perchè non funziona la borsa? Che cosa bisogna fare? Quali modifiche bisogna introdurre? È impressione generale del pubblico che la borsa abbia un rialzo quando poche grandi società, pochi grandi operatori economici, che poi fanno sempre capo a ben determinate società, decidono che così sia; e che cala

vertiginosamente quando le stesse persone decidono che in quel momento deve cadere, dato che per conto loro hanno preso tutte le precauzioni necessarie e chi rimane nei guai è sempre il piccolo operatore.

Vorrei quindi sapere quante grandi società hanno distribuito dividendi senza avere degli utili di esercizio: il dividendo denuncia cioè un utile di esercizio che è dato solo dalle plusvalenze di azioni. Alcune di queste società hanno denunciato utili straordinari, importantissimi, che sono quelli che appaiono; poi bisognerebbe vedere gli utili che hanno conseguito, in proprio: altro che quelli denunciati!

Vorrei avanzare poi un'altra domanda, legata alla precedente. Il mercato azionario può prescindere da un dividendo al titolo azionario, comunque sia stato qualificato (può essere quello di rischio pieno oppure quello a risparmio, oppure può trattarsi di azioni privilegiate)? Non può prescindere. Ma lo stato delle società per azioni, il potere e lo strapotere delle azioni di comando, possono vanificare gli utili d'esercizio di una società? Io sono convinto che tutte le società anonime, le più grandi ed anche le meno grandi, riescano ad avere utili d'esercizio; ma, considerato lo stato delle società per azioni e la legislazione che è alla loro base, gli azionisti di comando possono riuscire, manipolando come credono, a far risultare che l'esercizio è senza utili d'impresa. Si è avuto un periodo, come è noto, tra il 1958 ed il 1960, in cui le azioni salivano, accompagnato poi da altri periodi di alti e bassi, in cui anche gli azionisti di minoranza sono riusciti ad avere qualche briciola. Allora vuol dire che i grandi capitani d'industria lasciano vivere anche gli altri... Quando ciò accade vi è però sempre uno scopo indiretto da parte degli azionisti di comando: quello di vivacizzare il proprio titolo. E poi, guarda caso (io parlo sempre dei vecchi tempi di abbondanza), vi era sempre la richiesta di denaro fresco per tenere su il titolo, dimostrando che è vitale e concedeva, come concede, le briciole agli azionisti di minoranza; tutto ciò rendeva poi possibile chiedere una sottoscrizione all'aumento di capitale sociale, magari parte a

pagamento e parte gratis. Naturalmente spesso andava a finire che quel titolo, cessata la manovra di sostegno, si rivelava per quello che era; e la cosa accade spesso anche adesso.

Questa sera ho avuto molte risposte a domande avanzate nelle precedenti sedute, grazie al livello ed alla competenza dei nostri cortesi interlocutori. Dovrei porne ancora qualcuna, conseguente a quanto osservato finora. Come ho già avuto occasione di dire altre volte, io ho preso degli appunti sulle relazioni e mi riprometto di approfondirle, non essendo un esperto della materia. Ora l'orsignori si sono riferiti, per singole questioni, a borse estere diverse.

Noi potremmo riferirci per sanare le situazioni denunciate, a qualche borsa in particolare, o converrebbe prendere il meglio dalle varie borse come sono in questo momento nel mondo capitalistico industriale? A tale domanda, in precedenza, mi è stato autorevolmente risposto che le leggi esistono: basta applicarle. Ma, se così fosse, ciò sarebbe in contrasto, praticamente, con tutto quanto è stato detto. O le leggi mancano o esiste un difetto di controllo da parte dell'autorità governativa.

Ancora una domanda: perchè in Italia nessuno può essere perseguito per aggio, e nessuno lo è mai stato? Ho già chiesto la stessa cosa a tutti gli intervenuti alle nostre sedute.

L I V I G N I . Un individuo che si facesse cogliere in atto di commettere aggio dovrebbe andare in manicomio!

D E F A L C O . Allora è inutile affermare che esistono le leggi e che basta applicarle, è inutile affermare che chi deve controllare non controlla. Quello dell'aggio è un altro campo così vasto che diventa addirittura puerile parlarne. Io però ne parlerò lo stesso, fintanto che arriveremo al termine della nostra indagine, perchè non è giusto che il codice penale preveda tale reato, proprio in riferimento alla borsa, e poi nessuno possa venire perseguito. Un giudice si era accinto a farlo, ma alla fine ha

6^a COMMISSIONE

5° RESOCONTO STEN. (18 febbraio 1975)

dovuto lasciar cadere questo fodevole proponimento.

Ho finito e ringrazio dell'attenzione.

S E G N A N A . Onorevole Presidente, ci occupiamo in questa sede frequentemente di problemi tributari ed alcuni di noi fanno parte della Commissione parlamentare dei trenta per la riforma tributaria. Ora, personalmente, sono convinto che il sistema tributario in atto, soprattutto dopo le ultime riforme del luglio scorso, non sia quello più atto ad incentivare la partecipazione del risparmio al capitale di rischio, data la possibilità molto ristretta, concessa alle società, di distribuire dei dividendi e quindi essere remunerative nei confronti degli azionisti.

Inanzitutto vorrei ringraziare vivamente i nostri interlocutori per la chiarezza e la completezza delle loro relazioni che hanno per me costituito, durante questa indagine conoscitiva, una delle migliori occasioni per un arricchimento nella materia.

Vorrei quindi chiedere a qualcuno di loro se ritengono di proporci qualche misura di carattere fiscale, qualche miglioramento alla legislazione tributaria in atto, che consenta di accelerare il processo di una maggiore partecipazione del risparmio al capitale di rischio.

