

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

6^a SEDUTA

MERCOLEDÌ 19 FEBBRAIO 1975

Presidenza del Presidente VIGLIANESI
indi del Vice Presidente SEGNANA

INDICE DEGLI ORATORI

PRESIDENTE	Pag. 147, 160, 165 e <i>passim</i>	BORRI	Pag. 148, 153, 157 e <i>passim</i>
BERGAMASCO163, 169	CIGLIANA	151
DE FALCO163, 164, 165 e <i>passim</i>	ROVERARO153, 166, 169 e <i>passim</i>
FRANCO	164	TRONTI	157
PAZIENZA162, 164, 165 e <i>passim</i>		
PINNA161, 170		
SEGNANA164, 165, 171		

6^a COMMISSIONE

6° RESOCONTO STEN. (19 febbraio 1975)

Intervengono alla seduta, a norma dell'articolo 48 del Regolamento, il presidente dell'Istituto mobiliare italiano Silvio Borri, accompagnato dal dottor Giuseppe Cigliana, dal dottor Gian Mario Roveraro e dall'ingegner Angelo Tronti.

La seduta ha inizio alle ore 9,40.

M A R A N G O N I, segretario, legge il processo verbale della seduta precedente, che è approvato.

P R E S I D E N T E. L'ordine del giorno reca il seguito dell'indagine conoscitiva sul funzionamento delle borse valori in Italia: audizione del presidente dell'Istituto mobiliare italiano, Silvio Borri.

Come ho già fatto nelle precedenti occasioni, anche se la cosa può sembrare monotona, riassumo in brevissime parole per i rappresentanti dell'IMI i motivi della nostra indagine, che è stata originata dalla constatazione di una situazione di crisi del sistema borsistico italiano o, per essere più precisi, del mercato azionario del nostro Paese, e della difficile funzione di mediazione della borsa tra il mondo dell'impresa e quello del risparmio. Nella nostra indagine tentiamo quindi di individuare le cause di questa crisi e di passare in rassegna, insieme a coloro che sono nostri ospiti, le proposte che possono essere suggerite in tema di innovazioni o di modifiche onde ridare fiducia ai risparmiatori e possibilità finanziarie alle imprese. Abbiamo già ascoltato i rappresentanti degli agenti di cambio, delle Camere di commercio, delle banche e delle società per azioni. Da tali incontri sono emerse varie tesi: quella degli agenti di cambio, di concentrare tutte le operazioni in borsa, quella delle banche che, viceversa tendono, sia pure attraverso un ammodernamento dei moduli organizzativi, a conservare l'attuale sistema.

Le domande da noi poste a coloro che sono stati finora ascoltati, e che mi sembra possano ritenersi valide anche per gli ospiti di oggi, sono grossomodo le seguenti: la bor-

sa ha dato in questo dopoguerra un contributo effettivo al reperimento di nuovi capitali di rischio nel processo di sviluppo economico del nostro Paese? Essa rappresenta ancora uno strumento valido ai fini del reperimento di nuove risorse? Possiamo conoscere il vostro parere sulla CONSOB? In particolare, poichè la legge prevede l'ammissione d'ufficio di nuovi titoli alle quotazioni, ritenete opportuno che tale ammissione non sia collegata ad un margine di discrezionalità operativa da parte della CONSOB, ma automatica, quando vengono superati determinati parametri? Che cosa pensate dei poteri di vigilanza, di controllo e di ispezione che la legge attribuisce alla CONSOB nei confronti delle società per azioni quotate? È possibile, infine, conoscere la vostra valutazione sul problema della quotazione di titoli azionari esteri?

Nell'incontro di ieri abbiamo chiesto ai nostri interlocutori, docenti universitari, se ritengono corretta la situazione per cui, secondo quanto rivelato dal dottor Cuccia, amministratore delegato della Mediobanca, su 668 imprese censite il rapporto tra capitale di rischio e capitale di credito è di uno a quattro, ed il professor Palladino ha parlato addirittura di un rapporto di uno a sei: vorremmo sapere se ritenete corretta questa situazione, sia per la salute dell'azienda che per quella dell'intero sistema produttivo italiano, e se essa è armonica con quella di altri Paesi industrialmente sviluppati; se si deve vedere in questo rapporto anche un incoraggiamento alla spinta inflazionistica da parte delle aziende; se si ritiene che possano essere assunte iniziative di politica fiscale e tributaria per facilitare l'efflusso del risparmio verso il capitale di rischio. In particolare, mi sembra che alla rappresentanza dell'IMI si possa chiedere quali sono le caratteristiche del mercato obbligazionario ed i suoi rapporti con il mercato azionario. I colleghi penseranno poi, se lo riterranno opportuno, ad ampliare la serie delle richieste e dei chiarimenti.

Come abbiamo fatto nelle sedute precedenti, credo sia bene lasciar svolgere al

Presidente dell'IMI una esposizione introduttiva. Se egli lo riterrà opportuno, potrà poi far integrare la sua esposizione dai collaboratori che lo accompagnano.

B O R R I. Ringrazio innanzitutto il Presidente ed i membri della Commissione dell'invito che ci è stato rivolto a rappresentare il punto di vista dell'IMI su alcuni aspetti del tema oggetto dell'indagine. Desidero informare che ho con me alcuni collaboratori: l'ingegner Angelo Tronti, direttore dell'Istituto, responsabile della nostra sede di Milano; il dottor Gian Mario Roveraro, amministratore delegato della SIGE, che è una finanziaria controllata dall'IMI ed avente per scopo quello di gestire portafogli azionari ed obbligazionari, nonché operare come consulente di fondi di investimento nei quali l'IMI è direttamente o indirettamente interessato; il dottor Giuseppe Cigliana, condirettore dell'Istituto, responsabile del servizio obbligazioni.

Gli interventi ampi e documentati di coloro che mi hanno preceduto mi esimono da una relazione panoramica, che non potrebbe non essere in larga misura ripetitiva di cose già dette. Mi limiterò quindi, avvalendomi dei collaboratori che mi accompagnano, ad illustrare sinteticamente alcuni punti della complessa tematica in discussione, quelli cioè che coinvolgono più da vicino l'attività e l'esperienza dell'IMI. Nell'esposizione seguirò una traccia scritta, che dovrebbe esservi stata distribuita, alla quale sono allegate alcune tabelle illustrative. Essa sarà concentrata sui seguenti argomenti: mercato dei capitali e borsa valori; mercato delle obbligazioni; fondi comuni di investimento; società di revisione e di certificazione.

Mercato dei capitali e borsa valori. Per una corretta valutazione dei molteplici problemi e delle relative soluzioni inerenti ad un migliore funzionamento della borsa valori mi sembra opportuno sottolineare che questo strumento, pur essenziale per una dinamica attivazione e regolazione dei flussi di risparmio verso gli investimenti produttivi, non si identifica con il mercato dei capitali. La borsa valori è il fulcro del cosiddetto

« mercato secondario » o della contrattazione dei titoli, specie azionari, già in circolazione e ammessi alle quotazioni. Sul mercato primario, o delle emissioni, nel quale operano altri istituti di intermediazione, essa svolge, specie in Italia, una funzione soltanto indiretta, anche se spesso di rilievo, per la valutazione delle società emittenti e delle condizioni di mercato. Il mercato dei capitali, nei suoi due settori, il primato e il secondario, è, come ogni mercato, il luogo d'incontro di una domanda e di un'offerta, ma con questa peculiare connotazione: che esso è estremamente sensibile alle variazioni di politica economica, fiscale e monetaria, che spesso esplicano effetti cumulativi sul lungo periodo.

In sintesi, e riferendomi alla situazione attuale, vorrei dire che, se lo scopo della nostra economia è quello di riattivare i processi di investimento da parte delle imprese anche mediante il potenziamento del mercato finanziario, debbono essere predisposte condizioni di ordine più generale che agevolino tale riattivazione. Mi riferisco in particolare ad una serie di misure atte a favorire la formazione di capitali di rischio presso le imprese, tra le quali potrebbero esservi le agevolazioni per aumenti di capitale di rischio delle piccole e medie imprese; agevolazioni finanziarie e fiscali per fusioni, concentrazioni e accordi di mercato fra le minori imprese; incentivazioni fiscali di politiche aziendali di ammortamento più adeguato al ritmo vieppiù rapido di invecchiamento tecnologico degli impianti.

Il rafforzamento delle strutture patrimoniali e finanziarie dell'intero sistema delle imprese, e non soltanto di quelle che possono oggi accedere alla borsa valori, è una condizione per il rilancio degli investimenti produttivi, e in particolare di quelli a rischio più elevato (ricerca, nuovi prodotti). Esso è, al tempo stesso, un importante fattore di potenziale arricchimento della base operativa della borsa valori.

In quest'ottica l'IMI, specie nell'ultimo decennio, è venuto diversificando la propria opera di sostegno agli investimenti industriali, affiancando alla propria attività fon-

damentale di credito a lungo termine quella di moderata e transitoria partecipazione al capitale di rischio delle imprese (laddove ciò appariva necessario per una equilibrata evoluzione della finanza aziendale), quella di assistenza tecnica diversificata, non soltanto finanziaria, alle imprese stesse per sovvenire alle loro molteplici e nuove esigenze imposte dalla tumultuosa evoluzione delle economie industriali e per agevolare l'accesso ai mercati esteri, e quella sui fondi comuni di investimento per attivare nuovi canali per il risparmio privato. E, contemporaneamente, l'Istituto veniva elaborando riflessioni sui problemi inerenti agli investimenti e al mercato dei capitali, che sottoponeva all'attenzione pubblica nelle proprie relazioni di bilancio e in altre circostanze, tra cui mi piace ricordare l'intervento in questa autorevole sede nel dicembre del 1972, all'inizio dell'indagine conoscitiva sui problemi del credito mobiliare. Chi volesse riandare a quelle riflessioni troverebbe spunti di ulteriore meditazione e anche proposte, come quelle appena riferite, utili, ritengo, per la soluzione dei problemi che oggi dobbiamo affrontare per il rilancio degli investimenti e dell'economia delle imprese produttive e per il potenziamento del mercato finanziario. E troverebbe, purtroppo, che non erano infondate le nostre preoccupazioni circa un progressivo restringimento dell'area produttiva della nostra economia, di un progressivo indebolimento delle strutture delle imprese e di un impoverimento, con effetti derivanti dalle sue peculiari funzioni, del nostro mercato finanziario in assenza di tempestivi e coordinati provvedimenti.

Mi è sembrato opportuno allargare il discorso al di là del tema specifico in discussione perchè ritengo che questo sia condizionato o influenzato, nella sua impostazione e per le soluzioni da proporre, da un'ottica più vasta.

In proposito, vorrei in particolare soffermarmi, per limitarmi alla sfera del credito mobiliare, inteso secondo la sua accezione originaria, sulle possibilità esistenti per gli istituti del nostro tipo di orientare più decisamente la loro attività verso il finanzia-

mento del capitale di rischio delle imprese, con l'ulteriore obiettivo di ampliare il listino delle società quotate nella borsa valori.

Può essere interessante ricordare, come già ebbi occasione di dire altra volta in questa sede, che la stessa legge istitutiva dell'IMI autorizzava l'Istituto a emettere titoli rappresentativi della proprietà di speciali gruppi di valori pubblici e privati da costituirsi in gestione fiduciaria nell'interesse dei sottoscrittori dei predetti titoli.

Con tale strumento la legge mirava ad un duplice scopo: quello di offrire una diversificata base operativa all'Istituto per il potenziamento o per la promozione di iniziative industriali, permettendo di intervenire nel finanziamento del capitale di rischio delle imprese in misura più ampia di quella consentita dall'assunzione diretta di partecipazioni — attività questa sostanzialmente limitata perchè finanziabile soltanto nell'ambito del capitale e delle riserve dell'Istituto e non sulla provvista obbligazionaria — e quello di diffondere la base dell'azionariato in Italia, specie tra i piccoli e medi risparmiatori, che avrebbero avuto come garanzia nell'impiego dei loro risparmi la competenza dell'Istituto e le sue finalità pubblicistiche. È opportuno sottolineare la differenza tra la gestione fiduciaria di questo tipo e un fondo comune d'investimento. La gestione fiduciaria del tipo IMI non costituisce un mero investimento di capitali a scopo di lucro, ma rappresenta invece, essenzialmente, uno strumento di intervento finanziario atto a consentire sia il potenziamento di imprese esistenti che il sostegno di iniziative nuove — che non hanno ancora un mercato — nell'ambito di una certa politica economica.

Scopo principale di un fondo comune di investimento è invece quello, prevalentemente finanziario, di assicurare — mediante una efficiente amministrazione — un reddito ai piccoli e medi risparmiatori, con una scelta degli investimenti prevalentemente orientata verso una ripartizione dei rischi e verso titoli che hanno già un mercato.

