

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

7^a SEDUTA

GIOVEDÌ 20 FEBBRAIO 1975

Presidenza del Presidente VIGLIANESI

INDICE DEGLI ORATORI

PRESIDENTE	Pag. 175, 187, 191 e <i>passim</i>	CARLI	Pag. 176, 192, 200 e <i>passim</i>
BERGAMASCO	199	MICONI	187, 192, 204 e <i>passim</i>
CAROLLO	197		
COLAJANNI	195, 201, 205		
DE FALCO	191, 192, 197 e <i>passim</i>		
DE LUCA	199		
PASTORINO	195		
PAZIENZA	193		
PINNA	198		

6^a COMMISSIONE

7° RESOCONTO STEN. (20 febbraio 1975)

Intervengono alla seduta, a norma dell'articolo 48 del Regolamento, il Governatore della Banca d'Italia Guido Carli e il Direttore generale del tesoro Gastone Miconi.

La seduta ha inizio alle ore 10,15.

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. Confidiamo di concludere oggi almeno la prima fase della nostra indagine. Quali ospiti abbiamo il Governatore della Banca d'Italia, dottor Guido Carli, e il Direttore generale del tesoro, professor Gastone Miconi, ai quali rivolgo, a nome della Commissione, il benvenuto, ringraziandoli di aver aderito al nostro invito.

Sono sicuro, dottor Carli e professor Miconi, che anche con loro potremo fare una discussione franca, tenendo conto delle rispettive funzioni, come già è avvenuto nelle precedenti sedute, alle quali sono intervenuti, come avranno desunto dai documenti inviati, gli agenti di cambio, i rappresentanti delle Camere di commercio, delle banche, delle società per azioni, alcuni docenti universitari, particolarmente specializzati nella materia, nonché, proprio ieri, i rappresentanti dell'IMI.

I motivi dell'indagine sono noti. Mi permetto, tuttavia, di ricordarli ancora una volta, non tanto per noi quanto per i nostri interlocutori. L'indagine parte da una preoccupazione per la situazione di crisi delle borse valori nel nostro Paese, per la difficoltà, sempre più evidente, con cui esse assolvono alla funzione di mediazione tra il mondo dell'impresa e quello del risparmio. Da qui la ricerca delle cause di questa crisi, delle eventuali proposte di innovazione e di modificazione che potranno essere offerte per ridare fiducia ai risparmiatori e capacità finanziarie alle imprese.

Nelle precedenti sedute è emersa una profonda divergenza di vedute tra gli agenti di cambio e i rappresentanti delle banche: gli

agenti di cambio rivendicando la concentrazione in borsa di tutte le contrattazioni su titoli, le banche sostenendo, al contrario, la necessità della loro presenza nell'assolvimento di questa attività intermediatrice.

Altri temi emersi: la funzione delle società di revisione e di certificazione; se la Consob, nella sua piena funzionalità operativa, possa ridare più tono e più trasparenza al mercato mobiliare. Ai rappresentanti delle società per azioni è stato chiesto — e se dovessi dire francamente il mio pensiero, non mi pare ne sia venuta una risposta molto chiara — se il contributo della borsa in questo dopoguerra sia stato effettivo, reale, per il reperimento di nuovi capitali di rischio nel processo di sviluppo economico del Paese; se la borsa, almeno così com'è, rappresenti ancora — e tra i docenti universitari si sono avuti pareri piuttosto divergenti — uno strumento valido di reperimento di nuove risorse.

È stato altresì chiesto — e mi pare che, sia pure vagamente, una certa indicazione ne sia scaturita — se per la Consob, la quale, in base alla legge istitutiva, può disporre l'ammissione d'ufficio di nuovi titoli alla contrattazione, sia pure in determinati modi, non sia il caso di stabilire un parametro più automatico, che renda più rigida l'ammissione dei titoli in borsa.

Proseguo nell'elencazione dei temi che hanno già formato oggetto di trattazione ma che aspettano, in un certo senso, una risposta anche da parte loro, o quanto meno, un contributo di idee. Si è chiesto cosa si pensi dei poteri di vigilanza, di controllo e di ispezione che la legge attribuisce alla Consob nei confronti delle società per azioni quotate. Si è parlato a lungo del problema della quotazione dei titoli azionari esteri, nonché — ed in proposito credo che il Governatore della Banca d'Italia potrà chiarire e approfondire le nostre idee — di una questione introdotta dall'amministratore delegato della Mediobanca, dottor Cuccia. Il dottor Cuccia ha affermato che, su 668 imprese censite da Mediobanca, il rapporto tra capitale di rischio e capitale di credito sarebbe di uno a quattro. Il professor Palladino, invece, l'altro giorno ci ha precisato che que-

sto rapporto sarebbe addirittura di uno a sei e forse oltre, in certi casi. È stato chiesto se sia possibile considerare corretta una situazione simile per la salute delle imprese e, comunque, se sia in armonia con quelle degli altri Paesi, almeno di quelli maggiormente sviluppati, nonchè se questo rapporto non alimenti notevolmente il processo inflazionistico nel nostro paese, approfondendo la dipendenza del sistema produttivo da quello creditizio.

Infine, è stato chiesto se l'afflusso di risparmio possa essere diretto verso l'impiego azionario attraverso iniziative di politica fiscale e tributaria e quali possano essere queste iniziative.

Non mi pare che siano emersi altri temi di particolare rilevanza. In ogni caso credo che i colleghi della Commissione siano abbastanza pronti, così com'è avvenuto nelle precedenti audizioni, a rivolgere le domande più opportune.

Ritengo che, così come fatto nei precedenti incontri, si possa iniziare con una introduzione del Governatore della Banca d'Italia e, quindi, del Direttore generale del tesoro. Dopo di che daremo inizio alla formulazione delle domande alle quali i nostri due interlocutori potranno rispondere come meglio riterranno.

C A R L I. Con il suo consenso, signor Presidente, si è proceduto alla distribuzione di alcuni prospetti statistici intorno ai quali può essere suscitata una discussione; essi, tra l'altro, vertono su alcuni punti ai quali ella ha fatto riferimento.

La crisi delle borse manifesta una crisi più profonda: la crisi dei capitali di rischio. I prospetti distribuiti contengono dati dalla cui interpretazione è possibile risalire, o cercare di risalire, ad alcune delle cause che hanno provocato e provocano la crisi del capitale di rischio. I prospetti sono preceduti da una esposizione concisa che si propone di essere un sentiero inteso ad agevolare il percorso attraverso i dati statistici. Darò lettura dell'introduzione, soffermandomi sulle parti che mi sembrano, in questa fase, meritevoli di approfondimento, propo-

nendomi di rispondere ai quesiti che saranno successivamente posti.

Il capitale di rischio in Italia — inteso come formazione di mezzi propri all'interno dell'impresa e raccolta di fondi sul mercato a questo titolo — è andato perdendo quota sul totale dei mezzi di finanziamento.

Nel ricercare la natura e le origini di questo fenomeno è necessario non affidarsi ad un unico indicatore, ma considerare diversi parametri, ancor meglio se comparati con gli analoghi valori osservati sui mercati esteri.

Una prima informazione sulla dimensione del fenomeno si trae dal comportamento del rapporto tra l'autofinanziamento lordo e gli investimenti reali lordi del campione di imprese dell'industria manifatturiera usato dalla Banca d'Italia per le analisi annuali condotte nella sua Relazione.

Il finanziamento complessivo (ultima colonna), così com'è definito in tale relazione, non si identifica con l'indebitamento così come indicato nella Relazione di Mediobanca: quest'ultimo comprende indebitamento a breve, a medio e a lungo termine. Il finanziamento complessivo, in questa relazione, esclude quello a breve. Il rapporto si è situato mediamente attorno al 70 per cento nel quadriennio 1965-68. Dal 1968 al 1971 è disceso dall'81 al 28 per cento. Il dato disponibile più recente è quello del 1972: 45 per cento. Quest'ultimo, che tenderebbe a denotare una ripresa, indica in realtà i limiti esplicativi dell'indicatore fornito, che è influenzato non solo dall'autofinanziamento, ma anche dal comportamento degli investimenti lordi, cioè dal denominatore del rapporto. È anche vero che, nel più lungo periodo la dinamica del numeratore, che ha il suo perno nei profitti di impresa e nel volume di attività dell'impresa, influenza la formazione di capitale nell'impresa: il rapporto, quindi, tende a sintetizzare più di una caratteristica dei bilanci aziendali. Nella relazione della Banca d'Italia presentata all'Assemblea nel maggio 1967 concludevo affermando che aveva avuto inizio nella nostra economia un processo di nazionalizzazione surrettizia; riconoscevo che la stessa Banca d'Italia aveva

contribuito ad apprestare le strutture di accoglimento delle azioni espulse dai portafogli privati, ossia quelle strutture attraverso le quali si compie il processo di nazionalizzazione surrettizia. *Ex post* si constata che in quella circostanza identificammo tempestivamente il manifestarsi di un fenomeno che si è andato progressivamente aggravando. La lettura della relazione mostrerà alcune delle cause dell'aggravamento. E credo che dalla nostra discussione possano emergere elementi chiarificatori del processo di degradazione progressiva della struttura finanziaria delle imprese italiane.