Avrei poi da domandarvi cosa ne pensate del problema relativo ai fondi comuni di investimento, di cui alcuni senatori qui presenti si sono occupati nel corso della passata legislatura e che fu anche oggetto di un disegno di legge — d'iniziativa del senatore Bellotti e mia — insabbiatosi poi alla Camera.

All'inizio di questa legislatura, in verità, si è ripresa nuovamente la trattazione di un disegno di legge d'iniziativa del senatore De Ponti, del sottoscritto e di altri colleghi, in materia di fondi comuni di investimento.

Sono sempre stato un fautore dei fondi di investimento, ma oggi cominciamo un po' tutti a dubitare dell'efficacia di questo strumento. Mi domando infatti se sia ancora uno strumento valido oppure ormai superato, cioè se sia un qualche cosa da considerare come una esperienza di altre econo-

mie, oppure se abbiamo ancora interesse a veder introdotta in Italia una regolamentazione dei fondi comuni di investimento.

C A F F È . Accetto in pieno l'addebito di apoditticità rivoltomi, ma faccio pur rilevare che ho ritenuto tale maniera come l'unica per affrontare questo consesso, avendo chiarito preliminarmente che non potevo dare un apporto di esperienza, bensì di letture.

D'altra parte, la presenza di studiosi specializzati, mentre come è noto io non sono uno studioso specifico della materia, mi ha suggerito di manifestare in questa sede, in termini forse apodittici, la mia valutazione di economista generale e il contributo delle mie letture, anche se ciò è potuto sembrare un po' didascalico.

Mi sia consentito, però, di non accettare l'addebito di demagogia, anche se esso potrebbe essere in qualche senso avvalorato da alcune frasi apparse in un mio studio e qui ricordate. Al riguardo devo precisare che esse si riferivano al funzionamento della borsa in generale, come strumento delle economie capitalistiche, e non in modo specifico all'economia italiana.

Si deve riconoscere infatti che a differenza delle grandi aziende, nelle quali è operante una legislazione del lavoro abbastanza efficiente sia sul piano dei controlli, sia su quello delle misure reali riferite all'ecologia, alla sanità, agli infortuni sul lavoro, eccetera, nella borsa si rileva una carenza legislativa tale da consentire il verificarsi degli inconvenienti che appunto denunciavo.

Per comprendere l'importanza di controlli legislativi, sufficientemente rigorosi in materia di borsa, basta citare il caso clamoroso della International Overseas Service che ha dato luogo ad una grossa operazione speculativa basata sui fondi comuni di investimento; a confronto delle sue proporzioni colossali, gli scandaletti nostri diventano fatti secondari.

Devo dire che, quando sono apparse le pubblicazioni che documentavano questo episodio, mi sarei atteso un intervento, da parte degli specialisti di borsa, al fine di chiarire ed illustrare tutta la vicenda. Poi-

chè questi chiarimenti tardavano a venire, ho deciso, pur non essendo un esperto, di esporre i fatti, sulla base della documentazione disponibile. Tra i fatti ce n'è uno particolarmente istruttivo e che vale la pena di ricordare. Mi riferisco all'episodio che ha visto la Securities Exchange Commission americana negare all'IOS la possibilità di operare negli Stati Uniti d'America, in quanto non ottemperava alle disposizioni richieste dalla borsa americana. Gli consentiva, però, di operare all'estero, a condizione di non effettuare operazioni con cittadini americani residenti all'estero per ragioni militari o per altri motivi. Il tutto stava a dirci persino i rispettivi Paesi a tutelare gli interessi dei propri cittadini.

Desidero ringraziare la segreteria della Commissione per il tempestivo invio della documentazione che ci ha posto in grado di renderci conto del lavoro sin qui svolto.

Ho visto che si è molto insistito su certi aspetti particolari, forse trascurando una visione panoramica e più equilibrata del problema; per questo nella mia relazione introduttiva ho desiderato spostare l'accento su altri aspetti, quale la struttura oligopolistica dell'economia in cui la borsa opera.

Analogamente mi sembra semplicistico pensare che sia sufficiente una modificazione del trattamento fiscale per orientare il risparmio in una forma d'impiego, anziché in un'altra. Nè mi sembra accettabile che si possano obbligare determinate società a chiedere la quotazione in borsa. In una struttura economica oligopolistica, nella quale le « scalate » non sono dettate da ragioni di efficienza, ma da molte altre ragioni, non vedo come si possa prospettare un obbligo del genere, senza appunto una chiara disciplina che impedisca l'acquisizione di posizioni di controllo da parte di operatori di cui non si conosca l'identità. Mi è noto che, oggi, questo è possibile nel nostro Paese per effetto di « lacune legislative ». Mi sembra che compito di questa Assemblea sia di rendersi esattamente conto di tali lacune legislative e di porvi rimedio.

Soltanto sulla base di considerazioni del genere si può affrontare in modo equilibra-

to il problema dei rapporti tra capitale di rischio e capitale di debito.

A motivo di chiarimento, vorrei precisare, per ciò che concerne la questione dell'indebitamento, che non sono di certo favorevole all'indebitamento facile delle imprese; ho detto semplicemente che non esistono « regole auree », « rapporti armonici », che non siano di carattere puramente computistico.

Per esempio, qualcuno avrebbe anche potuto richiamarsi al Giappone il cui rapporto di indebitamento è molto elevato e in una situazione niente affatto analoga alla nostra.