Come già detto, l'Istituto, che, negli anni più recenti, aveva cercato di avvalersi di tale facoltà, non ha potuto farlo, per impedimen-

ti di tipo fiscale, a nostro avviso superabili: è inutile dire che l'applicazione di tale strumento potrebbe rappresentare oggi uno stimolo alla riattivazione dei flussi di capitale di rischio verso le imprese.

Mercato delle obbligazioni. Lo sviluppo squilibrato del mercato finanziario, che ha provocato le note conseguenze negative sulle strutture di bilancio delle imprese — e mi riferisco a quanto accennato poco fa dal Presidente della Commissione su questo non corretto rapporto tra capitale di rischio e capitale di credito che effettivamente in certe aziende è di uno a quattro — si è tradotto in una espansione abnorme del mercato del reddito fisso.

Su tale mercato infatti si è concentrata sia la domanda di fondi da parte delle imprese per il finanziamento degli investimenti (concentrazione stimolata dalla estensione generalizzata del credito agevolato), sia la domanda di fondi da parte dello Stato, degli Enti territoriali, degli Enti previdenziali (concentrazione stimolata dalle politiche del debito pubblico).

La tabella allegata offre una situazione in termini quantitativi del nostro mercato finanziario dal 1970 al 1973. Nel 1970 su 39 miliardi di valore nominale — consistenza dei valori mobiliari per categorie di titoli e di possessori, secondo i dati della Banca d'Italia — capitale di rischio (azioni) 10.865 miliardi, obbligazioni 39.314 miliardi; nel 1971, 11.837 miliardi, 45.984 miliardi; nel 1972, 12.698 miliardi e 53.358 miliardi; nel 1973, ultimo dato disponibile, 13.750 miliardi, 65.617 miliardi.

Tale espansione, inoltre, ha avuto due fasi caratteristiche: una prima, fino alla fine degli anni '60, dominata da stabilità dei rendimenti per effetto della politica perseguita dalle autorità monetarie (è questa la fase in cui l'obbligazione fu pittorescamente definita la « moneta con cedola » e durante la quale il risparmio dei privati affluì in misura copiosa verso i titoli a reddito fisso); una seconda, quella attuale, sensibile alle variazioni dei corsi e alle dinamiche dei mercati esteri, durante la quale sottoscrittori principali sono gli investitori, istituzionali (in

particolare banche e casse di risparmio) a ciò in larga misura indotti dalle prescrizioni delle autorità monetarie.

Vi è un'altra tabella, la quale sta ad indicare che, mentre nella media del periodo annuo 1952-69, duemila miliardi di titoli a reddito fisso erano stati sottoscritti per l'11,4 per cento dalla Banca d'Italia, per il 42 per cento delle aziende di credito e per il 37,8 per cento da privati, nel 1973 la prima categoria — Banca d'Italia — saliva dall'11,4 al 24,3 per cento; le aziende di credito dal 42 al 59,1 per cento; gli altri intermediari dall'8,8 al 2,7 per cento e i privati scendevano dal 37,8 al 13,9 per cento.

Il nostro mercato obbligazionario ha una struttura rigida e molto semplificata, malgrado le sue rilevanti dimensioni quantitative, rilevanti rispetto a quelle degli altri Paesi industriali.

Specie in periodo di forte inflazione, tale circostanza ha reso preminente il circuito risparmio privato verso depositi bancari, impieghi bancari verso obbligazioni, crediti a medio e lungo termine verso investimenti e Tesoro dello Stato.

Ciò dipende da vari fattori, tra i quali la mancanza di un vero mercato monetario o a breve termine, in dinamico collegamento, anche per la struttura differenziata dei tassi e per la specie di titoli, con il mercato delle obbligazioni (a medio e a lungo termine).

Il nostro mercato obbligazionario, inoltre, è stato sempre caratterizzato dalla presenza di titoli — specie fino a due anni fa e salvo rare eccezioni — scarsamente differenziati tra loro sia sotto il profilo della durata che per le altre caratteristiche tecniche. Fanno eccezione le emissioni degli ultimi due anni, di cui parlerà il mio collega.

Un'altra prerogativa del nostro sistema del reddito fisso è il ruolo predominante svolto in esso dalle banche, ruolo che è pressochè totale per quanto riguarda il collocamento al pubblico dei nuovi titoli ed è prevalente per quanto riguarda la sottoscrizione e la contrattazione successiva sul mercato secondario.

Su quest'ultimo aspetto fornirò alcuni dati che, pur essendo da accogliere con larga

6^a COMMISSIONE

6° RESOCONTO STEN. (19 febbraio 1975)

approssimazione, in mancanza di statistiche ufficiali ed omogenee, rappresentano sufficientemente, in negativo, la dimensione del fenomeno.

Alla fine del 1973, su un totale di titoli a reddito fisso in circolazione pari a lire 51767 miliardi, quelli quotati alla Borsa di Milano rappresentavano circa il 68 per cento; mentre il volume delle transazioni verificatosi nel 1973, sempre alla Borsa di Milano, è stato di lire 582 miliardi, pari cioè a circa l'1,7 per cento del totale dei titoli a reddito fisso quotati e a circa l'1,1 per cento del totale dei titoli in circolazione a fine 1973.

Emerge da tali cifre il ristretto volume delle contrattazioni dei titoli a reddito fisso nelle borse valori puo, almeno nel breve termine, rendere i prezzi di borsa facilmente influenzabili da manovre di tipo speculativo.

Nel valutare il funzionamento delle borse per quanto riguarda il comparto dei titoli obbligazionari bisogna tuttavia ricordare l'effetto, anche selettivo, delle consistenti operazioni di mercato aperto effettuate dalla Banca d'Italia.

L'IMI, con una quota di mercato di poco inferiore al 10 per cento, è il principale prenditore di fondi sul mercato del reddito fisso (quando si escludano le emissioni dello Stato) ed è l'Istituto i cui titoli sono più largamente diffusi nei portafogli dei piccoli e medi risparmiatori.

Per tale sua posizione, l'Istituto è stato chiamato, specie negli anni recenti, a svolgere la funzione di saggiare e di pilotare il mercato, in particolare nelle fasi più delicate.

Sulla su questi aspetti e sulle iniziative, talune delle quali assai elaborate, un'aprese del l'Istituto per attivare flussi di risparmio privato da destinare agli investimenti desidererei fosse il dottor Cigliana a fornire alcune delucidazioni.

CIGLIANA. Il mercato a reddito fisso, che già nel 1973 aveva messo in luce la sua fragilità ed era stato sostenuto dagli obblighi di acquisto imposti alle aziende di credito, nel corso del 1974 è stato travolto da una serie di avvenimenti che hanno provo-

cato una drastica riduzione dei corsi con conseguente ulteriore allontanamento del risparmio privato.

I fatti che hanno determinato tale situazione sono noti.

Il mercato subisce l'impatto del cambiamento del regime tributario che istituisce la nota ritenuta sulle cedole e vede un mese, gennaio, praticamente fermo, anche perchè gli operatori avevano provveduto ai loro fabbisogni entro il 1973.

Il collocamento riprende nei mesi di febbraio e marzo e i corsi subiscono un adeguamento tecnico, cioè risultano aumentati di quanto necessario per avere lo stesso rendimento netto della fine del 1973.

Si cominciano intanto ad avvertire le difficoltà della bilancia commerciale che inducono le autorità monetarie a mettere in azione gli strumenti a loro disposizione, dando inizio ad una « stretta » creditizia che diventa via via più severa.

Inizia in quel momento un andamento a forbice del mercato che porta i rendimenti del mercato monetario a breve a livelli enormemente superiori a quelli offerti dai titoli a reddito fisso di nuova emissione.

In questa situazione, l'Istituto ha svolto — come ha già accennato il Presidente — la sua tradizionale funzione moderatrice, tendente a non elevare oltre i limiti sopportabili il costo dei finanziamenti — da ricordare in proposito il limite del 13,70 per cento fissato per il credito agevolato — contenendo i rendimenti offerti a livello inferiore a quello di mercato e toccando solo di recente il 12 per cento, e ciò mediante il ricorso ad ogni accorgimento tecnico possibile. Al riguardo, e ne parlerò dopo, ricordo il lusinghiero successo della nostra 43^a serie obbligazionaria che era pagabile per un quarto in obbligazioni IMI di precedenti serie in circolazione, valutate a prezzi più alti di quelli del mercato.

Obbligazioni IMI. Delle nominali circa lire 18.000 miliardi di obbligazioni emesse da Istituti di credito mobiliare ed in circolazione al 31 dicembre 1974, secondo le ultime stime in possesso, l'IMI — avuto riguar-

do alle sole emissioni in lire — copriva una quota stimata al 30 per cento circa.

Infatti, la consistenza delle obbligazioni IMI, si presentava come segue: obbligazioni in circolazione, del solo Istituto Immobiliare Italiano, al 31 marzo 1973, 3.674 miliardi.

Un anno dopo tale cifra saliva a 4.408 miliardi, mentre una stima al 31 dicembre 1974 stabilisce un valore pari a 4.800 miliardi. Inoltre vi erano le obbligazioni della sezione autonoma di credito navale dell'IMI (SACN) che erano 340 miliardi al 31 marzo 1973, 532 miliardi al 31 marzo 1974; 500 miliardi, come stima, al 31 dicembre 1974. È da rilevare in proposito che al 31 dicembre 1974 erano quotate presso la Borsa valori di Milano 29 serie obbligazionarie (di cui 25 dell'IMI e 4 della SACN), per un ammontare complessivo in circolazione di oltre quattromila miliardi. La quota non risultante da detto listino è rappresentata da numerosissime serie speciali emesse con caratteristiche particolari richieste, il più delle volte, dagli asuntori.

Sotto il profilo statistico sembra interessante ricordare che l'andamento della emissione e della consistenza delle obbligazioni IMI nel corso degli ultimi anni è stata la seguente: nel quarantesimo esercizio (1971-1972) l'Istituto aveva emesso 408,7 miliardi nominali di proprie obbligazioni e la consistenza alla fine dell'esercizio era di 2.706 miliardi. L'anno successivo le obbligazioni emesse ammontavano a 547,9 miliardi e il totale della circolazione era pari a 3.074 miliardi; nel 1973-74, ultimo esercizio, abbiamo 1.527,1 miliardi di obbligazioni collocate, e 4.408 miliardi quale totale della circolazione. Secondo una stima al 31 dicembre 1974 l'Istituto chiude, a tale data, con 800 e 4.800 miliardi di obbligazioni rispettivamente emesse nell'esercizio ed in circolazione.

Si tratta di dati sufficienti a dimostrare l'enorme importanza che il mercato del reddito fisso è andato assumendo negli ultimi tempi, e l'opera sempre più determinante che in questo campo svolgono gli istituti di credito mobiliare in genere, e l'IMI in particolare.

Desidero ora soffermarsi sul come avviene la provvista. I tipi di provvista utilizzati dall'Istituto e i tipi di obbligazioni che vengono prevalentemente destinate a ciascuno di essi sono praticamente tre: le pubbliche emissioni, che avvengono tutte con serie quotate; il collocamento continuativo, che può riguardare titoli quotati e non quotati; i canali di vendita diversificati, che riguardano specialmente i CAP, i *fully-paid* ed il mercato secondario.

Esaminiamo questi tipi.

Pubbliche emissioni Le pubbliche emissioni hanno la funzione di mantenere viva la presenza dell'Istituto sul mercato, e ad esse si fa ricorso, di solito, quando concorrono particolari situazioni concernenti esigenze di provvista di notevole consistenza (in relazione a stipule ed erogazioni da effettuare) e situazioni di mercato di liquidità. Ricorderemo al riguardo l'emissione della 28^a serie (inizio 1970), che è stata la prima serie portante un tasso nominale di interesse del 7 per cento. Successivamente, a metà dello stesso anno, l'operazione di conversione, con la quale si è attuato un apprezzabile miglioramento della situazione delle obbligazioni allora in circolazione, per ciò che concerne il tasso nominale di interesse, offrendo, a richiesta degli obbligazionisti e nei limiti delle possibilità operative dell'Istituto, di convertire i vecchi titoli IMI in nuove obbligazioni della 29^a serie, al 7 per cento. Sempre nel 1970 vi fu una terza operazione, l'emissione della 30^a serie, con la quale, d'accordo con l'Istituto di emissione, le 14 banche firmatarie del nuovo accordo bancario hanno potuto convertire quota parte delle riserve obbligatorie in contanti in riserve in obbligazioni, assai più remunerative, aggiungendo al sistema liquidità per un ammontare di circa 200 miliardi di lire.

All'inizio del 1971 l'Istituto, con l'emissione della 31^a serie, offrì all'acquirente un reddito allettante, una durata sensibilmente abbreviata (nove anni) rispetto ad analoghi titoli fino ad allora offerti al pubblico e la possibilità, relativamente alla metà dell'ammontare investito, di disporre liberamente, dopo quattro anni, del proprio denaro, in rapporto

alle future condizioni del mercato del reddito fisso. L'anno passato, nel 1974, l'Istituto ha emesso una nuova serie, la 43^a, con caratteristiche particolari. È una serie all'8 per cento, con la quale veniva offerta la possibilità ai sottoscrittori di pagare una quota pari ad un quarto del capitale nominale sottoscritto con vecchie obbligazioni valutate a prezzi notevolmente superiori alle quotazioni del momento.