Il significato dell'indicatore esaminato può essere colto nelle sue grandi linee considerando che nella Germania federale l'analogo rapporto era attorno al 110 per cento nel quadriennio 1965-68; è disceso dal 148 al 79 nell'arco di tempo che va dal 1968 al 1971 ed è risalito al 123 per cento nel 1972. In Francia il rapporto è stato lievemente superiore a quello dell'Italia nel quadriennio 1965-68 (mediamente 81 per cento), ma è rimasto più fermo nel periodo successivo, con un minimo del 55 per cento nel 1972. Negli ultimi anni, quindi, la quota di autofinanziamento lordo rispetto agli investimenti è stata nettamente superiore in Germania e mediamente più elevata in Francia.

Se dal rapporto si escludono gli ammortamenti e si considera, perciò, l'accumulo netto di risparmio di impresa rispetto all'addizione di nuovo capitale, i rapporti si presentano come segue:

	<i>Italia</i>	<i>Germania</i>	<i>Francia</i>
1965 . . .	28	41	40
1971 . . .	— 13	38	36
1972 . . .	— 11	267	13

Pertanto la formazione netta di capitale nel campione di imprese considerato non trova più in Italia alimento nell'autofinanziamento e poggia interamente sul mercato.

La Francia sembrerebbe avviata nella stessa direzione. Il problema della riorganizzazione dei mercati finanziari interni ed internazionali è ovunque un problema di scottante attualità al quale si dedicano nume-

rose organizzazioni internazionali. I modi di soluzione, pur presentando ovviamente peculiarità istituzionali differenti da paese a paese delle quali occorre tener conto, devono essere ricercati entro un quadro che rispecchi la logica dei mercati internazionali entro i quali siamo inseriti.

Dalle considerazioni che seguono emergerà una situazione apparentemente contraddittoria: ossia, appare che, se si assumono diversi parametri, la quantità di azioni che nello stesso periodo sono state emesse in Italia è superiore a quella emessa nello stesso periodo negli altri paesi. Questa constatazione potrebbe apparire contraddittoria con la precedente affermazione. La esposizione mostrerà che non è tale. Il capitale proprio comprende sia quello costituito da capitale rappresentato da azioni, sia quello da ammortamento, sia quello da accantonamenti. Questo complesso si è andato progressivamente restringendo, mentre si è ampliato quello rappresentato da azioni; e questo fenomeno spiega la tendenziale cedenza dei corsi nel nostro Paese. La base patrimoniale dell'impresa si restringe, ancorchè quella di essa che rappresenta una congiunzione tra l'impresa e il mondo esterno si sia ampliata. Quindi, di fronte ai capitali che l'impresa ha collocato nel portafoglio del pubblico, si pone una minor quota di capitale proprio e, quindi, una minore capacità di retribuire il capitale rappresentato da azioni. Ma questo apparirà in tutta evidenza nel corso dell'esposizione.

Ritornando al mercato finanziario italiano, un'eventuale azione di stimolo su di esso non può trascurare il fatto che lo stesso è in grado di fornire, nonostante le limitazioni e le disfunzioni già da tempo all'attenzione del Parlamento, capitale di rischio in dimensione relativamente più ampia dei mercati esteri; ma questa dimensione è pur sempre insufficiente e mostra una tendenza alla riduzione.

L'impegno, in assoluto e in relazione a quanto avviene all'estero, del mercato finanziario italiano nel convogliare capitale di rischio sotto forma azionaria alle imprese produttive è testimoniato dal comportamento dei seguenti indicatori: rapporto tra emis-

sioni azionarie e finanziamenti complessivi a lunga scadenza del campione di imprese già esaminato; rapporti tra emissioni lorde complessive di azioni sul mercato interno (E) e, rispettivamente, reddito nazionale lordo (Y), investimenti lordi totali (I) e attività finanziarie lorde (AF).

Osservando la tavola n. 2 si constata che questo rapporto si presenta, nel caso dell'Italia, più elevato di qualsiasi altro paese col quale viene effettuato il confronto.

Le azioni emesse dal campione di imprese considerate sono discese nel 1968, proseguendo un andamento negativo che data dal 1962, al 4 per cento dei finanziamenti complessivi. L'analogo rapporto è stato mediamente del 14 per cento nella Germania federale e dell'8 circa in Francia nel quadriennio 1965-68. Nel successivo quadriennio (1969-72) il campione delle imprese italiane ha presentato una quota di emissioni azionarie di circa il 16 per cento, quello delle imprese tedesche del 12 e francesi del 9. Per valutare il peso relativo del rapporto riguardante l'Italia occorre tenere ancora conto dell'informazione già acquisita circa il maggior peso dell'indebitamento nel finanziamento della formazione lorda di capitale delle nostre imprese rispetto a quelle estere esaminate; in sostanza, il denominatore del rapporto ha un peso relativo più elevato per l'Italia ed abbassa sistematicamente la quota azionaria rispetto al finanziamento complessivo.

Queste proposizioni intendono mettere in evidenza che la dimensione del mercato nel quale si collocano azioni, rispetto alla dimensione del sistema economico riferita alla dimensione del reddito o ad altri parametri, nel nostro Paese è più ampia che in altri; ma, rispetto alle occorrenze di capitali d'impresa, l'eccedenza dell'indebitamento nel nostro Paese è più alta che in altri. Sono molti aspetti di un medesimo fenomeno, ossia del fenomeno della contrazione dei capitali propri dell'impresa, fenomeno nel quale si ripercuote quello, al quale farò riferimento concludendo questa esposizione, dell'aumento di costi unitari non trasferiti integralmente nei prezzi, e quindi contrazione dei profitti lordi di impresa, che contri-

buiscono ad alimentare il processo di autofinanziamento. Insomma, il sistema delle imprese italiane è divenuto più dipendente dal finanziamento esterno nelle diverse forme, e in pari tempo ha proceduto in parallelo con un crescente deterioramento della situazione patrimoniale delle imprese stesse.

Mutando parametri di riferimento, le conclusioni alle quali si perviene non sono differenti.

Rispetto al reddito nazionale, le emissioni azionarie dell'Italia sono state costantemente più elevate di quelle dei principali paesi industriali di cui si conoscono, sia pure in modo frammentario ed incompleto, dati statistici. Questo primato è ancora più evidente nei confronti degli investimenti lordi, anche se, ove si escluda il Regno Unito che presenta eguale caratteristica, questo rapporto cela la relativa bassa quota rappresentata dagli investimenti italiani sul nostro reddito complessivo. Rispetto alla formazione complessiva di attività finanziarie, invece, l'Italia è alla pari con gli Stati Uniti e la Francia, restando su quote più elevate rispetto a mercati *leader*, quali il Regno Unito e la Germania.

Il relativo maggior concorso al finanziamento degli investimenti delle imprese italiane derivante da emissioni azionarie si può considerare in parte l'effetto di un più elevato dividendo distribuito (il cosiddetto *pay-out*) dalle nostre società rispetto agli utili conseguiti (cfr. tavola 1, terza colonna). Questa più stretta connessione si può rinvenire anche nel rapporto tra dividendi distribuiti e azioni emesse. Va però rilevato che l'elevato *pay out* è pure dovuto al premio che il mercato riconosce, in termini di maggiore valutazione, al dividendo rispetto all'utile non distribuito. Per una impresa è quindi conveniente riprendersi sul mercato il proprio dividendo invece che trattenerlo. Ancora una volta, quindi, tra numeratore e denominatore esiste una relazione ed il rapporto sintetizza più d'una caratteristica dei bilanci di impresa.

Nel nostro sistema le imprese, allo scopo di esercitare un'azione di attrazione sui capitali sotto forma di sottoscrizione di azioni, sono state indotte ad accrescere la quo-

ta degli utili distribuiti; nello stesso tempo, collocando ulteriori aumenti di capitale, hanno riassorbito quegli utili e hanno, quindi, contribuito a creare quella situazione che differenzia profondamente il nostro Paese dalla Germania e dalla Francia e che appare in tutta evidenza osservando la quarta colonna della tavola n. 1. Il rapporto tra dividendi e azioni emesse tende in Italia a diminuire, mentre in Germania e in Francia segue un andamento inverso. Che cosa dimostrano queste cifre? Dimostrano che, nonostante, rispetto agli utili, la quota distribuita in Italia sia stata più alta che altrove, le emissioni in Italia, come abbiamo affermato prima, essendo state più alte che altrove, il rapporto tra gli utili distribuiti e il complesso del capitale in circolazione sotto forma di azioni è caduto e, conseguentemente, questo andamento non poteva non ripercuotersi, come si è ripercosso, in opposti andamenti dei corsi azionari nei paesi considerati. Credo che questo sia un aspetto molto importante al fine di comprendere una delle cause che nel corso del periodo osservato hanno provocato una crescente disaffezione del pubblico nei confronti delle azioni e hanno prodotto quei fenomeni ai quali ho fatto riferimento precedentemente, ossia uno spostamento costante di azioni da portafogli privati a portafogli pubblici; questo fenomeno è in parte in atto anche in altri paesi, con la differenza, però, che negli altri paesi, essendo il sistema della previdenza sociale basato sul principio della capitalizzazione, i fondi-pensione costituiscono il luogo nel quale le azioni trovano collocamento.

La distribuzione di dividendi sostenuta anche nei momenti di capienza nulla negli utili conseguiti, non ha impedito una caduta tendenziale delle quotazioni azionarie in Italia. Questa discesa dei corsi è stata alleviata dai periodi di ripresa in connessione con miglioramenti congiunturali dei profitti di impresa, i quali ultimi, scomparendo ad ogni crisi ciclica, hanno accresciuto la variabilità media delle quotazioni azionarie ed hanno viepiù allontanato il « cassetta » dalle borse valori.