Nello studio di questi rapporti, infatti, bisogna tener conto della struttura istituzionale del Paese. In Italia, per il bene e per il male, esiste un ampio settore pubblico che comprende la quasi totalità dei servizi pubblici. Questi, in altre economie, possono anche essere gestiti da una società anonima privata ed in questo caso sorge il problema se ci debba essere ricorso al capitale azionario e ricorso al capitale di debito.

Quando è invece un ente pubblico a gestire questi servizi pubblici, prevarrà di norma il ricorso alle obbligazioni. Non tener conto di queste diversità istituzionali rende il confronto dei rapporti globali scarsamente significativo.

Siccome riconosco che posso aver dato l'impressione di non aver attribuito nessuna importanza all'indebitamento ed all'appesantimento finanziario all'interno delle imprese, mi sento in dovere di ripetere che a mio avviso non esistono « regole auree ». Colui che rappresenta il gestore dell'impresa, fin quando gli assicuriamo questa posizione, deve — fra le altre incombenze — decidere ciò che ritiene più opportuno circa la struttura del finanziamento aziendale. L'imposizione di vincoli dall'esterno ci porta a quelle forme di « liberismo protetto » che costituiscono delle strane contraddizioni, perchè o si ha fiducia in un sistema o non la si ha.

La realtà è che non esistono regole ottimali e faccio questa affermazione con la consapevolezza che ho, come economista, dell'esistenza di opinioni diverse che non condivido.

Rispondo ora a una domanda specifica, relativa alla proposta che lo Stato non si indebiti sempre coi titoli del debito pubblico, a reddito fisso, ma con titoli che siano legati e remunerati secondo la crescita del reddito nazionale; se il reddito nazionale cresce più rapidamente, il titolo viene remunerato in maniera maggiore (una forma indiretta di indicizzazione), se il reddito nazionale ha crescita limitata, allora scenderà anche la remunerazione del titolo. Questa è una proposta sollecitata ripetutamente dall'*Economist*, un periodico piuttosto accreditato, con riferimento all'economia inglese, ma che non è stata attuata in alcun modo. La lezione di questa proposta consiste nel fatto che essa sorge dalla constatazione di una certa povertà d'inventiva nei vari titoli offerti al mercato. Quindi concordo con il professor Pivato circa l'opportunità di studiare anche forme nuove di emissione, ma col controllo preventivo da parte della CONSOB. Ritengo, tutto sommato, che la CONSOB possa essere un organismo utile purchè sia indipendente — e su questo sono stato abbastanza chiaro — e cioè che non disponga, come è accaduto per la programmazione, di un insieme di poteri cartacei, cui non corrisponda alcuna possibilità effettiva, anche di mezzi finanziari, per organizzarsi. Se devono essere fatti degli studi, magari all'estero, la CONSOB non deve andare ad elemosinare i mezzi da qualche altra organizzazione esistente.

Come opera la borsa? È forse arrogante un giudizio sintetico, da parte mia, ma ci sono studi molto importanti in cui si pone in evidenza come non sia possibile legare in alcun modo significativo l'andamento della borsa alle vicende economiche. Vorrei guardare le cose un po' più a fondo. La borsa degli Stati Uniti ha avuto nei mesi recenti una caduta maggiore di quella del 1929, in termini di perdita; poi, in un paio di settimane — anche se c'era stato un bilancio fiscale alquanto stimolatore — ha avuto una rapida ascesa. Tutto questo non riflette in alcun modo l'andamento dell'economia. Esistono studi molto sofisticati di carattere statistico da cui risulta che le quotazioni di borsa non hanno alcun collegamento con

l'andamento dell'economia, ma dipendono unicamente dal caso. Una parte della letteratura accetta tutto ciò, mentre gli operatori specializzati — che forse ne fanno di più — non l'accettano. La funzione importante, quella che rimane, è di servire come mercato per mobilizzare il risparmio. Questo è un fatto: le società moderne richiedono immobilizzazioni, quale che ne sia l'assetto istituzionale; i singoli risparmiatori aspirano alla liquidità: Keynes aveva già individuato ciò, anzi è stata la sua intuizione più geniale. Pertanto, che cosa possiamo fare con questi 31 milioni di conti di depositi risparmio? Fare in modo che i titoli in cui essi, direttamente o indirettamente, si incorporino abbiano quotazioni che, senza eliminare ragionevoli rischi, evitino le periodiche mattanze del «parco buoi». Io penso che ciò sia tecnicamente possibile ed è uno dei motivi per i quali sono favorevole personalmente al controllo delle operazioni di borsa da parte di un organismo pubblico.

Una parola sull'autofinanziamento. In questo momento è di moda l'apologia dell'autofinanziamento. Vorrei ricordare, però, una polemica sostenuta dal senatore Einaudi col presidente della Edison, anch'egli senatore, Giacinto Motta. Questi diceva: aumentiamo le tariffe dell'energia elettrica — allora società del tutto privata — di una lira, perchè con ciò potremo finanziare i nuovi impianti. Non bisogna dimenticare che l'autofinanziamento si fa anche coi prezzi di vendita; quindi autofinanziare può significare vendere a un certo maggior prezzo. Einaudi rispondeva: pagate i dividendi che dovete distribuire, poi penserà il risparmiatore a fare quello che vuole. Questa polemica riflette uno stato d'animo, nei confronti dell'autofinanziamento, ben diversa da quella attuale: lo stato d'animo di chi, come l'Einaudi, conosceva bene le destinazioni extra-aziendali (alberghi, farmacie, giornali) che ricevevano i mezzi ottenuti con l'autofinanziamento. Naturalmente, la verità è qualcosa di intermedio tra questa posizione critica e l'apologia, a mio avviso eccessiva, che si fa oggi dell'autofinanziamento. Autofinanziamento significa che si creano dei capitali fisici col risparmio di certe persone,

cui non si distribuiscono dividendi adeguati, qualora l'autofinanziamento dipenda da utili non distribuiti. La proprietà dell'impianto rimane sempre delle società, ammesso che i mezzi non ricevono altra destinazione; sono queste ragioni da non trascurare anche nella situazione attuale. Che i rapporti odierni dell'autofinanziamento siano bassi è vero, ma non si sta effettuando una indagine parlamentare per soffermarci soltanto su un punto nel tempo. Dobbiamo considerare le tendenze del fenomeno in una prospettiva storica e con opportuno senso critico.