Tale emissione, che in effetti era un tentativo messo in atto per cercare di acquisire, malgrado la precarietà della situazione, nuovi mezzi freschi, ha dato in definitiva un risultato assai positivo con gli oltre 450 miliardi nominali collocati.

Infine, la serie attualmente in corso di collocamento, la 45^a, che ricalca un po' le caratteristiche di quella precedente in quanto consente anch'essa di pagare una parte del capitale sottoscritto con vecchie obbligazioni. Questa volta la quota è stata ridotta a un terzo, e la facilitazione è rivolta a quel settore di vecchi obbligazionisti che avevano sottoscritto obbligazioni a tassi inferiori al 7 per cento.

Le vecchie obbligazioni vengono accettate al valore nominale di cento lire. Si è inteso così ricreare l'afflusso diretto del risparmio privato al comparto obbligazionario, e posso già dirvi che anche per questa operazione si delinea un lusinghiero risultato.

Collocamento continuativo. Poiché ovviamente le pubbliche emissioni non possono da sole coprire l'intero fabbisogno finanziario dell'Istituto, è necessario ed opportuno, principalmente ai fini del mantenimento dei contatti con il sistema bancario, che il collocamento venga effettuato in via continuativa. Oggetto di tale collocamento continuativo sono le serie quotate, delle quali l'IMI abbia la disponibilità e le serie speciali non quotate.

Canali di vendita diversificati. Si tratta di collocamento aggiuntivo di obbligazioni effettuato avvalendosi della organizzazione di società nelle quali l'istituto ha una posizione di partecipazione maggioritaria: Fideuram, Sige, e Januense. Il collocamento effettuato tramite la Fideuram, che si avvale di

tecniche affermate nei mercati di lingua inglese, si è finora articolato in due settori: CAP, che prevedono programmi di accumulazione di risparmio con versamenti periodici e capitalizzazione degli interessi, e con investimento dei versamenti stessi in serie speciali di obbligazioni IMI predisposte appositamente; e FULLY PAID, cioè vendite con pagamenti in unica soluzione. I collocamenti effettuati tramite la SIGE e la JANUENSE hanno invece riguardato principalmente il mercato secondario.

BORRI. Vorrei ora ricordare quali siano gli accorgimenti che l'Istituto ha usato negli ultimi due anni per incentivare il mercato finanziario.

I fondi comuni di investimento. In questo settore l'esperienza dell'IMI, che controlla oggi i due principali fondi comuni d'investimento operanti in Italia (il Fonditalia e l'Interfund) è positiva, malgrado i riflessi negativi che sull'attività di questi intermediari istituzionali hanno avuto le forti perturbazioni che hanno scosso il sistema monetario internazionale negli ultimi anni — svalutazione, fluttuazione dei cambi — e, più di recente, la congiuntura mondiale negativa e la instabilità dei mercati finanziari. Si può ritenere che i fondi comuni d'investimento rappresentino un valido strumento d'impiego del risparmio, specie nelle famiglie, e organismi capaci di convogliare verso la borsa valori un continuo flusso di denaro fresco, soprattutto se sarà incentivato il collocamento dei programmi pluriennali di accumulazione di capitale.

Ma su questo argomento, come su gli aspetti specifici del funzionamento delle borse valori, prego il dottor Roveraro di esprimere le nostre considerazioni.

ROVERARO. Condizione prima, anche se naturalmente non unica, per la informazione di un mercato azionario ampiamente articolato, è l'esistenza di una economia solida ed ordinata, che favorisca la crescita di numerose imprese, capaci di remunerare in modo adeguato i capitali impiegati, e che abbiano buone prospettive di espansione. Le

insufficienti prospettive economiche fanno sì che la nostra borsa pervenga ad uno stato di sviluppo che potremmo considerare caratterizzato principalmente da una scarsa correlazione tra quotazioni ed andamento economico aziendale, da una limitata offerta di titoli azionari, da una netta prevalenza di operazioni a breve o brevissimo termine che per semplicità, anche se non lo sono, potremmo chiamare speculative.

Non voglio con questo dire che le operazioni di borsa siano tutte speculative. Voglio semplicemente sottolineare che per le condizioni obiettive esistenti, molti operatori ritengono opportuno effettuare operazioni a breve termine.

Il mercato azionario italiano è ancora sostanzialmente inefficiente e quindi non è in grado di contribuire efficacemente al corretto impiego delle risorse. Questa affermazione è valida non solo perchè la raccolta di capitali di rischio attraverso nuove emissioni è limitata (in sistemi anche più maturi del nostro, la raccolta di capitali di rischio di norma vara tra il 5 e il 10 per cento dei nuovi investimenti delle imprese) ma anche perchè il mercato non riesce ad influenzare positivamente la gestione delle imprese, gestione che soltanto grossolanamente viene dalla borsa penalizzata o premiata per la sua capacità o incapacità. Il mercato, cioè, non soltanto dovrebbe determinare le condizioni alle quali le società possono reperire, ove lo ritengano opportuno, capitali di rischio, ma dovrebbe esercitare una funzione di più vasto controllo. Tale fenomeno è particolarmente rilevante nei Paesi anglosassoni.

Il secondo punto evidenziato, e cioè, l'inefficienza, deriva anche dall'incapacità di offrire al risparmiatore una valida alternativa di investimento. È questo un problema che non viene forse sufficientemente rilevato. Dobbiamo cioè tener presente che in Italia si ha il più basso rapporto tra il numero degli azionisti e la popolazione; a ciò si aggiunga che tra depositi bancari e depositi postali, che ormai superano i 90 mila miliardi, si ha un ammontare che pressochè uguaglia il prodotto nazionale lordo, il che non si riscontra in nessun altro Paese industrializzato, dove il rapporto tra depositi

bancari, depositi postali od altre forme liquide, non supera il 30-40 per cento del reddito nazionale lordo. Ora, tenuto conto di queste premesse e dato per scontato che lo sviluppo di un vigoroso mercato azionario sia considerato utile per il progresso del Paese, che cosa è possibile dare per migliorarne nel tempo la funzionalità? In altri termini, che cosa si può fare per aumentare da una parte l'interesse del risparmiatore ad investire in titoli azionari e dall'altra l'interesse delle imprese a farsi quotare? Cominciamo con l'esaminare il problema dal lato della domanda di titoli azionari. In primo luogo, il risparmiatore vuol essere in grado di valutare in qualche modo la convenienza e i rischi dei suoi investimenti. Con la costituzione della CONSOB e con l'obbligo della certificazione dei titoli, certamente si farà un decisivo passo avanti; tuttavia, l'esperienza ci ricorda che non sarà un processo facile e breve.

Il problema è quello di aumentare in maniera progressiva la domanda di titoli, avendo presente in particolare due caratteristiche che abbiamo prima citato: 1) l'elevata propensione alla liquidità e all'investimento in titoli obbligazionari da parte dei piccoli risparmiatori; 2) la situazione attuale della borsa valori, dove le operazioni a breve scadenza costituiscono la regola mentre gli investimenti a medio e lungo termine rappresentano l'eccezione. Quindi il problema che si deve affrontare sotto questo profilo è da una parte aumentare la quantità di risparmio disposta ad affluire agli investimenti azionari, dall'altra, migliorarne la qualità. Rispetto alla situazione attuale è, pertanto, necessario che il risparmio affluisca in borsa con l'intenzione di rimanervi investito per un periodo di tempo certamente più lungo. Ora, per trovare una soluzione a questi problemi, che cosa è possibile fare? Ritengo che, dato per scontato il miglioramento delle strutture aziendali, condizione necessaria anche se non sufficiente, una possibilità consista nel potenziare al massimo la presenza degli investitori istituzionali veri e propri, ad esempio le assicurazioni, che attualmente possono investire soltanto il 15 per cento delle loro riserve e che forse (senza eccessive illusioni o forzature) potrebbero vedere aumen-

tata la percentuale dei loro interventi in titoli azionari. Altre forme che oggi non esistono potrebbero essere quelle di destinare una parte dei fondi delle indennità di licenziamento, cosa che coinvolgerebbe una quantità di altri problemi. Un'altra via potrebbe essere quella di favorire forme individuali di pensionamento, ma soprattutto vorrei dire che in questo campo si potrebbe agire in maniera molto incisiva favorendo l'espansione dei fondi comuni di investimento.

Voi sapete che i fondi comuni hanno raccolto fino ad oggi poco meno di 500 miliardi di lire: e questa non è certamente una cifra eccezionale. Per quale ragione? E qui vorrei implicitamente rispondere a una domanda che è stata posta dal Presidente, domanda con la quale si chiedeva in quale maniera si può facilitare il flusso del risparmio verso il capitale straniero. Il fondo comune di investimento, indipendentemente dalle fluttuazioni congiunturali che come qualsiasi organismo economico subisce, ha dato buoni risultati in diversi Paesi. Però, sia per i fondi comuni di investimento come per qualsiasi altro tipo di investimento, individuale o collettivo o istituzionale, occorre un'altra condizione fondamentale. E cioè che gli investitori abbiano la ragionevole prospettiva di poter lucrare, nel medio e lungo periodo, un rendimento complessivo degli investimenti che li compensi del rischio che corrono e che naturalmente gli investimenti stessi diano un rendimento probabilmente superiore a quello di altre forme. Ora, senza citare investimenti immobiliari, la cui omogeneità sarà molto difficile, basta citare il rendimento delle obbligazioni. Escludendo gli avvenimenti particolari degli ultimi due anni, se si suppone che nel lungo periodo il rendimento obbligazionario possa variare tra l'8 e il 10 per cento, è chiaro che l'investimento azionario, che rappresenta un rischio aggiuntivo, debba avere un rendimento prospettico atteso superiore. Ora, se noi ritorniamo alle condizioni della nostra borsa e accettiamo le premesse che ho prima citate, che non esiste cioè una condizione sufficiente per attrarre il risparmiatore italiano verso questo tipo di investimento, mi pare che una

delle condizioni necessarie per stimolare lo afflusso di nuovi capitali non tipicamente speculativi al mercato borsistico sia quella di ampliare le possibilità di un investimento all'estero. Dei 500 miliardi del fondo comune di cui si diceva poc'anzi, circa 3/4 sono stati raccolti dal '69 al '71. Quindi a me pare che se si vuol sviluppare la Borsa in Italia è necessario sviluppare la propensione del risparmiatore medio ad investire in titoli azionari. Per fare questo è necessario dargli la garanzia che in termini ragionevoli i suoi investimenti possano essere remunerati in maniera adeguata, e che i rischi che corre non sono superiori alla norma. Mi pare anche molto evidente che la maggiore partecipazione dei risparmiatori è e resta un fatto positivo sotto tutti i profili. Questo per quanto riguarda l'incentivazione del risparmio. C'è però un altro aspetto cui vorrei brevemente accennare, che riguarda, invece, un possibile miglioramento della tecnica operativa della borsa. Noi abbiamo visto, anche se è difficile dimostrarlo — ma lo si comprende agevolmente e chi è in borsa lo sa — che una parte delle operazioni di borsa rivestono carattere speculativo, e ciò per diversi motivi. Tale caratteristica sussiste sia perchè chi opera non sempre ha disponibilità finanziarie per far fronte ai suoi impegni; sia perchè la ristrettezza del mercato consente delle manipolazioni da parte di gruppi interessati; sia, infine, perchè non è escluso che anche sul mercato italiano, così come avviene sui mercati esteri, chi possiede informazioni confidenziali sia in grado di utilizzarle a suo vantaggio. In questo settore delicato, gli interventi che possono proporsi sono sostanzialmente due. Il primo riguarda l'instaurazione di uno scarto di garanzia per le operazioni. Chi compera deve essere obbligato a versare un quantitativo di denaro contante. E la CONSOB ha questi poteri e di fatto questo avviene, anche se non da parte di tutti gli intermediari. Le banche per queste operazioni normalmente richiedono, credo, abitualmente il 40 per cento. Ci sono anche operazioni allo scoperto ed io ritengo che anche in questo caso sia necessario, come avviene in altri Paesi, far versare uno scarto che potrebbe essere analogo, maggiore o minore.

Questa è una questione di opportunità per coloro che vendono titoli che non posseggono; ma l'insieme delle operazioni al rialzo, cioè l'insieme di operazioni effettuate con depositi di garanzia, e cioè il famoso 40 per cento, così come le operazioni al ribasso, devono essere dettagliatamente denunciate alla CONSOB, così come devono essere rilevati con accuratezza gli ammontari degli scambi.