Introduco a questo punto una considerazione che mi propongo di riprendere nella

conclusione. Nel nostro Paese, non solo si è manifestata la tendenza alla cedenza dei corsi azionari, ma la variabilità degli stessi si è mostrata in Italia maggiore che nella maggior parte degli altri paesi. Ciò in dipendenza di quale circostanza? Dal 1959, con esclusione di alcuni brevi periodi, si sono succedute ondate di aumenti salariali eccedenti la produttività; sono quindi accaduti eventi che si sono ripercossi in aumenti dei costi unitari, ponendo la politica monetaria di fronte al dilemma: finanziare per intero il loro trasferimento sui prezzi, e quindi accettarne gli effetti inflazionistici, nonchè gli effetti sulla bilancia dei pagamenti e sul livello del cambio, ovvero contenere il fenomeno e conseguentemente deprimere i profitti.

Qual è stata la linea seguita? È stata una linea intermedia che di volta in volta ha oscillato tra l'uno e l'altro obiettivo; ma i due obiettivi, quello del mantenimento della stabilità dei prezzi, dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti, del livello del cambio, e quello dell'equilibrio delle gestioni delle imprese sono stati in conflitto tra di loro.

I margini di manovra della politica monetaria, sono stati inoltre progressivamente ristretti dalla dilatazione dei disavanzi della pubblica Amministrazione, che è divenuto sempre più necessario finanziare con produzione di moneta: disavanzi nel settore pubblico, creazione di moneta per finanziarli, aumento dei costi, opportunità di non trasferirli per intero sui prezzi per impedire effetti inflazionistici che, a loro volta, si ripercuotono sulla bilancia dei pagamenti e sul livello del cambio, minori profitti di impresa, dunque cedenza dei corsi azionari, sulla quale si inserisce una causa che contribuisce ad amplificare le oscillazioni; questa variabilità, unita alla cedenza dei corsi, influisce come deterrente nei confronti del pubblico, spingendolo a non detenere azioni.

Questo è uno dei motivi per i quali, ad un elevato *standard* di attività del mercato primario, alle nuove emissioni azionarie di cui si è detto, non corrisponde un altrettanto florido mercato secondario (l'insieme delle contrattazioni che avvengono nelle borse valori). Un indicatore di questo differente

andamento è fornito dalla proporzione tra azioni quotate e non quotate. Le prime, nel 1961, al massimo dei valori azionari, rappresentavano il 56 per cento del totale; alla fine del 1973, non più del 33 per cento. (cfr tavola n. 3). A questo andamento si contrappone un volume di contrattazioni, il cosiddetto *turnover*, crescente dal 13 al 33 per cento della consistenza delle azioni quotate in borsa. (cfr tavola n. 4).

Non tutte le tesi avanzate od avanzabili sulle borse possono essere statisticamente dimostrate ma, considerando le argomentazioni fin qui svolte, l'elevato *turnover*, più che indicare floridezza, testimonia una tendenziale riduzione della propensione del pubblico a tenere azioni in portafoglio e una più elevata attività speculativa sollecitata dalle fluttuazioni congiunturali degli utili di impresa.

Per concludere il quadro statistico tendente a evidenziare il peso che già grava sul mercato finanziario italiano, considerato in assoluto e in relazione ai mercati esteri ed al concorso al finanziamento degli investimenti, non va trascurato il fatto che il 1974 ha presentato risultati, in termini di emissioni azionarie, tali da situarli tra i minimi storicamente osservati: 3,4 per cento se valutate, rispetto alle stime conosciute degli investimenti lordi complessivi e 0,8 rispetto al reddito nazionale lordo.

Credo che da questa esposizione appaiano evidenti le contraddizioni che viziano il sistema. Siamo in presenza di una situazione in cui, rispetto all'investimento lordo, si abbassa la quantità dei fondi propri dell'impresa e quindi cresce la dipendenza di quest'ultima dal finanziamento esterno. Questo, a sua volta, assume forma azionaria e non azionaria: si assiste quindi al paradosso di un sistema nel quale cresce la quantità di azioni rispetto alle dimensioni del mercato in cui si collocano, ma, nello stesso tempo, la struttura patrimoniale delle imprese, che si riflette sulle azioni medesime, si deteriora, donde la tendenza a cedenze dei corsi. Su queste si innestano azioni anticicliche che amplificano l'oscillazione dei corsi.

In tale situazione le contrattazioni di borsa divengono più abbondanti. È questa una

contraddizione? Secondo me no, perchè, quanto più si manifesta un fenomeno di disaffezione del pubblico e si restringe la dimensione del mercato, tanto più, nel mercato stesso, tende ad inserirsi l'attività speculativa, e tanto più le quotazioni perdono di significazione, e tanto più, in determinati momenti, sorge l'interesse di questo o di quel gruppo ad attribuire significazione a questa o a quella quotazione, alimentando congiuntamente una domanda e un'offerta di cospicuo importo. Queste si incrociano nello stesso istante e adempiono esclusivamente allo scopo di conferire significazione a quotazioni che, in linea di fatto, non riflettono domande e offerte provenienti dal pubblico dei risparmiatori.

Potrei chiudere l'esposizione ponendo la domanda se in una situazione come questa convenga o meno seguitare a discutere del problema delle borse valori, perchè dalla esposizione stessa si deduce che esse avrebbero esaurito la propria funzione. Ma non è questa la conclusione cui io intendo pervenire: anzi, è la conclusione opposta.

Senza entrare in dettaglio, essendo tema già noto e dibattuto in passato, sulla opportunità di introdurre o attivare nuovi o migliori istituti giuridici in materia di società, di funzionamento dei mercati primari e secondario e di trattamento degli utili di impresa reinvestiti, sembra opportuno attirare l'attenzione sul principale complemento alle azioni (o al capitale di rischio) nei bilanci di impresa: l'indebitamento a medio e lungo termine presso gli istituti di credito speciale.

In termini di consistenze questo indebitamento è passato dal 18,2 per cento del 1963 al 40,8 dei finanziamenti a lunga nel 1973 (cfr tavola 5); il credito agevolato ha rappresentato una quota ancor più crescente (dal 6,4 per cento del 1963 al 17,2 del 1973). Le variazioni annue sono state, ovviamente, più sostenute: dal 52,8 per cento del 1964 al 72,4 del 1974 (cfr tavola 6). Dal punto di vista settoriale, territoriale e della dimensione di impresa, la dinamica di queste grandezze è piuttosto diversa; tuttavia, queste diverse distribuzioni di frequenza non escludono che i fenomeni sottolineati siano diffusi nell'in-

tero arco produttivo e necessitano innanzi tutto di una impostazione generale del problema, quale quella qui perseguita.

L'osservazione riguardante la crescita di peso del credito agevolato nei bilanci di impresa attira l'attenzione sulle relazioni intercorrenti tra interventi dello Stato a sostegno degli investimenti e sviluppo dell'indebitamento rispetto al capitale di rischio (il cosiddetto grado di *leverage*); le agevolazioni statali hanno prevalentemente riguardato l'indebitamento, introducendo una distorsione che indebolisce l'impegno dell'imprenditore a far prosperare l'iniziativa: un impegno che già risulta fortemente diminuito dalla generale minore rischiosità (nel senso di rischio di fallimento) dell'attività industriale, a causa del crescente intervento dello Stato nel sanare le situazioni difficili, che ha portato a uno sviluppo sempre più « garantista » del sistema economico. Da questo punto di vista e da quella dell'equilibrio finanziario, sembrerebbe opportuno apportare una qualche correzione alle presenti agevolazioni, onde eliminare la discriminazione a sfavore del capitale di rischio. Una discriminazione che è stata attuata anche attraverso il sistema fiscale, che ha facilitato e tuttora facilita l'afflusso di fondi verso le obbligazioni (esenzione degli interessi pagati), a danno delle azioni.

Nel corso della relazione della Banca d'Italia per il 1967 — cito questo documento non perchè ritenga che in esso si esaurisca la saggezza umana, ma esclusivamente perchè rientra tra i documenti che conosco un po' meglio, concorrendo io stesso a redigerli — si poneva in evidenza quali sarebbero state le conseguenze di un processo di industrializzazione forzata promosso essenzialmente dal credito agevolato e si prevedeva, tra l'altro, che ne sarebbe discesa una progressiva deresponsabilizzazione degli istituti i quali concedono il credito, considerandosi questi sollevati dalle proprie responsabilità quando il credito sia concesso in presenza di agevolazione, la quale è a sua volta accordata dai pubblici poteri. Si aggiungeva anche che un siffatto sistema avrebbe contribuito ad ampliare l'indebitamento dell'impresa, con conseguente deresponsabilizzazione dell'imprenditore.

In una situazione come questa — se mi è consentita una notazione che non vorrei apparisse iconoclasta in questo luogo — si crea uno stato di fatto nel quale, in occasione di trattative sindacali nelle quali il Presidente credo abbia grande esperienza, spesso appare come interlocutore invisibile la Banca d'Italia.

Perchè? Perchè in un sistema nel quale si dilata l'indebitamento possono sorgere situazioni nelle quali converge l'interesse, sia pure per motivi diversi, a soluzioni le quali spingono al progressivo deprezzamento della moneta, in quanto questo è il modo attraverso il quale si alleggerisce il peso del debito. Si capisce quindi che il compito di istituto al quale l'istituto di emissione adempie lo trasformi, in una situazione come questa, nell'interlocutore invisibile ma evidentemente troppo debole per poter adempiere alla propria funzione di presidio del potere d'acquisto della moneta attraverso il tempo.