PALLADINO. Prima di tutto vorrei precisare che non sono un esperto di borsa, ma un economista specializzato in materia monetaria; come monetarista sono ovviamente interessato ai fenomeni del mercato finanziario. Cercherò di essere breve nel rispondere agli onorevoli senatori.

Al senatore Pazienza dico che i contratti a premio non rappresentano un fenomeno marginale come mostra di credere. In Italia, purtroppo, specie negli ultimi tempi, questo tipo di contratto è divenuto sempre più rilevante e anche pericoloso perchè vi sono particolari agenti che hanno lasciato i fondi comuni d'investimento per richiamare nella trappola del contratto a premio piccoli e sprovvisti risparmiatori. Quindi bisogna stare molto attenti; d'altra parte il contesto monetario attuale del mondo occidentale (e di quello italiano in particolare) è del tipo che noi monetaristi definiamo speculativo-finanziario. In un contesto monetario di monete false — che sono quelle di cui oggi tutti ci serviamo — è molto pericoloso lasciare le briglie lunghe ai contratti a premio. Quindi, proprio come tecnico, tengo responsabilmente a chiarire alla sua coscienza politica questo fatto, dicendo e confermando la mia avversione per questo tipo di contratto.

Al senatore Pinna, il quale mi pare abbia avanzato delle preoccupazioni circa la misura dell'autofinanziamento in Italia e negli altri Paesi, dirò che non voglio fare l'apologia dell'autofinanziamento, perchè se me ne occupo e se me ne sono occupato è stato soltanto a fini sociali, tanto che nei miei studi mi sono diretto non al calcolo dell'auto-

finanziamento globale dei sistemi economici nazionali come fini a se stessi, ma all'analisi delle possibili conseguenze pericolose derivanti dall'abuso dell'autofinanziamento. E difatti non io soltanto, ma, insieme a me, moltissimi altri economisti finanziari ed esperti monetaristi, sono tutti d'accordo e siamo arrivati allo stesso risultato matematico, partendo da impostazioni ed equazioni diverse, ma usando in comune le categorie logiche dell'economia pura. Stranamente, ignorandoci gli uni con gli altri, siamo giunti ad un identico risultato, che è questo: nei sistemi economici in cui la velocità dei mezzi di pagamento è uguale a 2,72, l'autofinanziamento è contenuto nei termini normali. Voglio dire che, in coincidenza con questa velocità dei mezzi di pagamento, il reddito nazionale è socialmente e internazionalmente distribuito per intero, con altri benefici dal punto di vista economico e sociale che vi risparmio di enumerare per ragioni di brevità.

Quindi, qui non si tratta di fare o l'apologia o la critica all'autofinanziamento. Si tratta di approfondire le radici e gli effetti economici e sociali dell'autofinanziamento eccessivo o carente. Certamente in regime come quello americano, come quello olandese o tedesco, i margini di autofinanziamento sono larghissimi. In America sono tali da tenere quel sistema lubrificato al massimo, ma con quali effetti sociali? Con questi: che il reddito non è distribuito socialmente per intero, per cui, per chiudere il circuito del reddito, per correggere l'eccessivo autofinanziamento, nel sistema americano occorre destinare, come si destinano oggi, 155 miliardi di dollari di credito al consumo. A parte questo artificio, per cui il 25 per cento dei salari e degli stipendi americani sono ipotecati da debiti, c'è anche un altro fatto: che l'autofinanziamento eccessivo, quando mancano opportunità di nuovi investimenti, diventa causa di recessioni frequenti, e non a caso il sistema americano negli ultimi settanta anni ha conosciuto ben diciotto recessioni.

Quindi, questo è fondamentale. Ora purtroppo queste conquiste fatte da noi, silenziosi economisti finanziari, sono applicate

6ª COMMISSIONE

5º RESOCONTO STEN. (18 febbraio 1975)

dalle grandi società per azioni dei paesi progrediti per gestire razionalmente le loro imprese; ma purtroppo non sono ancora applicate dalle autorità monetarie e governative degli stessi paesi occidentali. Ecco perchè ci troviamo di fronte ad una inflazione diversa e più misteriosa di quelle del passato: purtroppo in sede ufficiale non si studiano e non si applicano le regole e i parametri della moderna economia finanziaria.

Ora, è molto grave il caso in cui il rapporto di autofinanziamento risulti negativo, non solo agli effetti economici dello sviluppo e dell'equilibrio delle gestioni dell'impresa ma anche ai fini fiscali e dell'occupazione. Guardate bene che nell'ammontare dell'autofinanziamento delle imprese italiane sono compresi — a torto, secondo me — i fondi di quiescenza del personale; e quando l'autofinanziamento in un sistema è negativo, sono in pericolo i fondi di quiescenza dei lavoratori, dei dipendenti dell'impresa. Non vorrei diffondermi su questo punto, perchè farei non un discorso economico da monetarista, ma un discorso politico, un discorso ideologico. Quindi concludo qui la mia risposta al senatore Pinna

Al senatore Carollo, per quanto riguarda gli operatori bancari, io confermo in pieno le ragioni che mi hanno fatto esprimere la opinione della netta divisione del lavoro fra operatori del settore primario e operatori del settore secondario del mercato dei capitali. Poi il senatore Carollo mi ha chiesto come ho fatto a calcolare l'autofinanziamento nei regimi socialisti: io l'ho calcolato nella globalità. Anzi direi che nei paesi socialisti il problema del controllo dell'autofinanziamento è molto importante perchè lì le economie sono pianificate.