Questo consente al mercato di essere trasparente, come molti vorrebbero che fosse e come in realtà non è. Infatti un mercato in cui si conosca esattamente il volume degli scambi effettuati, le posizioni al rialzo, o comunque chi ha acquistato e depositato il 40 per cento, e sia nota per ciascun titolo la posizione al ribasso, consente a chi opera di avere una visione corretta di quanto sta realmente accadendo. La prima osservazione che viene in mente è che in questo modo si può rischiare di ridurre in maniera considerevole il volume delle contrattazioni di borsa. Questo può naturalmente avvenire, e non saprei dare una risposta diversa. Se però si ritiene importante che la borsa diventi un organismo confacente alle esigenze di sviluppo della nostra economia, questa è una strada che dobbiamo necessariamente percorrere e che le altre borse, oggi più sviluppate della nostra, hanno già da tempo percorso. Si deve cioè conoscere come funziona il meccanismo che determina i prezzi di mercato. Se infatti tale meccanismo non può essere controllato, viene automaticamente a cadere la possibilità di collegare l'oscillazione dei prezzi all'andamento prospettico degli utili delle imprese. In mancanza di questa correlazione, che non sempre, neppure nelle migliori borse, è soddisfacente, ma che tuttavia esiste, il mercato non è in grado di essere efficiente.

Un altro aspetto che vorrei segnalare si riferisce ad una diversa regolamentazione delle operazioni a premio. Come voi sapete, questo tipo di operazioni effettuate nel mese o nei due mesi precedenti scade in un unico giorno, che è chiamato « il giorno della risposta a premio ». In una borsa come la nostra, la risposta a premi concentrata in un unico giorno crea delle distorsioni e può favorire quelle operazioni speculative di cui parlava-

mo in precedenza, in quanto si può verificare che un gruppo il quale ha operato a premio sia in grado di influenzare a suo vantaggio le quotazioni del mercato nei giorni opportuni per lucrare il massimo profitto possibile. Quello che si potrebbe fare per evitare queste distorsioni, che certamente esistono anche se è difficile quantificarle (anche perchè sulla borsa italiana di indagini empiriche di una certa ampiezza e profondità non ne sono state compiute molte) è far sì che queste operazioni non scadano tutte insieme, ma che in effetti ogni giorno abbia la sua parte di operazioni a premio.

Queste sono le idee che si potrebbero prendere in considerazione per rafforzare la domanda dei titoli e consentire al risparmiatore di intervenire in misura maggiore sulla borsa, data la premessa per cui esista una condizione fondamentale, ossia che ci siano aziende capaci, per la loro buona conduzione, per i buoni risultati che ottengono e per le loro prospettive, di attrarre effettivamente una parte di risparmio.

Un altro aspetto interessante è costituito dall'esame del modo con cui sia possibile favorire l'aumento dei titoli quotati alla borsa italiana. Intendo con ciò dire che questi strumenti, che chiaramente possono avere maggiore o minore efficacia a seconda delle circostanze, dovrebbero per lo meno, in linea di principio, migliorare l'efficienza del mercato, e quindi dare maggiore possibilità all'imprenditore, che ha bisogno o comunque desidera espandere la sua attività al di là dei limiti imposti dall'autofinanziamento, di utilizzare la borsa per quello che essa effettivamente è, cioè una fonte alternativa di investimento. Oggi l'imprenditore viene a trovarsi nella situazione in cui, se la sua azienda vale dieci miliardi, nessuno gli può assicurare che la borsa gliela valuti tanto, rendendo pertanto pressochè inutile la quotazione sul mercato azionario.

Nelle domande rivolteci all'inizio dal Presidente era compresa anche la seguente: che cosa si può fare per le imprese, se è cioè opportuno rendere obbligatoria la quotazione di titoli che abbiano già una certa titolazione e probalmente siano quotati in listino. E forse augurabile che i titoli quotati da tempo

in listino vengano obbligati a passare alla quotazione ufficiale, anche perchè c'è il problema del mercato ristretto, che in effetti è del tutto incontrollato, pur essendo condotto da agenti di cambio e nella appropriata sede che è la borsa.

Quello che a me sembra debba essere sottolineato è che bisognerebbe studiare la maniera per incoraggiare le imprese a farsi quotare in borsa. A me viene in mente soltanto un sistema, già seguito da altri paesi, che consiste nel ridurre l'imposizione fiscale su quella parte degli utili che vengono distribuiti sotto forma di dividendi. È un metodo semplice, che rappresenta però un incentivo sostanziale: alcune imprese potrebbero infatti essere invogliate a farsi quotare in borsa se una parte dei loro utili, ed esattamente quella parte che verrà distribuita sotto forma di dividendi, sarà sottoposta ad una minore imposizione fiscale. Se la borsa è ritenuta veramente uno strumento che può giocare un ruolo importante nel nostro sviluppo economico è chiaro che alcuni sacrifici debbono essere pur fatti, che alcune posizioni debbono essere superate e che alcuni incentivi possono anche essere riconosciuti per favorire lo sviluppo più ordinato e più efficiente di questo mercato. Questo, naturalmente, vale sia per i risparmiatori che per le aziende.

Per quanto riguarda le azioni di risparmio, vorrei esprimere un mio parere personale. Io non considero tali azioni come uno strumento efficace per favorire il risparmiatore, e ne spiego il perchè. Tralasciando completamente di considerare i problemi riflessi sulla gestione dell'impresa — che sono certamente seri, in quanto queste azioni di risparmio, fra l'altro, danno diritto all'azionista di cumulare i dividendi, il che pone dei problemi all'azienda — e guardando la questione soltanto dal punto di vista del mercato, quindi dell'utilizzatore delle azioni, mi sembra che oggi ci siano altre forme alternative, rappresentate dalle azioni privilegiate, o, meglio ancora, dalle obbligazioni convertibili, che possono essere più interessanti per il risparmiatore.

Vorrei fare altre due considerazioni che ritengo di un certo peso. In primo luogo in

un mercato povero come il nostro (povero di contrattazione, povero di titoli) le azioni di risparmio creerebbero una ulteriore frammentazione, perchè abbiamo le azioni ordinarie, le azioni privilegiate (che come abbiamo visto, salvo alcune imprese, hanno degli scambi molto limitati) ed infine le obbligazioni convertibili. In secondo luogo, suppongo che il mercato non gradisca questo tipo di strumento di investimento per analogia con quanto avviene con le azioni privilegiate.

Come voi sapete, le azioni privilegiate hanno degli scambi ancora più modesti delle azioni ordinarie. Quando sono quotate soltanto le azioni privilegiate, ci sono titoli che praticamente passano nominali, anche se le imprese sono importanti, sono cioè addirittura le imprese *leaders* in Europa. E cito un caso soltanto: ad esempio, la Mondadori. In secondo luogo, questo scarso o minore interesse rispetto alle azioni privilegiate deriva dal fatto che le quotazioni delle privilegiate, pur avendo alcuni vantaggi di rendimento, sono normalmente inferiori, e talvolta di parecchio, rispetto alle azioni ordinarie.

B O R R I. Rimane un ultimo argomento, che riguarda le società di revisione e di certificazione. Per quanto concerne questo nuovo istituto — che dovrà svolgere delicate e importanti funzioni istituzionali nel nostro Paese — mi limiterò a richiamare l'attenzione sulle implicazioni sostanziali per il funzionamento delle borse valori che sottendono le alternative tecniche da varie parti prospettate.

Pregherei l'ingegner Tronti di illustrare la nostra posizione su questo tema.

T R O N T I. L'attribuzione, secondo la legge n. 216, di compiti pubblici alle società di revisione, per la certificazione dei bilanci e la emissione di pareri sul valore delle azioni delle società quotate in borsa va considerata come un contributo potenzialmente rilevante alla normalizzazione e allo sviluppo degli investimenti in titoli azionari nel nostro Paese.

Se è vero infatti che fattori di tipo macroeconomico determinano un quadro generale

6^a COMMISSIONE

6° RESOCONTO STEN. (19 febbraio 1975)

di maggiore o minore propensione del risparmiatore verso questi titoli, è altrettanto vero che un più ampio e più certo flusso di informazioni sull'andamento delle singole aziende, sulle loro situazioni patrimoniali e sui loro conti economici contribuirebbe a ridurre a livelli fisiologici il carattere di aleatorietà che caratterizza l'investimento azionario.

Ed è quindi giusto l'impegno, previsto dalla legge n. 216, perchè attraverso una migliore informazione del pubblico sulla situazione reale delle aziende questo, che è certamente uno degli ostacoli per un sano funzionamento dei mercati azionari, possa essere rimosso. Per inciso, non solo i rapporti con i risparmiatori potranno acquistare maggiore chiarezza e fondatezza, ma anche quelli con le organizzazioni sindacali, con i fornitori, con il sistema bancario, col fisco e, non ultimi, con gli stessi pubblici poteri per fornire alle decisioni di politica economica le basi di una migliore documentazione.

Ritengo altresì giusto anche scegliere lo strumento, nuovo in Italia, ma da tempo diffuso negli altri Paesi industrializzati, delle società di pubblica revisione.

Che l'istituto del collegio sindacale non sia più idoneo, almeno per le maggiori società quali quelle quotate in borsa, per una effettiva certificazione dei bilanci, appare indubbio. Non si vuole muovere una critica alle persone, ma solo constatare l'effettiva impossibilità di accertare, senza l'impegno per lunghi periodi di gruppi numerosi di specialisti, l'effettiva situazione patrimoniale e l'andamento economico di società, anche di medie dimensioni.

Ciò premesso, due annotazioni ci sembrano necessarie. La prima è che la certificazione contabile, pur condotta nel modo più accurato e fedele, fornisce risultati che costituiscono solo una base per la determinazione del valore delle società o delle azioni. In sè e per sè il « valore netto contabile » a cui la certificazione conduce può essere peraltro lontanissimo dal valore riconosciuto dal mercato.

La seconda è che l'emanazione del decreto per la certificazione contabile, anche se ne-

cessaria e auspicabile, non darà frutti immediati e occorrerà un periodo non breve perchè i suoi effetti positivi possano manifestarsi.

Un breve cenno sul problema del valore delle azioni. La legge n. 216 non affida alle società di pubblica revisione solo il compito della certificazione contabile, ma anche quello di esprimere un parere sul valore delle azioni in determinate circostanze.

Lo schema di decreto di cui si è avuta notizia, tuttavia, tocca solo marginalmente questo compito, come fosse un aspetto laterale della certificazione. Mi sembra invece, in realtà, che certificazione e valutazione siano due attività diverse, di cui la seconda presuppone la prima, ma non si esaurisce in essa.

Valutare un'azienda, infatti, vuol dire considerare non solo la sua situazione patrimoniale ad una certa data, ma dare un giudizio, nella prevedibile dinamica futura, sia del settore in cui essa opera, sia della sua efficienza e capacità di competere in quel settore e ovviamente di produrre reddito.

È un giudizio che riguarda gli impianti tecnici come i prodotti, le strutture dirigenziali come la programmazione finanziaria e, in generale, tutti i molteplici aspetti presenti in una moderna gestione industriale.

È chiaro, quindi, che la complessità di questo giudizio di insieme, da cui deriva il valore dell'azienda, è elevata, ma d'altro canto i casi in cui occorre valutare un'azienda non sono ipotetici e astratti, ma concreti e la sola certificazione contabile è insufficiente ad affrontarli, poichè è sotto gli occhi di tutti quanto grandi siano le differenze che si riscontrano in pratica tra i cosiddetti « valori netti » contabili e quelli riconosciuti dal mercato.

Da qualche anno, sotto la spinta di queste necessità pratiche, sta aumentando l'interesse con cui i centri di studio di economia industriale cercano di affrontare, con approcci logici di tipo diverso, il problema del valore delle aziende. Nessuno di questi metodi offre le certezze di una verità matematica e anzi va riconosciuto che nessuno di questi è applicabile in tutti i casi, ma l'alternativa sarebbe quella di affidarsi ad un intuito generico o ad una mal definibile esperienza e fran-

camente non ci pare che questa via possa essere considerata preferibile.

Ci pare quindi giusto quanto la legge n. 216 ha dettato su questo problema, ma è anche necessario che il decreto delegato in preparazione dia ad esso una maggiore attenzione, perchè se è identico tanto per la certificazione quanto per la valutazione il requisito basilare dell'indipendenza, ben diverse sono le competenze, le esperienze e la formazione professionale richieste.

Vengo ora al tema della certificazione dei bilanci, sia in rapporto alla situazione attuale che alle prospettive. Qualche cifra sarà utile per definire le dimensioni dei problemi connessi con la certificazione.

Già attualmente esiste in Italia una attività, originata essenzialmente da gruppi esteri che avevano necessità di controllare le partecipazioni assunte nel nostro Paese. La pratica della certificazione si sta anzi diffondendo in modo spontaneo anche presso gruppi italiani che, ancor prima delle prescrizioni di legge, hanno ravvisato la sua opportunità.