L'importanza dell'indebitamento è perciò più elevata nei settori di attività e nelle zone del territorio in cui gli interventi statali hanno inteso accelerare o mantenere l'accumulazione di capitale produttivo, forzando tuttavia la struttura finanziaria delle imprese. Una certa differenziazione si rinviene anche tra imprese di diverse dimensioni. Quelle con patrimonio superiore ai 20 miliardi hanno presentato nel periodo 1967-1972, cioè in quello statisticamente noto, un rapporto tra capitale di rischio e finanziamenti complessivi pari a circa il 70 per cento (cfr tavola 7); la stessa media si riscontra per le imprese con patrimonio compreso tra i 5 e i 20 miliardi, mentre sale, sempre in media, all'81 per cento per quelle con patrimonio tra i 2,5 e i 5 miliardi. Queste ultime si sono anche distinte per un più intenso ricorso al mercato azionario (26 per cento, contro l'8 delle imprese più grandi, sempre calcolati rispetto ai finanziamenti complessivi).

Il comportamento degli indicatori finora usati, stratificati per dimensione di impresa, qualifica le argomentazioni già avanzate sulla relazione instauratasi tra il grado di socialità del rischio di impresa, l'indebitamento di quest'ultima e il suo capitale di rischio a tutto svantaggio di quest'ultimo. Ma anche testimonia dei vincoli all'allargamento della

partecipazione alla proprietà che, presenti in tutti i mercati esteri, ostano in particolare all'ampliamento del nostro capitale di rischio.

Accanto ad una legislazione che svincoli l'offerta di partecipazione alla proprietà, privilegiando le iniziative aventi le combinazioni più elevate tra capitale di rischio e indebitamento, sembra opportuno un riesame della struttura finanziaria delle imprese produttive italiane, procedendo eventualmente per settori, non nell'intento di verificare la solvibilità aziendale — opera svolta in modo soddisfacente dagli istituti di credito — quanto allo scopo di individuare le dimensioni necessarie di ricostituzione del capitale di rischio. Questo censimento qualitativo e quantitativo indicherebbe alle autorità gli obiettivi di ristrutturazione finanziaria delle imprese che esse dovrebbero perseguire.

Occorre riconoscere che sia la normativa in materia di trattamento del lavoro sia gli obiettivi di politica economica, tra i quali primeggia la piena occupazione, hanno creato una situazione di fatto in cui il rischio di impresa grava sul Paese nel suo complesso. Procedendo perciò dai punti della nostra struttura produttiva dove il rischio è più elevato, sembra opportuno alleggerire il mercato finanziario dall'incombenza di mantenere con l'indebitamento forme di partecipazione societaria ormai stabilmente in essere sia per ridare al mercato strutture più flessibili, sia per ricreare spazio alle imprese che intendono assumersi in proprio maggiori rischi, sia, infine, per offrire al risparmiatore strumenti aventi vantaggi quale un reddito adeguabile al deprezzamento monetario, che le obbligazioni ed in genere i titoli a reddito fisso non possiedono.

Se mi si consente una notazione conclusiva, nella quale riallaccio i fili di cui è intessuta questa mia esposizione, dirò che nel corso del periodo considerato il sistema economico italiano è stato assoggettato agli urti derivanti da aumenti di costi non interamente trasferiti sui prezzi in dipendenza di una certa politica monetaria. Questa è stata costantemente posta di fronte al dilemma: produrre la quantità di moneta necessaria perchè l'aumento dei costi si trasferisse sui prezzi, ricostituendo così gli equilibri azien-

dali ma deteriorando la posizione della bilancia dei pagamenti e del cambio, ovvero difendere la posizione della bilancia dei pagamenti e del cambio, esigenza questa essenziale in una economia aperta e che pretenda restare tale, deteriorando gli equilibri aziendali. Ma il deterioramento degli equilibri aziendali è proceduto in parallelo con l'accrescimento del grado di indebitamento delle imprese; questo a sua volta è proceduto in parallelo con l'accrescimento dei capitali provvisti sotto forma azionaria rispetto ad analoga provvista in altri mercati, ma il rapporto tra questi e l'indebitamento si è andato deteriorando. Conseguentemente si è manifestata una tendenza al cedimento dei corsi azionari. L'intervento di provvedimenti di politica monetaria intesi a fronteggiare momenti nei quali si sono manifestate crisi della bilancia dei pagamenti distribuiti nel corso del tempo hanno accentuato la variabilità dei corsi; questa a propria volta si è ripercossa in una maggiore disaffezione del pubblico nei confronti dei titoli azionari.

La conseguenza è stata un moto costante di trasferimento di titoli da portafogli privati a portafogli pubblici o di grandi imprese (nonostante ciò il numero degli azionisti nel nostro Paese resta rilevante) e un crescente indebitamento delle imprese incoraggiato anche da una politica che ha fatto leva sopra l'indebitamento rappresentato dal finanziamento agevolato per promuovere la industrializzazione: fenomeni tutti che hanno esercitato un effetto convergente verso quello che, all'inizio di questa esposizione, ho definito il capitale di rischio. In questa situazione mi pare si ponga il problema del come ricostituire un sistema che restituisca responsabilità ai diversi componenti il sistema economico.

Noi siamo di fronte, secondo me, ad una crisi che investe la sfera di competenza dei responsabili della conduzione del sistema; divengono meno responsabili coloro ai quali spetta la responsabilità di condurre le imprese, in quanto esse diventano più dipendenti dall'indebitamento, e divengono meno responsabili coloro ai quali compete di concedere i finanziamenti che alimentano quell'indebitamento, quando questi siano con-

6^a COMMISSIONE

7° RESOCONTO STEN. (20 febbraio 1975)

giunti con agevolazioni concesse dall'autorità amministrativa. Se si desidera mantenere un sistema articolato in unità produttive indipendenti, questo richiede che si affrontino i problemi ai quali ho fatto riferimento. Io non sono in condizione di indicare le soluzioni, ma credo che sarebbe un grave errore disconoscere l'entità del processo che si è andato manifestando in questo periodo. In sostanza, attraverso l'indebitamento, la responsabilità e le sorti aziendali gravano sopra gli enti che concedono finanziamenti, che creano quell'indebitamento. Deve mantenersi

una simile soluzione? Non è invece preferibile una diversa soluzione, la quale riconduca una parte del finanziamento delle imprese alla forma azionaria e questa, a propria volta, inquadrata in un sistema di controlli (questo è l'argomento che è stato oggetto di precedenti discussioni) sull'impresa costituita sotto forma di società per azioni, diventi uno strumento efficiente dell'economia assoggettato non soltanto ai controlli interni degli organi ai quali compete fare ciò, ma anche al controllo della pubblica opinione.

TAVOLA N 1

FORMAZIONE DEL CAPITALE E SUO FINANZIAMENTO IN ALCUNE SOCIETÀ
MANIFATTURIERE DELL'ITALIA, GERMANIA E FRANCIA

(Valori percentuali)

ANNI	Autof. lordo	Autof. netto	Dividendi	Dividendi	Azioni emesse	Autofinanz.	Azioni autof.	Obb. altri debiti	Finanz. compl.
	Invest. lordi	Invest. lordi	Autof. netto	Azioni emesse	Finanz. compl.	Finanz. compl.	Finanz. compl.	Finanz. compl.	
I T A L I A									
1965	71	28	166	145	11	65	76	24	100
1966	72	28	155	109	6	78	84	16	100
1967	55	15	163	197	9	70	79	21	100
1968	81	39	151	403	4	77	81	19	100
1969	62	15	199	110	12	66	78	22	100
1970	34	2	370	46	18	60	78	22	100
1971	28	—	(*)	35	14	31	45	55	100
1972	45	—	(*)	30	19	48	67	33	100
G E R M A N I A									
1965	76	41	137	187	13	77	90	10	100
1966	93	73	132	118	17	73	90	10	100
1967	131	—	128	237	9	76	85	15	100
1968	148	—	61	122	17	82	99	1	100
1969	78	55	82	157	13	73	86	14	100
1970	61	29	114	143	15	73	88	12	100
1971	79	38	143	135	13	78	91	9	100
1972	123	267	70	248	7	81	88	12	100
F R A N C I A									
1965	83	40	126	106	12	75	87	13	100
1966	79	36	114	179	8	79	87	13	100
1967	82	31	173	263	5	78	83	17	100
1968	84	35	199	214	8	79	87	13	100
1969	81	54	50	80	13	72	85	15	100
1970	64	32	55	169	6	67	73	27	100
1971	63	36	56	104	9	54	63	37	100
1972	55	13	159	121	9	54	63	37	100

Fonte: Banca d'Italia, Relazione Annuale 1973.

(*) L'autofinanziamento netto diventa negativo, mentre i dividendi permangono positivi ed elevati.