CAROLLO. Scusi l'interruzione: era per sapere a che cosa si riferisce: se cioè ad una accumulazione globale con fini sociali o meno

PALLADINO. Voglio precisare la risposta; naturalmente non tutti i paesi socialisti forniscono al Fondo monetario internazionale i loro dati monetari; i calcoli io

non li ho potuti fare per tutti i paesi socialisti ma soltanto per quei paesi socialisti che comunicano i dati al Fondo monetario internazionale, o perchè ne sono membri o perchè le loro fonti statistiche consentono allo stesso Fondo monetario internazionale di acquisire i dati necessari per calcoli di questo genere. Ma posso assicurare che è possibile fare questi calcoli, anzi è un compito fondamentale dell'economia socialista. Adesso non apro una parentesi sulla differenza tra le monete loro e le monete nostre, perchè purtroppo le nostre sono diventate false come le loro. Infatti in Occidente viviamo in un regime di monete false, perchè la moneta vera non dovrebbe mai avere il carattere e la natura di merce. Le monete passate erano monete improprie, perchè avevano la natura di merce, ma erano buone e stabili. Però la natura di moneta-merce dal punto di vista sociale comporta molti danni, ed anche dal punto di vista economico. Ecco perchè il compito dell'Occidente è quello di rendere buone le vere monete e finchè non avremo questo, non avremo risolto nè il problema dell'inflazione, nè tanto meno il problema di cui ci occupiamo in queste sedute.

Il senatore Li Vigni ha sollevato la questione dell'esportazione di capitali come fatto che potrebbe incidere. Guardi, voglio tranquillizzarla, onorevole senatore: come ho detto prima al suo collega, io non calcolo l'autofinanziamento per azienda; lo calcolo per il sistema nazionale nel complesso.

L I V I G N I. Proprio per quello. È un buco nel prodotto nazionale. Dove va a finire?

PALLADINO. No, guardi. Se noi dovessimo polemizzare attorno a questo argomento, perderemmo del tempo ed invece io voglio essere breve. Ma le dico proprio perchè io calcolo globalmente l'incidenza delle esportazioni di capitali, questo calcolo non comporta nessun dato di incertezza. Soltanto posso dire che, quando c'è esportazione di capitali in presenza di plusvalenze finanziarie, cioè di reddito socialmente non

6^a COMMISSIONE

5° RESOCONTO STEN. (18 febbraio 1975)

distribuito, il Paese può avere meno danno. Nel caso nostro il danno è molto più grave che negli altri Paesi. Però l'esportazione di capitali non contribuisce a menomare i risultati dei miei calcoli, perchè hanno una radice e un supporto matematico neutrale rispetto alla sua preoccupazione. Quindi posso garantire i dati che ho indicati nella mia relazione; non dico che lei ci possa giurare sopra perchè tutto è opinabile, anche i calcoli, anche la matematica a volte (dipende da come la si usa), però sono calcoli che ho sperimentato per anni. Ho seguito gli andamenti di borsa per anni e in base a questi miei calcoli posso assicurare che si tratta di un metodo lungamente e validamente verificato.

Alla domanda sul ruolo delle banche forse sarà meglio che risponda il professor Pivato.

Il senatore De Luca ha sollevato questioni molto complesse. In particolare mi ha chiesto chiarimenti in ordine al rapporto tra mezzi propri e indebitamento esterno. Io qui debbo insistere nel non essere d'accordo con il professor Caffè: non è vero che non esistono regole auree a questo riguardo. Non esisteranno per gli economisti generali, ma per gli economisti finanziari queste regole ci sono, e come! E disgraziatamente i nostri sistemi sono socialmente ingiusti proprio perchè quelle regole non sono conosciute, come dovrebbero invece essere conosciute ed applicate. Queste regole avrebbero veramente il vantaggio di rendere le libere economie di mercato socialmente più giuste ed anche più efficienti, più forti e stabili.

Quindi, io insisto sulla mia preoccupazione anche perchè non rispettare questi rapporti di armonia significherebbe creare condizioni di rigidità e di fragilità nelle gestioni delle imprese, come già confermato del resto dalla lucida e autorevole esposizione del professor Pivato. È chiaro infatti che una azienda eccessivamente indebitata all'esterno viene a risultare, dal punto di vista della gestione, rigida e fragile e, pertanto, poco resistente alle congiunture avverse. Allora, se questa è la realtà, come sottovalutare la situazione dicendo che mancano regole auree per regolare la materia? Queste regole esi-

stono e sono dettate dall'economia finanziaria, non dall'economia generale.

Il senatore De Falco ha sollevato molte questioni alle quali è difficile rispondere, trattandosi di questioni tutte serie e fondate. Qualcuno potrebbe vedere in alcune sue impostazioni della demagogia, dello spirito politico di parte, ma io, che pure non sono della sua parte, obiettivamente debbo riconoscere che il senatore De Falco ha sollevato delle questioni concrete che andrebbero attentamente studiate ed approfondite. Egli, ad esempio, fa riferimento ai famosi 31 milioni di conti di depositi a risparmio e domanda che cosa ne facciamo, se li mandiamo allo sbaraglio. No, non è certo questo che vogliamo fare o che si dovrebbe fare. Voi comunisti, peraltro, che parlate molto del Mezzogiorno e di sviluppo economico socialmente e territorialmente armonico, dovrete conoscere — e certamente molti di voi lo conoscono — quello che è il sottofondo monetario e finanziario, cioè il sottofondo reale. Ebbene, se noi studiassimo i flussi monetari, cioè quelli dei depositi...