Secondo una stima approssimativa, ma che non dovrebbe essere molto lontana dalla realtà, operano attualmente in Italia, con strutture di maggiore o minore ampiezza, circa una decina di società di matrice estera, anglosassone o svizzera — ma prevalentemente anglosassone — e talune italiane, create da istituti finanziari. Accanto ad esse agisce saltuariamente un numero non definito, ma sicuramente non grande, di studi professionali di dimensioni ridotte.

Una valutazione che recentemente è stata ripetuta in diverse sedi, attribuisce al complesso di tutte le società attualmente operanti circa un migliaio di specialisti certificatori e un fatturato annuo complessivo intorno ai venti miliardi. Ben il 90 per cento di questa attività è svolta da società di matrice estera.

I nuovi compiti, secondo quanto si prevede, in relazione alla certificazione obbligatoria e pubblica delle società quotate in borsa, porterebbero a dover circa triplicare questa attività, richiedendo pertanto almeno duemila nuovi certificatori e probabilmente anche un numero maggiore, ove si tenga conto del fatto che specialmente nei primi livelli di so-

cietà di certificazione avviene una emorragia piuttosto elevata da parte di giovani che iniziano la loro attività in queste società e poi, successivamente, sono attratti da maggiori retribuzioni e anche da più ampie soddisfazioni personali in altri campi.

Il sistema universitario fornisce solo generiche basi teoriche; ma occorrono a un giovane, anche dotato, parecchi mesi di apprendistato per poter cominciare a dare un suo contributo ad una attività di certificazione come *junior* e da due a tre anni o più per cominciare ad assumersi responsabilità di *senior*.

Mentre per il futuro sembra auspicabile che, per le dimensioni che il problema assumerà, qualche istituto universitario possa darsi carico, in collaborazione con le società di revisione, della formazione dei certificatori, nel breve periodo ogni società dovrà provvedervi da sola. Il problema organizzativo che si presenta è quindi di tutta grandezza. Un suggerimento che appare pertanto giustificato ove non si voglia ricorrere ad una massiccia importazione dall'estero di certificatori, riguarda la gradualità di applicazione. Una attuazione in quattro o cinque anni, che comporta la formazione di 500 o 400 certificatori all'anno, appare già un programma di fortissimo impegno e di non facile realizzazione, se si intende rispettare il requisito di un adeguato e serio livello tecnico e forse sotto questo aspetto la proposta di decreto merita qualche approfondimento. Chi affronterà gli impegni organizzativi e finanziari connessi con la certificazione? Le possibili matrici da cui sono nate, e potranno nascere in futuro, le società di certificazione sono sostanzialmente tre: società collegate a gruppi multinazionali di origine esterna; società italiane di capitale; società personali italiane di professionisti certificatori.

L'esame degli aspetti positivi e negativi di ognuna di queste tre matrici, e le considerazioni sui criteri a cui ispirare il decreto delegato di attuazione della legge n. 216, hanno portato ad un appassionato dibattito, stimolato inizialmente da un'importante e approfondito studio del senatore De Ponti, e al quale hanno preso parte ordini professiona-

li, società esistenti, docenti universitari, agenti di cambio.

Ricordare le fasi di questo dibattito uscirebbe certamente dagli interessi di cotesta onorevole Commissione, ma sembra opportuno rilevare con soddisfazione la sua utilità, poichè le diverse posizioni nel corso di esso si sono molto avvicinate, e la proposta di decreto delegato le ha recepite, prevedendo che entro certi limiti tutte le tre matrici sopra menzionate possano contribuire allo sviluppo della certificazione.

Indipendenza ed idoneità tecnica. Sono i due requisiti fondamentali da raggiungere, come la stessa legge n. 216 prescrive con assoluta chiarezza, perchè la istituzione della certificazione contabile acquisti, anche nel nostro paese, credibilità e prestigio. A parte il problema generale del capitale di controllo prima menzionato, il requisito dell'indipendenza va assicurato su altri fronti, come quello dei possibili legami fra società certificante e certificata, o degli eventuali interessi personali dei certificatori.

Su questi delicatissimi aspetti, il progetto di decreto delegato si sofferma proponendo incompatibilità e preclusioni. Non ci sembra di poter dare un nostro particolare contributo con nuove indicazioni su questo tema, ma ci pare giusto aderire ad un atteggiamento di ampie esclusioni e severe sanzioni poichè la società di certificazione deve essere, come ben dice un testo americano, non solo indipendente in realtà, ma anche in una posizione tale che non si possa neppure dubitare del contrario.

Per quanto concerne l'idoneità tecnica, ci sembra che l'esame dei problemi ad essa connessi richieda che si chiariscano preliminarmente quali sono i compiti a cui sono chiamate le società di revisione e, in particolare, che cosa sia la certificazione contabile che si vuole introdurre. Va cioè chiarito se il decreto delegato intenda solo attribuire ad un nuovo organo, le società di revisione, una parte delle funzioni e dei controlli genericamente svolti sinora dal collegio sindacale, ovvero se intenda innovare profondamente i metodi, l'ampiezza e la profondità di tali controlli, introducendo obbligatoriamente in Ita-

lia le procedure (controllo fisico degli inventari, circolarizzazione dei debiti, eccetera) e le esposizioni dei dati contabili che, quasi senza differenziazioni, sono attuate in tutti i paesi economicamente avanzati.

Se la scelta, come dobbiamo ritenere, è per questa seconda soluzione, sembra opportuno che il decreto delegato ne faccia più esplicita menzione affidando eventualmente alla CONSOB il compito di indicare una normativa più precisa. L'emanazione di queste norme non dovrebbe essere d'altronde nè lunga nè troppo onerosa, poichè esiste già una prassi internazionale consolidata a cui fare riferimento, e alla quale occorrerà attenersi se si vorrà che le certificazioni italiane vengano accettate all'estero. Dal chiarimento sul contenuto discenderanno più facilmente i criteri per giudicare l'idoneità delle persone a svolgerlo. Giustamente la proposta di decreto all'esame della commissione dei Trenta articola questi criteri in modo diverso, fra una situazione transitoria e quella definitiva. Forse però sarebbe preferibile che, nella situazione di fatto prima elencata, per decidere sull'idoneità dei certificatori fosse maggiore il peso attribuito alle esperienze già raggiunte.

Su questi e su altri temi minori è intenzione della FIDIMI, società fiduciaria e di revisione, emanazione del nostro gruppo, far pervenire alla Commissione dei Trenta taluni suggerimenti, possibilmente in unione con le altre società operanti. Pur senza sopravvalutare la nostra presenza, riteniamo di concorrere in questo settore di pubblico interesse a far sì che si attui il contributo potenziale che le società di revisione possono offrire al miglioramento delle borse-valori.

B O R R I . Abbiamo cercato di puntualizzare alcuni aspetti della complessa problematica di questo tema. Forse abbiamo adottato un sistema diverso, per voi, dall'attuale, ma, essendo abituati a questo tipo di riunioni e dibattiti, abbiamo forse già offerto delle risposte a domande che intendevate avanzare.

P R E S I D E N T E . Ringrazio il dottor Borri e i suoi collaboratori per le esposizioni

6^a COMMISSIONE

6° RESOCONTO STEN. (19 febbraio 1975)

fatte, che effettivamente mi pare abbiano colpito un po' il senso di questa indagine. Sono venuti molto documentati su tutti gli argomenti, e credo in gran parte abbiano anticipato le risposte a molte delle domande che sarebbero state fatte. Comunque, riprendiamo il colloquio con le richieste di chiarimenti.

P I N N A . Prima di proporre delle domande all'attenzione degli intervenuti, desidero fare una breve premessa di carattere generale. La borsa valori, intesa come strumento di intermediazione finanziaria, attualmente rappresenta l'unico mercato finanziario per il reperimento del risparmio e la sua utilizzazione come capitale di rischio. Le disfunzioni e le deficienze del sistema borsistico rendono insufficiente il volume del capitale di rischio il che, come è noto, costringe le aziende a ricorrere al capitale di credito, con la conseguenza per queste ultime di un ragguardevole esborso per il pagamento degli interessi. Tutto ciò rappresenta, come è noto, un impedimento ad una rapida espansione produttiva, e rende le aziende tributarie del sistema creditizio. Il capitale di rischio è di un sesto rispetto al capitale di credito. E se è vero, e non abbiamo motivo per dubitare che sia vero, che il rapporto in Italia tra gli azionisti e la popolazione è il più basso tra le nazioni industriali, non appare realistico — lo ha affermato il professor Caffè — chiedere alla borsa segnali per l'allocazione più efficiente delle risorse finanziarie. Ora, è stato detto da più parti che siamo di fronte ad una crisi senza precedenti nella storia dal dopoguerra in poi, una crisi di carattere europeo e mondiale. Sono venute meno alcune condizioni di cui il capitalismo si era avvantaggiato; i bassi salari, le materie prime a bassissimo costo e un certo protezionismo americano. Ma le guerre si pagano, compresa quella del Vietnam, ed allora i capitalisti americani scaricano, con la guerra commerciale contro l'Europa, l'inflazione. Viene svalutato il dollaro, dichiarata la inconvertibilità con l'oro, introdotti dazi doganali protettivi, si giunge alla crisi petrolifera che ha fatto letteralmente saltare la bilancia dei

pagamenti, vale a dire i nostri conti con l'estero. Le misure annunciate dal Governo rappresentano, secondo noi, una vera e propria camicia di forza imposta al Paese. Diminuiscono le importazioni dall'estero, si riducono i consumi, il reddito e la produzione, c'è la stretta creditizia. L'espansione del credito non potrà superare i 22.400 miliardi; mentre la manovra fiscale e tariffaria azionata dal Governo l'estate scorsa dovrebbe contenere il *deficit* di cassa per il 1974 entro i 9.200 miliardi.

Siamo giunti in quest'ultimo periodo di tempo alla riduzione del tasso di sconto dal 9 all'8 per cento, all'abolizione del limite massimo del 15 per cento di espansione del credito stabilito per ogni singola impresa avente un'esposizione superiore ai 500 milioni, alla riduzione del 15 per cento dei nuovi depositi da accantonare presso l'istituto di emissione, fino alle ultime novità bancarie che hanno ridotto di due punti i tassi attualmente pagati ai depositanti. Tutto ciò proprio nel momento in cui la ricerca del Governo urta contro un aumento del reddito nazionale del 4,5 per cento del 1974 e le previsioni della relazione programmatica presentata alle Camere prevedono solo 1,5 per cento per il 1975. Ritenete che questi fatti abbiano influito sullo scarso afflusso del risparmio verso il capitale di rischio? Oppure che l'attuale situazione sia dovuta invece al fatto, ormai largamente affermato, che le società per azioni sono in crisi in tutto il mondo occidentale? Esiste un divorzio tra azionisti e società; vi è il possesso senza diritti e i diritti senza possesso? Qual è il vostro parere in merito? Cosa occorre cambiare, a vostro giudizio?

Un'altra domanda. Quali sono le ragioni del successo delle obbligazioni IMI? Sono dovute al reddito allettante, alla durata abbreviata e alla possibilità di un rimborso di una parte di esse dopo quattro anni, oppure vi sono anche altre ragioni?

Chiedo ancora: quali iniziative legislative, di politica fiscale e tributaria ritenete utili per facilitare l'afflusso del risparmio al capitale di rischio? Cosa pensate dell'abolizione dei contratti di riporto a premio e della

6^a COMMISSIONE

6° RESOCONTO STEN. (19 febbraio 1975)

obbligatorietà dei contratti per contanti? Ritenete comunque che possa essere utile il deposito di somme in acconto alle operazioni di borsa per coloro che vendono titoli che non posseggono? In questo senso, alcune cose sono state autorevolmente annunciate, ma vorrei un chiarimento.

Per i fondi comuni di investimento sapete cosa sia stato deciso a Parigi, presso la sede dell'OECE, organismo al quale l'Ispettorato generale borse e valori continua a dare la sua collaborazione, relativamente allo studio e alla compilazione di un codice di norme di correttezza cui dovrebbero ispirarsi i Paesi membri per quanto riguarda la struttura e il funzionamento dei fondi comuni di investimento mobiliare e le loro società di gestione? E infine, e ho concluso: come considerate « la licenza di espropriare l'altrui risparmio » mediante i fondi comuni, specie dopo l'esperienza dell'IOS (*Investor Overseas Service*)? Ecco alcuni dati su questa colossale truffa: 1 milione di clienti in 126 Paesi, con un giro medio d'affari di 3 milioni di dollari al giorno, per 365 giorni all'anno, con un ammontare complessivo di moneta altrui amministrata di 2 miliardi di dollari. Questa intermediazione specializzata, che ha subito il noto tracollo nel 1969, ha mandato a gambe all'aria, o a carte quarantotto, come suol dirsi, migliaia di piccoli risparmiatori. Ed anche in Italia ci sono stati forti riflessi. Per cui chiedo: quali controlli ritenere utili sui fondi comuni di investimento? Ritenete che la Consob sia abilitata ad esercitare questi controlli e che le disposizioni della « 216 » siano valide a proteggere i risparmiatori, per quanto possibile, dalle speculazioni?