TAVOLA N. 2

EMISSIONI AZIONARIE LORDE IN ITALIA E NEI MAGGIORI PAESI INDUSTRIALIZZATI
RAPPORTATE AL REDDITO, AGLI INVESTIMENTI E ALLE ATTIVITÀ FINANZIARIE

(Valori percentuali)

ANNI	Francia			Germania			Regno Unito			Stati Uniti			Giappone			Italia		
	E/Y	E/I	E/AF	E/Y	E/I	E/AF	E/Y	E/I	E/AF	E/Y	E/I	E/AF	E/Y	E/I	E/AF	E/Y	E/I	E/AF
1960	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0,4	2,9	—	—	—	—	2,7	12,0	—
1961	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0,7	5,4	—	—	—	—	2,7	11,8	—
1962	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0,3	2,3	—	—	—	—	3,1	13,4	—
1963	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0,2	1,7	—	—	—	—	1,5	2,6	—
1964	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0,5	3,5	2,2	—	—	—	1,8	8,4	—
1965	0,9	3,8	—	0,9	3,2	—	0,3	1,4	—	0,3	2,3	—	0,8	2,8	—	1,3	8,9	—
1966	0,6	2,6	—	0,6	2,2	2,7	0,4	2,4	—	0,3	2,4	1,7	1,2	3,8	—	1,3	7,1	—
1967	0,6	2,2	—	0,6	2,5	1,6	0,2	1,1	0,7	0,4	2,6	—	0,9	2,7	1,5	0,9	5,0	—
1968	0,6	2,3	2,1	0,4	1,7	2,0	0,9	4,6	2,4	0,5	3,9	2,0	0,9	2,8	1,9	1,0	5,5	2,6
1969	1,1	4,3	4,3	0,5	1,9	1,6	0,4	2,4	1,2	0,9	6,4	4,4	0,9	2,6	1,4	1,5	7,4	3,4
1970	1,1	4,2	3,9	0,5	2,0	1,5	0,2	0,9	0,5	0,9	6,6	4,0	1,5	4,4	2,5	1,9	9,0	4,0
1971	0,9	3,5	2,5	0,6	2,3	2,0	0,5	2,5	1,0	1,2	8,8	4,1	1,2	3,5	—	1,7	8,6	3,1
1972	0,9	3,6	2,0	0,5	1,9	1,4	1,1	6,1	1,8	1,1	7,6	3,4	1,6	4,6	1,8	2,0	10,1	2,7
1973	0,9	3,6	—	0,4	1,6	1,3	0,2	1,0	—	0,9	5,8	2,6	1,3	3,5	1,6	2,7	12,8	3,1

Simboli : E = Emissioni azionarie lorde; Y = Reddito nazionale lordo; I = Investimenti lordi totali;
AF = Attività finanziarie lorde.

Fonti : OECD, Financial Statistics; Banca d'Italia, Relazioni Annuali; IMF, International Financial Statistics.

TAVOLA N. 3

VALORE DI MERCATO DELLE SOCIETÀ QUOTATE E NON QUOTATE

(Composizione percentuale)

ANNO	Società quotate	Società non quotate	Totale
1961	56	44	100
1962	54	46	100
1963	51	49	100
1964	47	53	100
1965	43	57	100
1966	41	59	100
1967	41	59	100
1968	40	60	100
1969	40	60	100
1970	39	61	100
1971	36	64	100
1972	34	66	100
1973	33	67	100

Fonte : Banca d'Italia, Relazioni Annuali.

TAVOLA N. 4

VOLUME DELLE CONTRATTAZIONI DI AZIONI NELLE BORSE ITALIANE
RAPPORTATE ALLE CONSISTENZE DELLE AZIONI DI SOCIETÀ QUOTATE

(Valori percentuali)

ANNI	Società quotate
1961	13,0
1962	11,1
1963	11,1
1964	11,4
1965	15,6
1966	23,4
1967	23,5
1968	21,8
1969	31,1
1970	22,5
1971	19,0
1972	28,4
1973	32,3

Fonti: Bancaria e Banca d'Italia, *Relazioni Annuali*.

TAVOLA N. 5

FINANZIAMENTO A LUNGO TERMINE DELLE IMPRESE: IMPIEGHI IN ESSERE DEGLI
ISTITUTI SPECIALI MOBILIARI E CONSISTENZE AL VALORE DI MERCATO DELLE AZIONI

(Composizione percentuale)

ANNI	Credito agevolato	Non agevolato	Azioni	Totale
1963	6,4	11,8	81,8	100,0
1964	9,1	15,1	75,8	100,0
1965	10,0	15,0	75,0	100,0
1966	9,5	13,7	76,8	100,0
1967	12,2	15,4	72,4	100,0
1968	13,9	16,8	69,3	100,0
1969	13,9	16,0	70,1	100,0
1970	14,9	16,6	68,5	100,0
1971	19,2	21,3	59,5	100,0
1972	21,5	23,4	55,1	100,0
1973	17,2	23,6	59,2	100,0

Fonte: Banca d'Italia, Bollettino.

6^a COMMISSIONE

7° RESOCONTO STEN. (20 febbraio 1975)

TAVOLA N. 6

FINANZIAMENTO A LUNGO TERMINE DELLE IMPRESE: IMPIEGHI DEGLI ISTITUTI SPECIALI MOBILIARI E EMISSIONI NETTE DI AZIONI AL VALORE DI MERCATO

(Variazioni - composizione percentuale)

ANNI	Agevolato	Non agevolato	Azioni	Totale
1964	27,0	25,8	47,2	100,0
1965	33,9	19,9	46,2	100,0
1966	26,5	28,1	45,4	100,0
1967	45,1	23,6	31,3	100,0
1968	36,3	31,4	32,3	100,0
1969	32,3	24,1	43,6	100,0
1970	27,0	23,7	49,3	100,0
1971	34,0	37,2	28,8	100,0
1972	32,9	32,3	34,8	100,0
1973	11,4	55,4	33,2	100,0
1974 (*)	15,1	57,3	27,6	100,0

Fonte: Banca d'Italia, Bollettino.

(*) Primi undici mesi.

TAVOLA N. 7

FORMAZIONE DEL CAPITALE E SUO FINANZIAMENTO IN ALCUNE SOCIETÀ MANIFATTURIERE IN ITALIA SUDDIVISE PER DIMENSIONI DELLE IMPRESE (*)

ANNI	Autofinanz. lordo Formazione cap. lorda	Autofinanz. netto Formazione cap. netta	Autofinanz. lordo Finanz. complessivo	Azioni emesse Finanz. complessivo	Autof. lordo + az. emesse Finanz. complessivo	Obbligazioni + altri debiti Finanz. complessivo
SOCIETÀ CON PATRIMONIO NETTO FRA 2,5 E 5 MILIARDI (N. 269 SOCIETÀ)						
1967	55	19	49	12	60	40
1968	70	20	67	15	82	18
1969	52	9	64	40	104	4
1970	36	5	59	33	92	8
1971	38	24	31	38	69	31
1972	96	86	58	23	81	19
SOCIETÀ CON PATRIMONIO NETTO FRA 5 E 20 MILIARDI (N. 109 SOCIETÀ)						
1967	57	22	65	11	76	24
1968	66	26	73	7	80	20
1969	46	2	52	16	68	32
1970	30	2	41	33	74	26
1971	24	18	28	21	49	51
1972	39	33	34	39	73	27
SOCIETÀ CON PATRIMONIO NETTO OLTRE 20 MILIARDI (N. 43 SOCIETÀ)						
1967	54	13	76	7	83	17
1968	88	51	79	2	81	19
1969	70	24	70	7	77	23
1970	34	2	67	9	76	24
1971	27	11	32	10	42	58
1972	41	11	49	13	62	38

(*) Valori percentuali.

6^a COMMISSIONE

7° RESOCONTO STEN. (20 febbraio 1975)

P R E S I D E N T E . Ringrazio il dottor Carli per la sua esposizione, che indubbiamente darà motivo a molte domande. Prima, però, lasciamo svolgere la sua relazione al professor Miconi, direttore generale del tesoro.

M I C O N I . Poichè è la prima volta che ho l'onore di essere invitato a riferire dinanzi ad una Commissione parlamentare, mi sia consentito ringraziare lei, onorevole Presidente, e la Commissione stessa per avermi invitato qui, nella mia qualità di Direttore generale del Tesoro, alle cui dipendenze opera l'Ufficio di controllo sulle borse valori, che pur tra molteplici difficoltà e critiche ha svolto il proprio compito, a mio avviso, in modo abbastanza soddisfacente.

Con i ringraziamenti non posso fare a meno di esprimere la mia preoccupazione per il fatto di trovarmi ad esporre il mio pensiero in una sede che si distingue per l'alta qualificazione dei suoi componenti.

Preoccupazione certamente giustificata da due ordini di motivi: e perchè chi si trova ad operare per così dire « nell'occhio del ciclone » è portato a perdere di vista il quadro generale, occupato com'è a far fronte a questioni particolari, e perchè la mia audizione cade nel momento delicato del passaggio da una normativa all'altra.

Posso contrastare la prima preoccupazione cercando di soffermarmi sugli aspetti generali; più delicata è invece la mia posizione nei riguardi dell'attuale momento di transizione.

I decreti delegati, ora all'esame dell'apposita Commissione parlamentare, sono stati elaborati anche con il contributo del mio ufficio, e la mia partecipazione diretta a questa attività non mi consente di discostarmi, su alcuni problemi, dalle posizioni che ho assunto in quella sede.

Ancora due osservazioni accessorie: la prima riguarda il fatto che questa mia relazione segue quella di eminenti tecnici specifici della materia, sicchè lo spazio del mio intervento si restringe nella misura in cui io condivido molte delle opinioni e delle posizioni già enunciate.

La seconda riguarda il fatto che, nonostante lo spazio ristretto ed i condizionamenti legati al momento di transizione, non vi saranno nella mia relazione neppure spunti di « difesa corporativa », spunti che mi è sembrato vedere in alcuni degli interventi precedenti.

In linea generale, fra le impostazioni di principio che trovano la mia adesione vi è quella indicata, in primo luogo, nella pregevole relazione introduttiva del senatore De Ponti e ripresa, poi, da quanti mi hanno preceduto: essere, cioè, la crisi della borsa, non una crisi di funzionamento tecnico o, meglio, non solo di questo, ma una crisi strutturale e funzionale legata all'evoluzione del contesto socio-economico nel quale il mercato dei capitali opera.