D E F A L C O . Noi infatti li studiamo!

P A L L A D I N O . Lo so, lo so. Dunque, se noi studiassimo i flussi monetari, i flussi finanziari e i flussi reali, ci renderemmo conto che sono proprio questi ultimi le condizioni obiettive dello sviluppo: lo sviluppo infatti non si fa con i fichi secchi, per così dire, con le risorse nominali, ma si fa con le risorse reali.

Ora, io sono solito distinguere gli operatori del risparmio in tre gruppi: operatori avversi al rischio, operatori propensi al rischio e operatori del risparmio propensi al consumo del risparmio, cioè alla distruzione del risparmio. Purtroppo voi troverete nella mia relazione, per quanto riguarda la struttura qualitativa del credito, che essa è composta da una moltitudine di operatori avversi al rischio; e adesso corriamo il rischio — chiedo scusa per il gioco di parole — di vedere ridotto fortemente il numero degli operatori propensi al rischio con il risultato, in un Paese

6^a COMMISSIONE5^o RESOCONTO STEN. (18 febbraio 1975)

dove gli operatori con propensione al consumo del risparmio sono innumerevoli e operano in un settore già vastissimo, di vanificare le risorse monetarie, le risorse finanziarie, senza avere contropartite di risorse reali, cioè senza avere possibilità concreta di sviluppo economico, di progresso sociale, di progresso civile del Paese.

È questo il grave problema che la sinistra italiana deve porsi nell'interesse dei lavoratori perchè, oggi, tra gli operatori del terzo gruppo ci sono non solo enti pubblici, aziende a partecipazione statale, enti locali, ma anche i sindacati, che con la loro politica di rivendicazioni non tengono conto di alcuna incompatibilità.

Nella mia relazione troverete due grafici impressionanti troverete una rotta che chiamo di sviluppo equilibrato, ossia di equilibrio monetario e quindi di prezzi; vicino a questa rotta volano in gruppo gli aerei degli altri sistemi economici, mentre l'aereo italiano si è spostato lontano dalla rotta e va per conto suo.

P I N N A . In Italia piove sul bagnato rispetto agli altri Paesi!

P A L L A D I N O . No, perchè l'anticipo della dinamica salariale rispetto alla produttività è in Italia preoccupante e grave; il costo del salario per unità di prodotto è aumentato in Italia negli ultimi cinque anni del 20 per cento, mentre tra gli altri Paesi nostri concorrenti nessuno arriva al 10 per cento e molti si trovano di alcuni punti al di sotto.

B O R S A R I . Evidentemente avevamo un arretrato fortissimo ed i salari sono stati i più bassi per tanti anni.

P A L L A D I N O . Se parliamo del costo del salario, negli ultimi quattro anni e anche negli anni precedenti, tenuto conto del prodotto *pro capite* disponibile in Italia e delle necessità di investimenti sociali che aveva ed ha tuttora il nostro Paese, non c'era questo arretrato nella dinamica salariale. Affermo, comunque, che dal 1961 questo ritardo

non c'è più stato e questo anche prima dell'autunno caldo, che ha accentuato il fenomeno; prima, ripeto, non c'era ritardo, ma equilibrio.

D E F A L C O . Faccio una considerazione: in America i salari degli operai dell'industria automobilistica sono molto superiori a quelli della FIAT e le automobili della Ford costano meno delle FIAT. È una questione di produttività dell'azienda e la colpa non è degli operai nè dei sindacati. Comunque, non vorrei entrare in argomento perchè o si fa la discussione a fondo o è meglio non farla.

P A L L A D I N O . È molto delicato entrare in casi singoli e quindi non le do alcuna risposta.

Il senatore Segnana ha accennato a possibili misure fiscali; si fa presto a trovare una risposta: per ogni cento lire provenienti dalle tre fonti di finanziamento c'è un costo per l'impresa; le misure fiscali in Italia penalizzano la fonte del capitale di rischio che bisognerebbe invece incentivare, ora più che nel passato.

Sono ancora validi i fondi comuni di investimento? Io vi dico che non solo sono validi, ma potrebbero essere uno strumento per costruire quel tipo di società che, almeno una volta, ideologicamente, il partito della Democrazia cristiana auspicava, cioè una società di uomini liberi e forti. E l'uomo è libero quando è forte economicamente e previdente. Se si usasse lo strumento del fondo per far entrare nel mercato dei capitali i professionisti, i lavoratori indipendenti e gli altri lavoratori (io sono per la partecipazione al capitale e per il controllo della gestione anche da parte dei lavoratori), si arriverebbe a quella società che Don Sturzo, fondatore del Partito popolare, sognava: una società di uomini liberi e forti.

P I V A T O . Ci siamo divisi il compito con i colleghi nel senso che io avrei risposto alle domande di prevalente contenuto borsistico.