P A Z I E N Z A . Ringrazio l'IMI per aver contribuito a quest'indagine. Dirò — come ho detto altre volte — che noi vi annettiamo un interesse non fondamentale, convinti come siamo che la borsa non è un fenomeno isolato dell'economia, ma rispecchia il contesto economico e dal contesto economico assorbe le spinte di fiducia che incidono poi nell'accumulazione del risparmio. Quando sento un mio collega, che è stato sempre moderato, esprimersi in certi termini, e lo sento

parlare di camicia di forza, io non posso esimersi dal sottolineare il mio dissenso. Noi possiamo accusare il governo di inettitudine, l'abbiamo fatto quando si è parlato delle azioni di risparmio, e dicemmo che non ne avremmo mai visto emettere. Ma quando parliamo di camicia di forza è ben chiaro che la camicia di forza presuppone la pazzia furiosa. Io la camicia di forza la metterei ad alcuni teorici del Partito comunista, perché, secondo me, alla base dell'asfissia della borsa c'è quest'argomentazione fondamentale che mi sento ripetere ogni qualvolta, in riunioni o in discussioni, cerco di incitare amici operatori ad affacciarsi in borsa, ad avvicinarsi alla borsa. La domanda di fronte alla quale si arrestano è questa: ma chi ci garantisce che la borsa resterà come istituzione, chi garantisce che anche in Italia la borsa non sarà soppressa? Dico questo al di fuori dell'inchiesta. Ritengo però che se in Italia ci fosse una dichiarazione responsabile del Partito comunista, e con esso di tutti i suoi scudieri vari, di salvaguardia della borsa, e di salvaguardia del risparmio, ciò costituirebbe un fatto positivo, anche se a siffatta dichiarazione, del resto, io personalmente non crederei.

Ecco perchè, quando si vuole attribuire alle vicissitudini del Viet-Nam la crisi della nostra borsa, mi sembra che andiamo senz'altro fuori del seminato. Pur attribuendo quindi un interesse non essenziale a questa indagine, perchè siamo convinti che, se tutto va male, la borsa non può che riflettere questa situazione generale, comunque, per un atto di *fair play* e di cortesia nei confronti dei nostri cortesi interlocutori, li ringrazio per quanto ci hanno detto. Abbiamo sentito ieri alcuni esperti che ci hanno esortati a dichiarare guerra ai contratti a premio, i quali, a loro dire, sono fenomeni speculativi che vanno combattuti ed eliminati. Questa impostazione è stata poi corretta dicendo che, quanto meno, bisognerebbe imporre il deposito in contanti di una parte del valore. Oggi, invece, attraverso la vostra esposizione, ho ascoltato un concetto che a me sembra tecnicamente molto più valido e compatibile con il siste-

6^a COMMISSIONE

6° RESOCONTO STEN. (19 febbraio 1975)

ma del contratto a premio: si è suggerita una frammentazione nell'arco di tempo del mese, dei due mesi, eccetera dei « giorni della risposta a premio », a seconda di quando il premio viene contrattato. La mia domanda è se voi ritenete che il contratto a premio sia così esiziale come alcuni esperti sostengono, o se può invece contribuire, insieme ad altri strumenti, a incentivare le operazioni di borsa.

Sulle azioni di risparmio mi sono già pronunciato. Vorrei però sapere qualche cosa di più su una forma di obbligazioni convertibili che a mio avviso costituiscono senz'altro lo strumento finanziario più idoneo, più appetibile, seguito con maggiore simpatia dal risparmiatore, perchè insieme all'alto reddito utile connesso all'obbligazione portano con sé anche la rivalutazione del titolo. Ci è stato detto nel corso dell'inchiesta che esistono alcune forme interessanti di obbligazioni convertibili che prevedono la conversione in azioni non della stessa società emittente. Vorrei conoscere il pensiero dell'IMI, se cioè si ritiene opportuno incentivare questi strumenti.

Sui fondi di investimento, dato che il collega Pinna ha rivolto la stessa domanda, devo dire che io personalmente sono favorevole ad essi, ma vorrei sapere quale perturbamento possano portare sul mercato.

Altro punto interessante, che è stato molto dibattuto durante questa inchiesta, è il rapporto soggettivo del negoziatore di titoli: ci è stato detto che il 20 per cento dei titoli passano attraverso gli agenti di borsa e l'80 per cento attraverso le banche. Naturalmente gli agenti di cambio vorrebbero che tutto filtrasse attraverso di loro, e le banche, invece, hanno proposto una forma ibrida di società di incentivazione, con l'acquisto del seggio dell'agente di cambio, forma che ci vede piuttosto contrari. Non mi è sembrato che l'IMI su questo punto abbia palesato il suo pensiero. In definitiva noi vorremmo sapere se l'agente di cambio, come istituzione, va potenziato, e se deve essere caldeggiata una sua forma di esclusiva, o se invece le contrattazioni debbono avvenire per la maggior parte attraverso le stanze di compensazione. A questo riguardo c'è una domanda precisa che

coinvolge l'IMI: si è parlato spesso, da parte delle agenzie di stampa, di un certo peso che avrebbe avuto l'Istituto nella scalata alla Montedison, assicurandosi il controllo del pacchetto azionario mediante operazioni finanziarie condotte tramite istituti di credito esteri. La domanda non è assolutamente cattiva nei confronti dell'IMI: non sarebbe questa la sede e non sarebbe assolutamente di buon gusto porre l'Istituto sul banco degli imputati dopo che ha gentilmente aderito a venire qui; essa ha un significato puramente tecnico. Vorrei cioè sapere se voi ritenete che, potenziando od esclusivizzando la azione degli agenti di borsa, sia possibile evitare che, tramite operazioni collaterali effettuate con banche senza possibilità di controllo, siano poste in essere operazioni che sfuggono appunto ad ogni possibilità di controllo.

B E R G A M A S C O . Si è accennato alla possibilità, sempre nel quadro di un rafforzamento delle borse, di prevedere un incentivo per invogliare le imprese a farsi quotare in borsa, e precisamente ad una parziale riduzione dell'imposizione fiscale sui dividendi. A parte le riserve anche di ordine costituzionale che si possono avanzare, vorrei capire meglio se questa eventuale riduzione dovrebbe essere limitata alle società quotate, altrimenti non ne vedrei il motivo.

Un'altra domanda riguarda i fondi comuni di investimento, che hanno rappresentato un cattivo affare in tutti questi anni, e non poteva essere diversamente, dato che l'andamento dei valori azionari è stato negativo. Vorrei perciò sapere se l'andamento generale dei fondi comuni, i quali operano selezioni fra i valori azionari, è stato nel complesso migliore o peggiore della media del comportamento dei titoli azionari.

D E F A L C O . Non avrei voluto chiedere la parola, perchè dalla relazione dei nostri cortesi interlocutori avevo già avuto alcune risposte ad interrogativi avanzati in altre sedute; ma quando si è tirati per i capelli, come è accaduto poco fa, è necessario chiarire alcune cose. In queste sedute

6^a COMMISSIONE

6° RESOCONTO STEN. (19 febbraio 1975)

i rostri interlocutori evidentemente non conoscono in anticipo le domande già rivolte nel corso delle precedenti audizioni. Si è quindi costretti a dire le stesse cose in ogni seduta e le ripeterò anche questa volta. Noi siamo comunisti, e non abbiamo scoperto nulla, così come voi siete fascisti.

P A Z I E N Z A . Siamo del Movimento sociale italiano-Destra nazionale.

D E F A L C O . Questo lo dite voi. Io comunque non sono mai andato fuori dai binari come hanno fatto altri che vi hanno dato mano.

S E G N A N A . Non si tratta di dare mano a qualcuno, ma di essere convinti di una cosa. Io, come democratico, sono convinto che il Partito comunista, nel momento in cui arriverà al potere, farà scomparire la borsa, e credo che, se questa mia convinzione coincide con quella del Movimento sociale italiano-Destra nazionale, questo non significhi tener mano a questo partito.

D E F A L C O . Noi non siamo per preconcetto contrari alla borsa, di per sé. Siamo contrari invece a tutte le strane pratiche che avvengono nel suo interno, come del resto ci hanno detto lor signori e tutti coloro che abbiamo già ascoltato. La borsa è uno scannatoio. Molti pensano che la borsa sparirà quando andrà al potere il Partito comunista...

F R A N C O . Nel Cinquemila...

D E F A L C O . Quando sarà... Però la questione è quella cui stavo accennando. Cioè che i risparmiatori non si avvicinano alla borsa, o meglio, alcuni si sono avvicinati ed in pratica hanno visto che è bene non riavvicinarsi proprio per quello che si fa all'interno di essa. Alludo a certe pratiche — che non sono state smentite dagli illustri ed autorevoli signori qui convenuti — che se attuate, per esempio, nella Borsa di Nuova York o di Londra rivestirebbero il carattere di reati perseguibili per legge.

Perciò, quando voi dite che con i comunisti al potere scomparirà la borsa, dovete pensare che scomparirà in questo senso: che verranno eliminate certe cose molto gravi che si verificano adesso. Noi comunisti non siamo nè favorevoli nè contrari alla borsa. Noi ci rendiamo conto che viviamo in una società capitalistica, una società liberista, che è basata sul sistema delle società per azioni. Quindi, fin tanto che avremo le società per azioni, fino a che avremo una società capitalistica di questo tipo, noi opereremo per una borsa dove effettivamente avvengano contrattazioni e non dove si scanna o si depreda la gente che si avvicina. Sono cose, queste, che nessuno ha mai smentito. Vogliamo una borsa che funzioni regolarmente; anzi, vogliamo addirittura invogliare il risparmio. Del resto, l'indagine conoscitiva l'abbiamo chiesta noi per vedere come è possibile modificare una legislazione che adesso certamente non spinge la gente ad avvicinarsi alla borsa; come avviene nei paesi anglosassoni. Quando il Partito comunista avrà responsabilità di governo...

F R A N C O . Allora saremo tutti schiavi...

D E F A L C O . Questa è la prima volta che vedo il senatore Franco seduto qui ed è la prima volta che il dibattito assume toni così accesi.

F R A N C O . Effettivamente è il primo giorno che ho l'onore di venire qui. Ci verrò spesso, state tranquilli. Perchè ci siete voi che vivacizzate il dibattito.

D E F A L C O . Allora dicevo che finchè il nostro sistema economico sarà basato su un assetto capitalistico, sulle società per azioni, il nostro atteggiamento è questo. Evidentemente non si pone il fatto che il Partito comunista vada al potere per fare sparire le borse. Il problema è un altro. Quando viene a mancare la materia del contendere, cioè se in una società non ci sono più società anonime, non esistono più azioni nominative o al portatore che debbano essere contrattate in borsa, la borsa stessa si affloscia

6^a COMMISSIONE

6° RESOCONTO STEN. (19 febbraio 1975)

e non esiste più, come non esiste nei Paesi socialisti. Ma se, ipoteticamente, il nostro Paese dovesse essere formato solo da società a partecipazione statale — e già ce ne sono — evidentemente in quel caso ci sarà una borsa per contrattare i titoli. Perché il fatto che ci siano società a partecipazione statale sottintende anche che ci siano dei sottoscrittori di azioni. Come rimarrà anche il mercato delle obbligazioni che vengono immesse sul mercato. Ma come si fa ad ipotecare il futuro? L'essenziale è che oggi noi viviamo in una società di questo tipo ed abbiamo un organismo, che è la borsa, dove avvengono quasi esclusivamente delle forme di speculazione esasperata che tengono lontana la gente. Chi investe in borsa ha una sola preoccupazione: di non venire depredata e che ci sia sempre a disposizione una grande liquidità di cassa che gli consenta di riprendersi i soldi investiti e di riportarseli a casa. Mentre magari capita che pur essendoci realmente degli utili su alcune azioni si fa apparire che tali utili non ci sono. Io dico: se c'è un aumento di capitale, si mettono in distribuzione delle azioni. Pensiamo alla Bastogi. Ora, bisogna dire con franchezza che se non ci fosse stato un ministro, l'onorevole La Malfa, che non consentì il richiesto aumento di capitale, Sindona avrebbe continuato ad arricchirsi a suon di miliardi ed avrebbe continuato a rovinare tanti piccoli risparmiatori.

E infine, pensiamo all'aggiotaggio. È un reato. Ma nessuno viene perseguito per aggiotaggio. Si dice che è difficile identificare l'aggiotaggio. Ma, cari signori, pensiamo ad un ministro, al ministro Colombo, che va a Bruxelles e in una pubblica dichiarazione afferma che dopo le elezioni il Governo proporrà di abolire la nominatività delle azioni. Il giorno dopo è chiaro che le azioni subiscono una forte variazione. Poi, magari, è chiaro che il Ministro cerchi di appianare la gaffe. Perciò, come volete che il pubblico si avvicini alla borsa quando sono addirittura i rappresentanti del Governo a fare l'aggiotaggio?