Quando è il contesto economico generale che si modifica, evidentemente vanno rimesse in discussione anche « la efficienza » e la « funzionalità » degli istituti specifici, quali il risparmio nelle sue varie forme e le stesse borse. Mancando uno spontaneo ed autonomo adattamento di queste alle modificazioni del contesto socio-economico — cosa impossibile a raggiungersi dall'interno, almeno nel tempo breve, ma raggiungibile soltanto attraverso l'intervento dell'autorità — si son realizzati « modelli di comportamento » inusuali, i cui effetti finali molte volte hanno minato la fiducia dei risparmiatori.

Toccando in modo più preciso le modificazioni subite dal mercato dei capitali, vorrei anzitutto ricordare che un'alta propensione al risparmio monetario si è sempre registrata in Italia (basti pensare alle forme più elementari di tesaurizzazione di biglietti da parte di alcuni strati sociali), appena corretta da un avvicinamento a forme di risparmio reale dapprima limitate alle abitazioni e poi (soltanto negli anni '50) anche ai titoli azionari.

Con l'aumento del reddito, sviluppatosi soltanto nel secondo dopoguerra, è cresciuta anche la quota di risparmio monetario delle famiglie, quota che doveva trovare una sua utilizzazione. Un'altra propensione al risparmio monetario si identifica, infatti, in quella che Keynes definì « fuga della domanda ». Del reddito guadagnato, cioè, una parte non

viene spesa, ma viene tesaurizzata, e di tanto diminuisce la **domanda globale**.

Da ciò una prima conseguenza: l'aumentata importanza degli intermediari finanziari.

Nel contempo andavano aumentando le responsabilità pubbliche nel settore economico, anche sotto l'aspetto produttivo, con una massa sempre crescente di investimenti pubblici. Ne derivava una elevata domanda di finanziamenti da parte dello Stato e delle imprese pubbliche.

Cioè, scelti gli investimenti si è reso necessario guardare anche i flussi di risparmio e poichè i mezzi pubblici sono limitati, per finanziare le imprese pubbliche o per sostenere quelle ritenute importanti si è fatto ricorso, in via continuativa, alle fonti finanziarie esterne, mediante emissioni di titoli a reddito fisso, attraverso, cioè l'indebitamento.

Mentre diminuiva l'interesse del pubblico verso le forme di risparmio azionario si tendeva ad accentuare la convenienza delle forme d'investimento obbligazionario.

Una delle manifestazioni più evidenti di ciò è costituita dalle agevolazioni fiscali che sono state accordate a taluni tipi di flussi finanziari. Si sono così venuti a formare i cosiddetti « canali finanziari privilegiati, che gli operatori della borsa considerano fortemente discriminanti anche perchè allontanano ancora di più il risparmio dall'azionario, spostando il finanziamento alle imprese dal canale diretto della borsa a quello degli intermediari finanziari.

Quest'ultimi, infatti, giovandosi anche dei contributi statali, possono collocare titoli più appetibili. Se a ciò si aggiunge, almeno secondo le dichiarazioni fatte in precedenza dagli esperti in questa sede, che detti canali finanziari presentano una doppia faccia, vale a dire la non nominatività per quanto riguarda il risparmiatore e la non tassabilità dei debiti per quanto riguarda le aziende, mentre viene tassato il capitale recepito (con le azioni), si spiega perchè anche le imprese abbiano preferito l'indebitamento al capitale di rischio.

Sembra, pertanto, venuta meno una delle funzioni fondamentali della borsa valori e precisamente quella della « allocazione ef-

ficiente del capitale » e della « distribuzione ottimale delle risorse », che non hanno più luogo sul fondamento di autonoma indicazione del mercato.

La borsa non è più il luogo ove domanda ed offerta di risparmio « reale » si incontrano ed è interessante notare, a questo punto, che il rapporto tra azioni e partecipazioni all'attivo e quelle al passivo delle imprese si è mantenuto abbastanza stabile nel decennio 1963-1973, pur tendendo moderatamente verso l'alto, il che può far pensare che le imprese abbiano una tendenza a considerare le azioni come mezzo di partecipazione in altre imprese piuttosto che come strumento di finanziamento netto.

Cade a questo punto la domanda che il Governatore si è posto alla fine della sua esposizione: cioè, tutto questo significa che non c'è più nulla da fare per la struttura borsistica e per i mercati azionari? No, le mie conclusioni non sono affatto pessimistiche. Naturalmente occorre in primo luogo restituire alla borsa funzionalità ed efficienza così da eliminare le scalate, gli acquisti di pacchetti di maggioranza avvenuti spesso volte a sorpresa e gli interventi meramente speculativi.

Occorre ritornare — se mai c'è stata — a quella « linearità e chiarezza » di comportamento che costituisce elemento di base per ridare fiducia ai tradizionali risparmiatori.

Per raggiungere questo scopo è necessario anche agire dal basso sulle norme di funzionamento, con serietà di intenti, come del resto dimostrano questa indagine conoscitiva, le norme che si stanno varando e la attenzione che al problema della borsa sta dedicando l'opinione pubblica più qualificata.

Passando ora ad esaminare l'analisi del funzionamento del mercato dei capitali nei suoi più particolari aspetti specifici vorrei soffermarmi su alcuni dei temi cui l'onorevole Presidente ha fatto cenno inizialmente.

Un primo aspetto particolare mi sembra sia quello che, in seguito anche alle trasformazioni del settore industriale, è più difficile un giudizio quantitativo sui titoli. Cioè, il listino dei prezzi diventa, anche per via di altri effetti che ricorderò in seguito, sem-

6^a COMMISSIONE

7° RESOCONTO STEN. (20 febbraio 1975)

pre meno indicativo. In realtà, le nostre imprese sono ormai ad alto livello di specializzazione, ad alto livello manageriale: lo staff manageriale è uno staff di cervelli, ha cioè molta importanza. Molte volte le valutazioni di questi staff vengono fatte attraverso articoli di giornali economici e sono positive o negative a seconda di certe posizioni. Ne deriva una valutazione o forzata oppure addirittura manchevole e tardiva della vera importanza, agli effetti produttivi, dello stato delle aziende. Da ciò le valutazioni di certi titoli inferiori o superiori a quelle che dovrebbero essere. A questo riguardo ritengo che gli unici rimedi consistano nella certificazione dei bilanci e nella possibilità di garantire informazioni sicure sulle varie imprese.

C'è anche il problema delle borse minori, al quale ha fatto cenno il signor Presidente ma che, probabilmente, è stato toccato nelle precedenti audizioni.

Al momento attuale le borse effettivamente operanti in Italia sono: Milano, che copre più del 76 per cento sul totale delle contrattazioni, e Roma con il 22 per cento circa.

L'insieme delle altre otto borse copre appena il rimanente 6 per cento. E questo un aspetto che merita tutta la nostra attenzione.

Il funzionamento di queste ultime è evidentemente strettamente legato ad una modifica tecnico-strutturale del sistema contrattuale.

Un provvedimento che potrebbe essere utile per le borse minori riguarda l'incremento delle quotazioni delle società locali, le cui contrattazioni potrebbero costituire la linfa vitale di questi mercati e ciò senza pregiudizio degli scambi di altri titoli riguardanti le società, quotate su tutte le borse.

Andrebbe inoltre, specialmente per le borse meridionali, sviluppata una attività promozionale — iniziata del resto, alla borsa di Napoli — atta a far conoscere al pubblico l'utilità e la convenienza ad investire i propri risparmi in titoli quotati che diano tutte le garanzie di immediata liquidità e un discreto rendimento.

È noto che in Italia a latere del mercato ufficiale si è formato il cosiddetto « mercato

ristretto », privo di ogni controllo pubblico e quindi ancor più soggetto a tutte le possibili manovre speculative.

Per la regolamentazione di tale mercato sono stati approntati, a suo tempo, schemi di provvedimenti che, per una serie di circostanze, non sono mai stati trasformati in legge dello Stato.

Neppure la legge n. 216, istitutiva della CONSOB, ha risolto il problema dei « mercati ristretti », quindi rimane tuttora operante in Italia un mercato concorrenziale di quello ufficiale dove si trattano titoli in quantità rilevanti senza nessun controllo pubblico.

D'altra parte il problema della regolamentazione del mercato ristretto richiede uno studio approfondito, onde evitare che quello possa divenire un comodo sostituto del mercato ufficiale dove i controlli sono meno rigidi e quindi più facili le operazioni speculative.

È pertanto da auspicare che tale mercato venga al più presto regolamentato.

Un altro dei problemi ricordati dal signor Presidente è quello della validità dei prezzi, cioè della significatività dei listini; è ovvio che i prezzi di chiusura oscillano in misura tanto più ampia quanto meno frequenti sono gli scambi e, di conseguenza, meno sincronizzati gli incontri tra quantità di domanda e quantità di offerta.

Sul mercato borsistico italiano esiste, come è noto, una situazione anomala derivante non solo dallo scarso numero delle società quotate, che sono appena 150 circa, ma anche dal fatto che, dei titoli di queste società, solo i titoli di una ventina di esse vengono scambiati giornalmente.

Per le rimanenti società le contrattazioni sono più rare sia perchè non esiste una adeguata diffusione dei titoli, sia perchè queste ultime sono poco note o forniscono scarse informazioni sulla loro attività.

Il problema della significatività dei prezzi di listino coinvolge l'intero sistema tecnico-operativo del mercato dei valori mobiliari, per cui una sua soluzione richiederebbe interventi e strumenti radicali sulla struttura della contrattazione dei titoli, che dovrebbe

avvenire nel modo più largo possibile presso l'istituto borsistico.