Il senatore Pazienza, tra i quesiti che mi ha personalmente rivolto, ha ricordato i contratti a premio come una formula di negoziazione sulla quale egli nutre dei dubbi ed ho sentito riecheggiare questi dubbi da parte di altri senatori. Il mio parere personale è che i contratti a premio hanno, in genere, un forte contenuto speculativo. Tuttavia, chi ha posizioni in « premi » dove operare sul mercato a termine a seconda della dinamica di borsa ed allora si vede che il contratto a premio pur essendo in se stesso un contratto eminentemente speculativo presenta tuttavia l'aspetto positivo di contribuire all'ampliamento delle operazioni di borsa. Senonchè, sempre a mia opinione, la esuberanza del peso dei contratti a premio in una borsa povera di correnti operative può essere tale da coinvolgere seriamente la stabilità e le corrette valutazioni del mercato. Io chiederei che questa formula contrattuale fosse bensì mantenuta, ma con l'obbligo dell'esecuzione, da parte degli operatori in premi di un deposito pari all'ammontare del « premio », ridimensionando così il fenomeno nelle giuste proporzioni, fruendone per quanto di buono esso può dare e inibendo gli eccessi speculativi grazie al deposito del quale ho parlato.

Il senatore Pazienza ha accennato alla mia relazione scritta a proposito della posizione del mediatore puro: probabilmente l'espressione orale non è stata, da parte mia, sufficientemente chiara. Oralmente ho detto e confermo che l'esigenza fondamentale per la obiettività e neutralità negoziale dei soggetti ammessi alla contrattazione di borsa è quella della assenza di interesse in proprio nell'oggetto dell'operazione.

Questa è la « condicio sine qua non » per assicurare neutralità, ed obiettività nella delicatissima funzione di accertamento pubblico dei prezzi. Ma chi sono quei soggetti ammessi alla pura contrattazione, che presentano queste caratteristiche? Possono essere solo gli agenti di cambio, alla condizione che si comportino professionalmente veramente come agenti di cambio, puri mediatori per conto terzi.

Sullo stesso piano desidero considerare un'osservazione del senatore Pinna, se non

ricordo male, il quale esprimeva qualche perplessità sulle finanziarie. Devo dire che io condivido i suoi dubbi, ritenendo che se vogliamo veramente giungere ad una configurazione dell'agente di cambio puro mediatore, esente da rischi, neutrale eccetera, non potremmo dar vita ad una legislazione in cui si ammettesse, da una parte, che l'agente di cambio abbia una certa configurazione e, dall'altra, gli si permettesse di partecipare a finanziarie che operino su titoli mobiliari « in proprio ».

Il senatore Pinna ha poi rivolto una domanda ben precisa: la CONSOB, cioè, può proteggere i risparmiatori sprovveduti? A tale domanda vorrei rispondere che la nostra speranza è in questo senso e potrebbe tradursi in realtà, ma solo ad una condizione: quella che la CONSOB non si limitasse a recepire i dati, a controllarli e ad archivarli, ma li pubblicizzasse, li elaborasse e, soprattutto, procedesse ad una graduale educazione dell'azionariato italiano all'interpretazione degli stessi. Questo sarebbe il punto veramente qualificante dell'innovazione.

S E G N A N A . Con l'aiuto delle banche, i loro consigli e la loro organizzazione capillare.

P I V A T O . Certamente. Questo fa parte della loro specializzazione: è una loro funzione-principe, e ne dovrebbero andare fieri.

Mi scuseranno quegli onorevoli senatori ai quali non rispondo perchè ritengo che lo abbiano già fatto i miei colleghi.

Il senatore De Falco mi ha impressionato per la varietà e la validità della problematica che ha posto. Tra l'altro egli ha ribadito più volte (ed io mi meraviglio del fatto che finora non gli sia stato risposto, ma si vede che veramente non ce n'è stato il tempo) i suoi fieri dubbi sull'agiotaggio; anzi, più che i suoi dubbi, il suo desiderio di informazione su tale fenomeno. Ma è naturale che egli manchi di informazione: tutti manchiamo di informazione, in proposito. Abbiamo del fenomeno stesso una configurazione giuridica che si traduce, in pratica, come segue:

6^a COMMISSIONE

5° RESOCONTO STEN. (18 febbraio 1975)

chi compie aggio? chi propala notizie false e tendenziose atte a turbare la dinamica dei prezzi. Senonchè il tradurre questa configurazione giuridica e pratica nella realtà di una dimostrazione di colpevolezza a carico di una persona fisica, o anche di una persona giuridica, è di una difficoltà così estrema che tutte le maggiori cause per aggio imbastite in Italia negli ultimi quarant'anni non sono andate a termine, proprio per l'impossibilità materiale di giungere alla dimostrazione del reato commesso.

Ma perchè può verificarsi una situazione del genere? Soprattutto per la mancanza di informativa, come dicevo prima. Queste propalazioni avevano quindi un effetto, un mordente sul mercato in quanto nè gli operatori mobiliari, e men che meno i privati investitori possedevano notizie in contrapposto, autorizzate e serie, tali, cioè, da bloccare le « voci » infondate. Penso quindi che l'affidare alla CONSOB il compito non solo di ricevere i dati di gestione e di pubblicizzarli, ma anche di intervenire tempestivamente nella interpretazione dei medesimi — e qui vi sarà anche una questione di organizzazione interna — possa dare una risposta positiva nel senso che il fenomeno dell'aggio abbia minori possibilità di svolgersi.