Questa è storia. Questo è un reato, è aggiotaggio. Ma non è stato perseguito. È stato pubblicato su tutti i giornali. Come volete

che la gente si avvicini alle borse? Perciò mi pongo la domanda: è così difficile perseguire chi fa dell'aggiotaggio? Esiste questo reato? Perché non viene perseguito? Sono carenti i controlli del Ministero del tesoro?

Io ho fatto questa domanda — la faccio sempre — perché uno degli intervenuti ad una precedente audizione, adesso non ricordo chi, ha detto che chi ha notizie confidenziali le dà e la borsa subisce il contraccolpo. Ma altro che confidenziali, signori! Si fanno pubblicamente le dichiarazioni. Io sono un risparmiatore e sento che il Ministro dice che dopo le elezioni sarà abolita la nominatività delle azioni. Che debbo fare? Mi precipito.

S E G N A N A . Voi siete favorevoli all'abolizione della nominatività?

D E F A L C O . No, siamo contrari. Lo abbiamo detto tante volte.

P R E S I D E N T E . Ci sono altri colleghi che vogliono porre delle domande ai nostri ospiti? No, bene, allora la parola al dottor Borri.

B O R R I . Io vorrei lasciare al dottor Roveraro di rispondere alla gran parte di domande che sono state poste e che riguardano il funzionamento delle borse e dei titoli. Per quel che riguarda la domanda del senatore Pazienza, circa il finanziamento degli acquisti di azioni Montedison all'estero, devo dire che l'Istituto non ha fatto mai alcun finanziamento a questo scopo. L'Istituto finanzia il settore chimico e quindi finanzia sia la SIR, sia la Montedison, sia la Liquigas, sia l'ENI; e le finanzia sia in Italia che all'estero, perché queste aziende hanno necessità di finanziamenti anche fuori d'Italia; ma sempre per scopi industriali e commerciali.

P A Z I E N Z A . Veramente, presidente Borri, non era questa la domanda. Io stesso non avrei mai avuto il cattivo gusto di mettermi sul banco degli accusati in questa sede, quando voi ci venite a dare dei chiarimenti.

6^a COMMISSIONE

6° RESOCONTO STEN. (19 febbraio 1975)

La domanda era molto più circoscritta e cioè se, in relazione a queste voci che ci sono state ed al fatto che l'operazione di finanziamento SIR e la scalata SIR al pacchetto di controllo Montedison sia passata attraverso la Banca commerciale di Lugano, in relazione a tutto questo il pensiero dell'IMI, riguardo alla negoziazione dei titoli in borsa, sia nel senso di un rafforzamento dell'agente di cambio, oppure di lasciare immutato il sistema attuale.

B O R R I . È una questione tecnica, che lascio al dottor Roveraro.

R O V E R A R O . Desidero precisare che risponderò a titolo personale. Mi pare che il problema possa essere posto in altri termini. Non si tratta di compensazione di agenti di cambio. Se la *Chase Manhattam Bank* passa un ordine in Italia tramite la Banca commerciale di Lugano, l'ordine della *Chase Manhattan Bank* di New York nei confronti della Banca commerciale di Lugano finirà all'agente di cambio che compra e non sa per chi compra, cioè sa che compra per la Banca commerciale italiana — che è la banca agente — che potrebbe nascondere un investitore o centinaia di investitori. La *Chase Manhattan Bank* può comprare per il suo *trust department* o per se stessa.

In secondo luogo, tutte le operazioni che si fanno con l'estero, per le norme valutarie, devono passare attraverso una banca agente. Quindi, l'agente di cambio compra, dà l'eseguito direttamente — scusate i termini così tecnici — al committente, in questo caso la Banca commerciale di Lugano, però il regolamento, cioè il pagamento e il deposito dei titoli passa attraverso una banca agente, che può essere la Banca commerciale italiana, il Credito italiano o una delle tante banche. Quindi il problema non si pone in questi termini.

Senatore Pinna, io credo che avrò molto bisogno del suo aiuto per due ragioni: perchè lei ha fatto un intervento molto lungo e anche perchè ci sono state tante altre domande. Cercherò quindi di rispondere ai quesiti che mi sono annotato e la prego di aiutarmi, qualora non fossi esauriente.

Lei ha fatto alcune affermazioni. La prima è stata questa, e cioè che le società — immagino le società per azioni — sono in crisi in tutto il mondo. Questo non si può negare in termini congiunturali, anche se non mi sembra forse facilmente dimostrabile che sono tutte quante congiunturalmente in crisi. Ma il punto non è questo. In termini generali, la situazione mondiale attraversa una fase congiunturalmente negativa: dato che le società risentono degli andamenti congiunturali, esse hanno indubbiamente alcuni problemi. Però non mi pare che si possa affermare, per lo meno io non ho dati sufficienti per poterlo fare, che le società per azioni siano tendenzialmente, da mezzo secolo, da venti anni, in crisi. Anzi, si può dire che, in molti settori, le società per azioni funzionano benissimo. Questo è il primo discorso.

La seconda affermazione che lei ha fatto come premessa, è che esiste un divorzio tra la proprietà e la gestione della società. Questo non accade nella stessa misura in tutti i Paesi; in Italia questo avviene in alcuni casi. Si può dire, ad esempio, che negli Stati Uniti certamente questa tendenza di separazione tra la proprietà e la gestione vera e propria è molto più accentuata.

Questo è un fatto che da alcuni è considerato opportuno. Negli Stati Uniti la gestione delle imprese è chiamata manageriale, cioè a dire è considerata più « professionale ». Si può pensare pertanto che il professionista, tutto sommato, non sia così particolarmente interessato: la cosa non è così chiara o così nettamente definita.

Negli Stati Uniti c'è un sistema chiamato di *stock-options*, cioè i massimi dirigenti, così come quasi tutti i dipendenti, hanno l'opportunità di comprare, a prezzi convenienti, le azioni della società nella quale lavorano.

In secondo luogo, c'è un mercato espresso dagli investitori istituzionali o dai grandi intermediari che curano gli investimenti per conto della clientela. Tenga conto che la grande banca americana, ad esempio, è doppiamente interessata all'andamento della società, perchè di norma essa, accanto all'attività normale di credito, ha anche una fun-

zione molto importante, che è quella di gestire per conto terzi degli ammontari giganteschi. Ad esempio la *Morgan Guarantee* gestisce oltre venti miliardi di dollari per conto terzi. Quindi, la responsabilità delle banche è veramente duplice ed essa è molto responsabilizzata nel valutare, stimolare e controllare l'operato del *top-management* delle grandi società.

Questo sistema di controlli fa sì che ci siano dati dei casi clamorosi. Posso citare il caso di una società farmaceutica internazionale che da un giorno all'altro ha perso completamente tutta l'alta direzione che si occupava del settore internazionale della società e che ha dovuto dare le dimissioni in quanto era stata commessa tutta una serie di errori per cui gli utili dell'impresa anziché crescere erano diminuiti in maniera sensibile.

Voglio dire che la separazione tra azionisti e gestione della società non dà necessariamente dei risultati negativi, perchè c'è tutto un sistema di controlli che passa attraverso la borsa e tutta una serie di controlli automatici che i grandi intermediari — *Security exchange commission* e banche varie — esercitano sulla società.

E per questo che dico che la borsa è certamente importante per il capitale di rischio che riesce a fare affluire all'impresa, ma è anche importante perchè esercita un'azione di controllo.

Lei poi aveva accennato ad operazioni a contanti. Non ne ho trattato in precedenza perchè, secondo me, visto che tutte le borse operano per contanti, non ci dovrebbero essere ostacoli particolari perchè anche la borsa italiana non debba operare per contanti. Soltanto le imprese inglesi hanno liquidazioni quindicinali. Questo è un argomento certamente interessante, che dovrebbe essere approfondito. Non c'è dubbio che la contrattazione a contanti taglierebbe le ali a molte persone, costringerebbe molti prenditori a breve o lungo termine a riconsiderare le posizioni più rapidamente.

Ci sono però ostacoli tecnici di una certa entità. Facciamo riferimento — in particolare — alla nominatività, e cioè al passaggio dei titoli azionari nominativi, che comporta

un lavoro di natura amministrativa ampio e complesso. Questo crea degli intoppi perchè già oggi si fa la consegna materiale dei titoli con un certo ritardo: ma questo è un problema puramente tecnico e superabile. L'operazione a contanti potrebbe rientrare benissimo nel quadro di provvedimenti che possono essere agevolmente presi.

Per quanto riguarda i fondi comuni di investimento vorrei dire che, a parte la vicenda della IOS, nel fondo comune l'unica garanzia per i sottoscrittori sta nell'assoluto rispetto dell'etica professionale da parte degli enti promotori. Il fondo comune nasce, anche giuridicamente, in un contesto che è molto diverso dal nostro, nasce cioè dal diritto anglosassone, dove l'autoregolamentazione è di norma mentre nel diritto nostro e di altri paesi europei questa figura dell'autoregolamentazione non esiste. Si comprende quindi il desiderio di emettere delle norme vincolanti, precise. Vorrei dire, inoltre, che tutto questo esiste già anche per la borsa (come tantissime altre cose che avvengono nel nostro e in altri paesi) e che però occorrono programmi validi e persone preparate. Nel caso specifico dei fondi comuni di investimento non saprei suggerire delle norme precise. Direi che fondamentale, sostanziale garanzia perchè un fondo comune sia gestito in buona fede, è la competenza professionale degli enti che hanno promosso i fondi comuni di investimento.

Non mi dilungherei sulla questione dell'IOS che ha molto danneggiato gli interessi di molte persone che sono state travolte in qualche caso da quella che è stata una vera e propria truffa. A volte il denaro è stato conferito per raggiungere certi obiettivi, e in realtà sono stati perseguiti obiettivi completamente diversi.

Rispondo al senatore Paziienza in ordine al problema dei contratti a premio. In realtà considero il contratto a premio come una qualsiasi altra soluzione che possa aver luogo in borsa, o sulla borsa merci. Per esempio, io sono un produttore, ho un allevamento, e ritengo che il mercato del grano debba salire. Siccome devo approvvigionarmi una parte del grano lo compero oggi per contanti, e una parte a

termine. Così mi premunisco contro un probabile aumento dei prezzi del grano. Questo in termini operativi. Nella borsa, naturalmente, tutto questo substrato reale non esiste, però il contratto a premio, per me compratore, dà la possibilità di ritirare tra qualche tempo il titolo, o, se venditore, di consegnarlo. Questo lo faccio perchè pago una specie di caparra per ritirare un bene ad una certa epoca, se mi sarà conveniente ritirarlo. Io che vendo con contratto a premio, ritengo che il mercato diminuisca, e pertanto vendo a prezzo superiore la merce che ho in casa, in questo caso il titolo. Di per sé l'operazione a premio non è destabilizzante del mercato azionario.