Trattando dei rapporti tra borsa e sistema fiscale si è subito indotti a pensare, almeno facendo riferimento al mercato italiano, al « trattamento » fiscale delle azioni.

Secondo una opinione largamente diffusa presso gli operatori economici e anche presso l'opinione pubblica, il sistema borsistico italiano funziona meglio in regime di « cedolare secca ».

Per quanto sia abbastanza difficile stabilire una correlazione precisa tra il sistema impositivo e l'andamento del corso dei titoli, tuttavia si può dire che, almeno per il primo periodo, immediatamente dopo cioè la introduzione della « cedolare secca », la borsa italiana ha reagito positivamente.

Però, se si pensa al problema come è esposto nelle linee generali vuoi dal dottor Carli vuoi, in modo più modesto, da me, si riscontra che, in un'ottica di più lungo periodo, quello dell'azionariato non è soltanto un problema fiscale ma tale da collegarsi ad aspetti molto più importanti del sistema economico.

L'ultimo problema posto sul tappeto è quello della credibilità della borsa e della certificazione dei bilanci, aspetti senza dubbio tra i più importanti e giustamente più volte richiamati, tra l'altro anche dall'articolo 2 della legge n. 216. È evidente che, attualmente, e fino a che non sarà data pratica attuazione alle norme delegate, manca alla borsa lo strumento legislativo idoneo ad obbligare le società con titoli quotati a rendere pubbliche le informazioni sui programmi futuri delle società stesse.

Si assiste spesso, ora, al fenomeno della divulgazione di notizie messe in giro artatamente da soggetti interessati al movimento ascendente o discendente dei prezzi, senza la possibilità di intervenire ufficialmente con smentite o conferme; oppure, quando queste arrivano, la corrente speculativa ha raggiunto i suoi scopi.

Tutto ciò contribuisce ad allontanare dall'investimento di rischio la gran massa dei risparmiatori tra i quali è diffusa l'opinione che l'investimento in titoli azionari è cosa

riservata a pochi esperti o a persone « bene informate ».

L'entrata in vigore delle norme delegate e la concreta e rigida applicazione delle stesse dovrebbe eliminare l'inconveniente dando anche al bilancio societario quella « trasparenza » di cui è tanto sentita la necessità da parte dei risparmiatori.

Infine, è da presumere che con l'introduzione del sistema della « certificazione dei bilanci » affidata a qualificate società di revisione — così come previsto dallo schema di decreto delegato — il pubblico possa riavvicinarsi al mercato azionario operando le proprie scelte sui dati obiettivi dei bilanci societari « certificati ».

Le considerazioni fin qui svolte non pretendono certo di esaurire l'esame di una problematica così vasta e multiforme quale è quella relativa alla borsa.

Nonostante le difficoltà oggettive e le carenze che fin qui ne hanno condizionato la attività, la borsa rimane un organismo capace di assolvere alle sue funzioni a condizione che si adegui ai mutamenti economici e sociali intervenuti nel paese.

Non sempre, negli anni successivi al periodo di forte espansione culminato nel 1963, i mercati finanziari italiani hanno trovato i mezzi tecnici necessari per far fronte alla mutata situazione.

Ciò ha contribuito a far sì che l'autorità di governo intervenisse ancor più direttamente che nel passato sui meccanismi di formazione e destinazione dei flussi finanziari e creditizi.

Il che, se da un lato ha reso tecnicamente più governabile il sistema, privilegiando la politica monetaria, dall'altro, però, ha contribuito a mortificare ulteriormente i mercati finanziari, creando « canali privilegiati » obiettivamente distorsivi.

Ciò considerato, occorre riconoscere alla borsa una funzione insostituibile per l'equilibrato sviluppo di una economia di mercato, mentre non sembrano esistere impedimenti tecnici insormontabili a che il mercato finanziario, adeguatamente ristrutturato, possa svolgere la sua funzione istituzionale.

Alcune delle osservazioni da me fatte sono state proprio stimolate dalla necessità di

6^a COMMISSIONE

7° RESOCONTO STEN. (20 febbraio 1975)

tale ristrutturazione; altre dovranno scaturire dai dibattiti in corso in diversa sede.

Ed è con questo richiamo alla funzione insostituibile del mercato finanziario borsistico che chiudo la mia esposizione, ringraziando il Presidente e la Commissione per l'attenzione prestatami e dichiarandosi a disposizione della Commissione.

P R E S I D E N T E . La ringraziamo, professor Miconi.

Prego ora i colleghi che lo desiderano di porre le loro domande ai nostri interlocutori.

D E F A L C O . Mi riferirò alla parte della relazione del dottor Carli riguardante il funzionamento delle borse come tali. Il dottor Carli ha indicato tra le cause della discesa delle quotazioni azionarie la modestia della quota dell'autofinanziamento sull'ammontare globale del finanziamento delle imprese e le oscillazioni monetarie che avrebbero contribuito in larga misura all'attuale condizione in Italia delle borse valori. Questo è vero; a mio parere però ciò che ha anche indotto le imprese a preferire l'indebitamento è l'aspetto fiscale. Ancora, negli anni '50 vi fu un notevole afflusso di risparmio verso il mercato azionario, e quello era appunto un periodo particolare in cui sussistevano certe esenzioni fiscali. L'afflusso dei risparmiatori verso il mercato finanziario fu provocato in quel periodo dalla attrattiva di ricevere in compenso delle azioni gratuite o a pagamento relativo, da una forma, quindi, anche se impropria, di speculazione. Poi vi furono le note vicissitudini e ricordo che le quotazioni, che erano salite rispetto al 1938 a un indice di 150, scesero, sempre rispetto al 1938, a un indice di 60-70. Si trattò di un calo borsistico che fece fuggire i risparmiatori, un terremoto le cui conseguenze, anche psicologiche, non potevano non durare a lungo, aggravate oggi dalla svalutazione, dallo stato dell'economia nazionale, dal costo del denaro.

Se questo è vero mi riallaccio a quanto prima osservavo: una delle ragioni della discesa dei corsi azionari è costituita proprio dal regime fiscale. Allora mi pongo questa

domanda: basterebbe prevedere una qualche forma di esenzione fiscale, come ha detto giorni fa un nostro gradito ospite, per assistere ad una quasi automatica ascesa dei corsi azionari? Lo dico per provare a me stesso l'ipotesi, non che io l'auspichi, anzi!

Perchè dico questo? Perchè da una parte condivido quanto affermava lei, dottor Carli, a proposito di azioni e dividendi che vengono distribuiti, e così via, il che poi diventa una questione tecnica. Non posso invece condividere altre impostazioni, di cui senz'altro parleranno successivamente i miei colleghi.

Vorrei, però, sottoporre alla cortesia del Governatore della Banca d'Italia qualche altra domanda. Nel corso della presente indagine abbiamo rivolto ai vari intervenuti quesiti riguardanti, in fondo, sempre lo stesso specifico argomento, in modo da avere presente il quadro del pensiero delle varie personalità che ci hanno onorato della loro presenza e della loro cortesia. Infatti l'indagine conoscitiva parte, evidentemente, da una condizione di « non conoscenza »; non conosciamo, cioè, gli aspetti più tecnici e « interni » del funzionamento delle borse valori. Per tale motivo, dunque, siamo costretti ad avanzare sempre le stesse domande: è un modo per accertare se le opinioni sui problemi in discussione concordino o meno.

Ora i nostri ospiti delle passate sedute, e particolarmente gli agenti di cambio, ebbero modo di farci rilevare che talune pratiche di borsa passano in mani non ortodosse perchè, in sostanza, chi deve controllare o non controlla o non vuole controllare. Alcune di queste pratiche hanno consentito talvolta gravi insolvenze, assegnazioni al pubblico di azioni di società quotate — azioni del tipo « Bastogi », tanto per intenderci —, aumenti di capitali di società in dissesto, e così via. Ricordo a me stesso che cosa accade in proposito: una società deve aumentare il capitale sociale mediante la emissione di azioni; se queste vengono assegnate in opzione agli azionisti, la distribuzione avviene ovviamente in proporzione alle azioni possedute. Che cosa si escogita, allora? Un'operazione più ampia di quella che è l'assegnazione agli azionisti, cioè tale da allargare la base azionaria, avvicinando

i risparmiatori alla borsa — criterio che sarebbe anche encomiabile —, e quindi si decide di offrire quelle azioni al pubblico.

All'annuncio le domande di tali azioni, altrettanti sia per il prezzo offerto sia per la società che le emette, piovono a valanghe nelle banche e, complici le banche incaricate, quasi tutte le azioni offerte al pubblico finiscono non al pubblico ma ai possessori del pacchetto azionario di comando delle società, a loro amici o a loro prestanome. Il pubblico resta gabbato, gli azionisti truffati poichè quell'azione, di fatto se non di diritto, spettava a loro.

Vorrei quindi sapere se casi del genere si possono definire una truffa, come sono stati definiti dalla stampa specializzata e non.

Un'altra domanda è la seguente. La riforma delle società per azioni, e relativa CONSOB, varrà a stroncare quella forma deleteria di speculazione pianificata, del genere di quelle citate e di quella posta in atto, per esempio, da Sindona? Ci è stato detto, in altra seduta, da un autorevole ospite, che le leggi esistono, ma si tratta di applicarle: o non si applicano perchè non si vogliono applicare, oppure chi deve controllare non controlla. E allora mi chiedo: chi deve far applicare queste leggi? È vero che la maggior parte delle pratiche di borsa, in Italia, se effettuate, ad esempio, alla borsa di New York o anche a quella di Londra, costituirebbero veri e propri reati? A tale domanda mi è sempre stato risposto, semplicemente, di sì. Ma se è così, perchè da noi i responsabili non vengono perseguiti? Forse perchè mancano le leggi? Allora sarà necessario provvedere o basta la legge n. 216, citata dianzi dal professor Miconi?