Il senatore Segnana aveva chiesto delle indicazioni precise su alcuni provvedimenti fiscali che si possono ritenere tali da tonificare il settore degli impieghi azionari. Rispondo: quei provvedimenti sono molteplici. Uno l'ho già citato e riguarda le obbligazioni convertibili, alle quali è stata concessa la riduzione di imposta al 15 per cento solo per cinque anni, mentre è notorio che la loro vita media è molto maggiore. Bisogna quindi portare a dieci anni il periodo della riduzione stessa. Ne volete fare uno strumento di sviluppo futuro dell'azionariato? Agevolate al massimo possibile, in modo che questo strumento finanziario, ancora troppo negletto in Italia, diventi davvero efficace. Vi sono poi i fondi comuni. Ora, restando la borsa in Italia nelle condizioni attuali, con 156 titoli quotati a Milano e 216 quotati in tutto il Paese, mi domando dove i « fondi » andranno a pescare i titoli per costituire i

propri portafogli. Quindi, ben vengano i fondi comuni; anzi essi sono auspicabilissimi; ma occorre che vengano preceduti da una espansione del listino azionario, senza di che vi è il pericolo che il loro avvento possa, per interventi operativi concentrati di compra e vendita, operare negativamente, con effetti destabilizzanti della dinamica di borsa.

P I N N A . La CONSOB dovrebbe anche poter controllare i fondi comuni.

D E P O N T I . Occorre provvedere alle norme relative.

P I V A T O . Per i fondi comuni bisogna suggerire un'iniziativa fiscale che finora mi sembra sia stata disattesa. Se si vuole che essi abbiano diffusione presso i piccoli risparmiatori, bisogna porli alla pari delle azioni di risparmio, così da renderli popolari, in modo cioè che le « parti » dei fondi godano dello stesso trattamento fiscale e di circolazione.

Per le azioni di risparmio, bisognerebbe ammettere la deducibilità del dividendo privilegiato dal reddito imponibile; e, finalmente, per le azioni ordinarie, bisognerebbe ridurre l'aliquota del 30 per cento, per una ragione semplicissima. C'è uno studio del sottoscritto, di recente pubblicato, dal quale risulta, secondo una tabella incontrovertibile, che il costo del capitale azionario oggi in Italia, stante l'attuale trattamento fiscale, è il seguente: per dare un dividendo dell'8 per cento sul nominale (guardiamo che l'8 per cento del nominale vuol dire, ai prezzi di oggi, il 4 per cento sul valore venale dato che la capitalizzazione di borsa è di poco superiore a due volte) sanno che cosa viene a costare alla società il danaro così raccolto? Il 15 per cento (14,951 per cento per l'esattezza).

È il costo, quindi, di un denaro che continuerà a rimanere tale perchè il vincolo dell'azione alla società, insomma del denaro azionario, è un vincolo duraturo.

A questo punto si possono suggerire altri provvedimenti di carattere fiscale che non

6ª COMMISSIONE

5° RESOCONTO STEN. (18 febbraio 1975)

provocherebbero un grave scompensamento, anche perchè, sia pure in parte, sono stati già presi. Anche un provvedimento che (riprendendo le leggi del 1946 e del 1948) consentisse la rivalutazione dei cespiti patrimoniali delle aziende, come logica conseguenza della svalutazione monetaria, non solo contribuirebbe decisamente alla chiarificazione ed alla espressività dei bilanci di impresa, ma eserciterebbe effetti fortemente tonificatori del mercato azionario, consentendo così la ripresa delle quotazioni e delle emissioni di azioni; ciò che ripristinerebbe più sane strutture finanziarie di azienda, facendo diminuire la incidenza dell'indebitamento a carico delle imprese.

Il senatore Li Vigni si è giustamente meravigliato della dinamica di borsa in questi ultimi tempi; penso che alludesse a quella della borsa italiana. Effettivamente, trovare delle giustificazioni alla dinamica di borsa è la cosa più ingrata, più difficile che si possa fare a tal punto che, come ha ricordato il professor Caffè, ci sono autori, come Modigliani e Miller, i quali sostengono che in fondo i corsi di borsa si muovono a caso, spontaneamente, non per rapporto di causa ed effetto in conseguenza delle reazioni rispetto alle sollecitazioni ambientali o di congiunture aziendali. Io a queste impostazioni non accedo volentieri e tento di dare una risposta razionale.

Rispondo dunque che noi abbiamo avuto una generale ripresa dei corsi azionari su tutto l'arco delle borse mondiali da un mese circa a questa parte per effetto di fattori combinati. Questi possono essere individuati: in parte nella riduzione dei tassi di interesse interbancari e dei « prime rate » che è stata qui ricordata; in parte nella speranza che il problema del costo delle produzioni, con particolare riguardo al fattore ener-

getico, stia ormai per fluire verso una certa stabilizzazione; in parte in prospettive ed aspettative meno sfavorevoli per l'economia sul finire del 1975 e per il 1976.

Vi è poi da considerare un fattore, direi, meccanicistico: quanto più basso è stato il livello raggiunto dalle quotazioni azionarie di un Paese, tanto più forte è la molla che le sospinge verso l'alto non appena la borsa, spesso con anticipo di mesi, vede profilarsi qualche miglioramento economico-ambientale o economico-aziendale. A volte è sufficiente l'aspettativa dell'arresto di una situazione recessiva, per rovesciare positivamente la dinamica di borsa. È proprio un gioco di azioni e contro reazioni nel quale intervengono anche modesti fattori riequilibratori positivi e speranze ancora *in fieri*.

La borsa italiana non poteva rimanere indifferente a questo movimento mondiale ed infatti l'ha seguito, sia pure col solito ritardo, perchè, come già spiegato, la nostra borsa è sempre un po' isolata rispetto alla dinamica esterna.

Il fenomeno poi delle oscillazioni giornaliere è tecnico-specifico e può anche dipendere semplicemente dal fatto che vi siano occasionali convergenze di domanda o di offerta di titoli.

P R E S I D E N T E Ringrazio vivamente i professori Caffè, Pivato e Palladino per la loro collaborazione e per il validissimo contributo di idee che hanno offerto ai nostri lavori.

La seduta termina alle ore 20,35.

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