Per quanto riguarda le obbligazioni convertibili in azioni diverse dalla società emittente, esistono diversi esempi e quelli attuali sono costituiti dalla Mediobanca che ha emesso diverse serie di obbligazioni convertibili per altre società. È uno strumento certamente interessante. Non faccio riferimento agli esempi tipici, ma qual è il vantaggio in generale di un'operazione di questo genere? Che io sottoscrittore sono più sicuro nel sottoscrivere obbligazioni emesse dalla Mediobanca o emesse dall'IRI, perchè le garanzie sono più ampie che per le medesime obbligazioni che poteva emettere una certa società X o Y. Quindi dà una maggiore sicurezza all'obbligazionista. L'ultima questione posta, mi pare, riguarda la cifra del 20 per cento degli affari complessivi che si fanno nel nostro Paese che passano attraverso la borsa mentre l'80 per cento passa attraverso le banche. Io non ho nessuna indicazione, neppure alla lontana, per confermare o non confermare queste cifre. Di certo è che le banche compensano al loro interno queste transazioni. Poi è stato chiesto se non sia opportuno rafforzare la posizione degli agenti di cambio. Non ho delle opinioni ben precise, ma posso riferire delle sensazioni. Cioè a me pare — e questo resta un discorso abbastanza teorico — che una delle condizioni perchè un mercato abbia quelle caratteristiche che il senatore De Falco prima auspicava, è che le persone che in borsa acquistano o vendono titoli siano delle persone che possano restare in una posizione di perfetta indifferenza. Ora il me-

diatore puro, che può corrispondere alla figura dell'agente di cambio — e non sempre è così perchè non tiene conto delle disposizioni che regolano la sua professione — l'intermediario puro non è portatore di nessun particolare interesse. L'obiezione più semplice qual è? Che, in realtà, attraverso il mediatore si possono benissimo esercitare sulla borsa delle pressioni. D'altro canto, la presenza di società intermediarie rappresentate da banche o la presenza delle banche stesse alla contrattazione ne sono un esempio. In Germania e in Svizzera — ad esempio — i titoli vengono comprati e venduti direttamente dalle banche. Come inclinazione personale, direi che forse mi pare più opportuno che esista la figura del solo intermediario che garantisca l'assoluta indipendenza; e ciò dipende molto da quello che potrà fare la Consob in questo caso. Però è una impressione sulla quale non ho riflettuto molto, poichè è un problema che non ho ancora affrontato. Al senatore Bergamasco che parlava di incentivi fiscali, vorrei far notare una certa anomalia a proposito del problema dei fondi comuni di investimento e della possibilità di incentivare il risparmio. I fondi comuni di diritto estero oggi pagano e non possono recuperare la cedolare secca sulle azioni e la cedolare secca sulle nuove obbligazioni. In compenso, sappiamo che i fondi comuni sono sottoscritti totalmente o quasi da sottoscrittori italiani. In questa maniera, il fondo comune, anzichè ricevere 100 di dividendo, ne riceve 80. In compenso, l'azionista del fondo comune di investimento, quando percepirà il suo dividendo pagherà un altro 30 per cento o comunque una ritenuta di acconto e con questo contravverrà ad un principio fondamentale che è quello di evitare la doppia tassazione dei fondi comuni di investimento. Chi compra negli Stati Uniti, certamente paga tutte le imposte, però al fondo comune americano che è venduto soltanto negli Stati Uniti non paga queste imposte, per cui il cittadino americano paga un'unica imposta e solo sul reddito personale. Il cittadino italiano che sottoscrive parti di un fondo comune, per esempio quello lussemburghese, dovrebbe avere per lo meno sulla parte italiana una tassazio-

6^a COMMISSIONE

6° RESOCONTO STEN. (19 febbraio 1975)

ne confacente, dovrebbe cioè pagare una sola volta l'imposta, mentre invece paga due volte. È questa un'anomalia che penso vada sottolineata. L'incentivo fiscale chiaramente dovrebbe essere vagliato sotto questo punto di vista e dovrebbe valere per le imprese che sono in borsa ma non per la generalità delle imprese, in modo che le imprese che reputano opportuna una quotazione abbiano un incentivo in più per poter andare sul mercato.

B E R G A M A S C O. Non le pare che ci sia una questione di carattere costituzionale?

R O V E R A R O. Nelle condizioni attuali, che cosa possiamo fare? Non possiamo fare molto. Una delle cose che si possono pensare o approfondire potrebbe essere di incentivare le azioni in qualche maniera.

Per quanto riguarda i fondi comuni di investimento, non ho portato con me del materiale aggiornato, quindi devo rispondere a grandi linee e devo dire che se noi guardiamo l'andamento economico generale delle principali borse in tutto il mondo, possiamo dire tranquillamente che gli ultimi cinque anni sono stati tra i più disturbati. La borsa italiana — come noto — ha avuto delle vicende alterne. Vorrei dire però che l'andamento delle quotazioni dei fondi lussemburghesi venduti in Italia, è stato migliore dell'indice della borsa italiana. È difficile fare una comparazione con tutte le borse, è difficile mettere insieme un indice generale, ma rispetto alla borsa italiana credo che abbiano avuto migliori risultati.

B E R G A M A S C O. Mi sembra che per giudicare la nostra borsa non sia tanto probante, perchè se l'andamento dei fondi comuni nella borsa americana è stato peggiore che nella nostra, significa che c'è veramente qualcosa che non funziona.

R O V E R A R O. Presi nel loro insieme, in un periodo di tempo lungo che risale al 1967-68, hanno fatto largamente meglio dell'indice *Dow Jones*. Bisogna però tener conto del peso relativo dei fondi comuni, perchè negli Stati Uniti, a differenza di quanto av-

viene in Italia, esistono fondi che operano prevalentemente, ad esempio, sul mercato obbligazionario, per cui hanno un rendimento più costante ed un rischio più basso, ma sono in grado di apprezzarsi in minore misura nel lungo periodo. Per i fondi comuni che investono soltanto in azioni, l'apprezzamento è sensibilmente superiore a quello medio dell'indice.

Il senatore De Falco ha fatto una serie di osservazioni sulla borsa, chiamando tale organismo « scannatoio ». Vorrei innanzitutto dirgli che si spera che molte delle pratiche che egli condanna e che, in una certa misura, indubbiamente esistono, possano essere eliminate.

D E F A L C O. Esistono però: i miei colleghi si stavano scandalizzando quando io ho rilevato questo.

R O V E R A R O. C'è, ripeto, la fondata speranza di eliminarle. Il fatto che si vogliono riformare la borsa, i bilanci delle aziende, eccetera, ha senz'altro un significato.

Vorrei fare una seconda considerazione: quando si dice che il piccolo risparmiatore viene depredato, farei anche qui una distinzione di carattere generale. Il caso Sindona è molto grave, gravissimo, ma non rientra nella normalità, è un caso che dovremmo quindi considerare a parte. Quello che però vorrei dire è che questa affermazione di norma si lega con la caduta dei prezzi. Cioè in tutte le borse le quotazioni scendono tanto quanto scendono sulla borsa italiana, qualche volta anche di più. Se quindi si intende dire che il piccolo risparmiatore non viene tutelato quando i prezzi scendono, si deve considerare che questo è un fenomeno che si verifica anche nelle altre borse. Se, invece, si allude ad altre probabili pratiche che io non sono in grado di individuare, vorrei dire che certamente all'estero, specialmente nei paesi anglosassoni, esse vengono controllate con estrema cura. In primo luogo, intanto, si conosce quante azioni posseggono gli amministratori ed i principali dirigenti delle varie società; in secondo luogo, gli am-

6^a COMMISSIONE

6° RESOCONTO STEN. (19 febbraio 1975)

ministratori e i dirigenti delle società americane che operano sui propri titoli debbono dichiararlo. Ciò avviene attraverso un intermediario, in quanto esiste un'etica professionale per cui l'agente di cambio segnala immediatamente all'organismo competente che, ad esempio, tremila titoli che si riferiscono a determinate operazioni sono stati acquistati o venduti dagli amministratori della società. Ciò non evita sempre l'inconveniente lamentato, tanto che si sono avute truffe anche clamorose in questo campo, ma viene fatto perchè è legato al sistema delle informazioni particolari o speciali di cui parlavamo all'inizio: infatti, chi meglio del consiglio di amministrazione o dei dirigenti dell'impresa può sapere alcune cose che la generalità degli azionisti conoscerà solo in un tempo successivo? È necessario che tutti coloro che si avvicinano alla borsa abbiano uguali opportunità e che quindi le informazioni speciali non possano essere utilizzate.

Un'altra mia opinione personale è che le cose devono essere fatte bene, cioè un ente deve sentire la responsabilità morale di fare le cose come si deve, perchè se non ha questa responsabilità, le leggi non saranno osservate. Perciò anche questi strumenti di intervento devono essere, per quanto possibile, uguali per tutti.

Per quanto invece riguarda la liquidità, la possibilità cioè che ognuno possa vendere quando vuole, la ritengo pacifica.

Il senatore De Falco ha parlato, se non vado errato, del fatto che gli aumenti di capitale gratuiti sono in fin dei conti una presa in giro.

DE FALCO. Non gratuiti. Io mi riferivo alla Bastogi ed all'offerta di azioni fatta al pubblico in un modo che è stato denunziato ampiamente sulla stampa tecnica. Non discuto quindi sulla necessità che si provveda, perchè questo è scontato, ma mi chiedevo come possiamo sperare che la gente si avvicini alla borsa quando ci sono queste anomalie.

ROVERARO. Tali anomalie indubbiamente esistono, sono qualificabili, e la gen-

te le avverte. È molto difficile dare un peso alle diverse variabili.

P I N N A . Vorrei avere qualche ulteriore delucidazione in ordine all'andamento dei fondi di investimento controllati dall'IRI. Da notizie pubblicate sull'agenzia giornalistica *Telegraph* del 16 marzo 1973 risulta che una società affiliata all'IMI avrebbe a quell'epoca superato i 740 miliardi nella raccolta del risparmio. Mi interesserebbe conoscere come sia stato possibile passare dai 317 miliardi del 30 settembre 1972 ai 740 miliardi del 28 febbraio 1973. Quale è la ragione del successo di questo rastrellamento di fondi?

ROVERARO. Io do una risposta parziale; perchè non conosco queste cifre. Però la risposta che secondo me è più corretta in questo caso è che i dati non sono omogenei. È probabile che l'anno prima si fosse parlato del denaro incassato nel tempo, mentre la seconda cifra da lei citata potrebbe contenere tutte le quote che sono state sottoscritte ma che non sono state pagate. Certamente un incremento c'è stato, ma ho il sospetto che i dati non siano omogenei, cioè che i dati del '73 contengano le sottoscrizioni prenotate ma non ancora pagate. E la fedeltà in questo caso non è molto alta, per cui la gente prenota e non sempre paga. In secondo luogo, in quelle cifre non erano comprese le vendite di Interfund.

P R E S I D E N T E . Ci sono altre domande da rivolgere?

P I N N A . Mi pare sia stata saltata una domanda tra quelle poste. Io avevo chiesto quali iniziative responsabili di politica fiscale sono consigliabili per facilitare da parte delle imprese l'utilizzazione diretta del risparmio come capitale di rischio. Vorremmo sapere da loro se possono suggerirci qualche iniziativa per cercare di migliorare la situazione.

B O R R I . Ho accennato alle gestioni fiduciarie che l'Istituto mobiliare italiano può essere autorizzato a condurre e che invece non è mai riuscito a realizzare a cau-

sa della questione della doppia imposizione. Noi abbiamo soltanto un caso di gestione fiduciaria. Abbiamo accettato di partecipare al sindacato azioni Montedison (un milione di azioni); cinquecentomila le ha date l'ENI e cinquecentomila la Bastogi. Che cosa abbiamo fatto? Abbiamo immesso queste azioni in una gestione fiduciaria, la sola esistente. Quando la Montedison pagherà il suo dividendo, esso sarà sottoposto a doppia tassazione.

La questione della doppia tassazione è stata già qui prospettata e dovrebbe essere oggetto di attento esame: noi potremmo fornire tutta la necessaria documentazione.

P A Z I E N Z A . Una domandina. C'è uno spunto interessante a proposito del possibile potenziamento delle borse mediante l'acquisizione di altri investitori attraverso nuove forme. Vorrei chiedere se questo spunto abbia trovato o meno un approfondimento nella politica dell'IMI e se ci sono delle prospettive riguardo agli incentivi.

R O V E R A R O . L'IMI ha fatto qualche cosa abbastanza vicina alle esigenze dei fondi pensioni con il CAPIMI, che può essere utilizzato per investimenti effettuati da imprese per coprire in parte i fondi di quiescenza dei dipendenti. Vi è poi un'altra forma, la capitalizzazione effettuata dalle società di assicurazioni. Mi risulta, però, che pochissimi le adottino perchè la capitalizzazione può essere fatta ad un tasso molto basso, del quattro - cinque per cento.

In altri paesi, e soprattutto in Inghilterra, che cosa avviene invece? Che le capitalizzazioni non sono necessariamente legate a tassi così bassi; ma una parte cospicua di quanto introitato dalle società di assicurazioni per conto degli assicurati viene investita in immobili o in obbligazioni in fondi comuni di investimento. In altre parole, c'è la possibilità di attivare un altro canale modificando

le disposizioni attuali, creando delle capitalizzazioni che potrebbero, in linea teorica e pratica, garantire generalmente un capitale superiore.

S E G N A N A . Noi stiamo raccogliendo tutta una serie di dati e proposte relativi alle borse valori e quindi alla partecipazione del risparmio al capitale di rischio. Molti problemi potranno essere risolti attraverso i decreti che saranno emanati dopo che la Commissione interparlamentare che è stata recentemente costituita sarà arrivata a delle conclusioni.

Comunque restano sicuramente altri problemi che noi dovremo approfondire ed uno di questi è certamente quello riguardante gli aspetti tributari della materia sui quali dovremo fare delle proposte. Dal momento che anche da parte del presidente Borri è stato fatto un accenno a tale problema, io credo che sia opportuno che ci venga fornita una memoria in ordine a questo specifico argomento, sia per quanto riguarda i fondi comuni, sia per gli altri problemi che sono affiorati durante la discussione di oggi.

B O R R I . Forniremo volentieri questa memoria.

P R E S I D E N T E . Possiamo considerare chiusa l'audizione. Ringraziamo il presidente Borri, il dottor Cigliana, il dottor Roveraro e l'ingegner Tronti per la collaborazione che ci hanno fornito oggi. Dall'incontro sono venuti nuovi suggerimenti, nuove proposte, nuove idee. La Commissione ne terrà senz'altro conto.

La seduta termina alle ore 12,40.

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