Ancora una domanda: perchè nessuno, in Italia è stato mai perseguito per aggio-

CARLI. In un caso è accaduto.

DE FALCO. Nostri illustri ed autorevoli ospiti, in questa indagine conoscitiva, hanno affermato che nel campo delle società quotate in borsa, nonchè nell'ambiente borsistico, chi ha notizie ed informazioni preziose le trasmette, influenzando negativamen-

te l'andamento delle quotazioni. Si affermava anche, poco fa, che oggi le società vanno considerate non in base alle valutazioni in borsa dei titoli ma in base allo stato manageriale, poichè è quello che decide le informazioni relative. Vorrei quindi sapere se anche queste informazioni, date ufficiosamente da chi dirige le nostre aziende, possano talvolta essere redatte ad arte per influenzare le operazioni di borsa.

La domanda che pongo e che ho già posto un'altra volta è la seguente. Durante le campagne elettorali uomini di governo rilasciano pubbliche dichiarazioni concernenti la vita presente e futura delle borse: ebbene, non diventano anche queste notizie preziose, anch'esse destinate ad influenzare la borsa? Parlando chiaro, non sono anche queste dichiarazioni classificabili come aggio-

MICONI. Io ero presente in quella occasione e posso assicurarle che non disse proprio questo: disse qualcosa del genere.

DE FALCO. Qualcosa del genere comunque l'ha detto: così mi risulta e così disse alla stampa.

Vorrei porre inoltre un'altra domanda, e cioè: tra le norme auspicabili può configurarsi una norma di riforma societaria e delle borse che faccia obbligo agli amministratori di una società quotata di denunciare il possesso suo e dei suoi familiari, nonchè dei dirigenti della società, delle azioni possedute della società stessa?

CARLI. Questo è previsto nel progetto di cui si è parlato.

DE FALCO. La questione però ha rilievo non tanto perchè tale obbligo sia previsto o meno nel progetto, quanto nel senso se questo basterà ad ovviare a tutte le discrasie che si verificano. Noi infatti possiamo an-

6^a COMMISSIONE

7° RESOCONTO STEN. (20 febbraio 1975)

che prevedere un obbligo del genere, ma poi difficilmente controlliamo che ad esso si ottemperi oppure, anche controllando, non otteniamo attraverso di esso quello che si vuole ottenere. Per ovviare a quanto detto, chiedo ancora alla cortesia del dottor Carli a quale sistema di borsa, attualmente operante in altri Paesi, potremmo guardare per prendere da esso il meglio da adottare per la nostra borsa, sia pure tenendo conto della molto relativa sua consistenza?

C'è stato detto inoltre, dottor Carli, che i fondi comuni operanti in Italia, che ovviamente sono esteri, vengono colpiti dalle imposte due volte: una volta alla fonte e una volta quando si riscuotono i dividendi. Secondo lei, gli istituendi fondi comuni di investimento italiani per avere in Italia vita e diffusione, come è nello spirito della legge, dovrebbero prevedere l'abolizione della doppia imposizione fiscale oggi esistente per i fondi esteri operanti in Italia o conservare l'attuale regime? Tengo a sottolineare — anche se è ovvio — che io sono per il mantenimento della doppia imposizione, così come è previsto per i fondi esteri.

Gradirei inoltre un autorevole giudizio del dottor Carli sulla validità, ai fini della diffusione del capitale di rischio tra il pubblico, delle varie forme di azioni: cioè, azioni privilegiate, azioni convertibili, azioni di risparmio, fondi comuni di investimento. Ci è stato detto in questa sede che c'è un frazionamento eccessivo della tipologia dei titoli; per cui, invece di favorire la diffusione del capitale di rischio, si finisce per disorientare il pubblico. Che ne pensa il dottor Carli?

Vorrei ancora avere il suo giudizio sulla rilevanza che può teoricamente assumere per l'andamento della borsa lo scoperto delle operazioni a premio o la vendita del premio ritirato. Escludo peraltro da questa domanda il premio, per così dire, di piccolo cabotaggio, anche per non spaventare qualcuno, quello cioè che in borsa è chiamato il « moscone ». In altri termini, vorrei avere il giudizio del dottor Carli sulla rilevanza che acquistano le grandi operazioni allo scoperto e di conseguenza anche tutte le altre operazioni di ricopertura, e così via. Si può

ipotizzare il divieto delle operazioni a premio o è auspicabile il deposito cauzionale di chi compra o vende a premio, deposito, ad esempio, pari al 100 per cento o di entità minore?

E ancora: è auspicabile la denuncia dello scoperto quale obbligo di borsa? E tale obbligo può essere esteso alle banche qualora queste non vengano escluse dall'auspicabile riforma delle borse valori?

Desidero infine rivolgere un'ultima domanda al dottor Carli, cioè vorrei sapere se gli risulta che quanto ha rilevato l'ISTAT sia esatto, cioè che le società multinazionali (e altri paesi esteri come tali o anche scicchi: questo non si sa con precisione perchè in tali casi non appaiono mai in prima persona) stanno procedendo ad una massiccia penetrazione azionaria mediante acquisto di azioni di società per azioni quotate in borsa e non, specie alimentari, approfittando evidentemente delle loro basse quotazioni, nonchè di quelle non quotate in borsa e anche, soprattutto, delle società IRI e se questo fatto rappresenta un pericolo reale per l'indipendenza economica e la difesa dei nostri settori industriali. Infatti, con l'acquisto dei pacchetti azionari da parte di aziende private estere, le industrie dei nostri vari settori potrebbero essere condizionate da società estere o multinazionali di pari settore, così da risultarne una condizione di inferiorità per la nostra produzione e la nostra vita economica. Dico questo perchè, se ad acquistare azioni poniamo dei nostri gruppi chimici, ENI o Montedison, sono gruppi chimici esteri, evidentemente questi ultimi possono esplicare una concorrenza tale da mettere in pericolo la nostra stessa produzione nazionale.

Grazie. Lei risponda, se ne ha l'intenzione, diversamente non ne farò una questione particolare.

P A Z I E N Z A . Signor Governatore, lei ci deve scusare: noi siamo abituati a premettere ai nostri interventi dei « cappelli » che hanno una loro ragion d'essere; non rappresentano un orpello, bensì un ricongiungimento logico di tutte le domande che abbiamo fatto a quelle che ci apprestiamo a fare non-

6^a COMMISSIONE

7° RESOCONTO STEN. (20 febbraio 1975)

chè con le conclusioni che trarremo. Comunque, le dico subito che sarò brevissimo. Io sono uno dei suoi più fedeli lettori. Leggo sempre la sua relazione annuale; constato che tale relazione rimane poi un documento a se stante, apprezzabilissimo, ma non molto seguito, mi sembra, dai dirigenti della nostra economia; leggo delle affermazioni interessanti, come quella della pubblicizzazione su rettizia delle imprese, che però poi restano, più che altro, affidate alla storia, ai posteri, mentre vorrei che alcune sue denunce, a volte anche coraggiose, avessero una maggior rispondenza nel mondo economico.

Non sto facendole dei complimenti, anche perchè assieme ai complimenti dovrei fare degli appunti e non è questa la sede. Vengo, piuttosto, alla sua relazione. Ognuna delle frasi che la compongono merita una accurata meditazione, perchè sono veramente dense ed estremamente sintetiche e lasciano ad ognuno di noi la possibilità di spaziare attraverso composizioni quanto mai armoniche, ma secondo me, un pochino troppo sintetiche e un po' troppo da esperti. Ed è a lei nella qualità di esperto che chiedo alcuni chiarimenti.

Rilevo, innanzitutto, che anche lei parte, per le sue considerazioni, dal 1962 così come fanno quasi tutte le relazioni le quali esaminano l'andamento di borsa, come se si sia trattato di un anno introdotto nel calendario con una particolare sua sottolineata vigoria. Non molti, per la verità, ricordano che cos'è accaduto nel 1962 e quali siano i fatti che stanno a monte degli sconvolgimenti dai quali la borsa non si è ancora rimessa.

Nella sua relazione, ad un certo punto si afferma che « le agevolazioni statali hanno prevalentemente riguardato l'indebitamento, introducendo una distorsione che indebolisce l'impegno dell'imprenditore a far prosperare l'iniziativa: un impegno che già risulta fortemente diminuito dalla generale minore rischiosità (nel senso di rischio di fallimento) dell'attività industriale, a causa del crescente intervento dello Stato nel sanare le situazioni difficili, che ha portato a uno sviluppo in senso sempre più "garantista" del sistema economico ». Io sono d'accordo. Poi prosegue: « Da questo punto di vista e da quello

dell'equilibrio finanziario sembrerebbe opportuno apportare una qualche correzione alle presenti agevolazioni, onde eliminare la discriminazione a sfavore del capitale di rischio ». Qui, invece, vorrei saperne di più.

Seconda domanda. Lei parla, sempre con estrema consequenzialità, della necessità, che suggerisce anche a noi, di un censimento qualitativo e quantitativo che potrebbe indicare gli obiettivi di ristrutturazione finanziaria delle imprese che l'autorità dovrebbe perseguire. Censimento che dovrebbe avere lo scopo di individuare le dimensioni necessarie di ricostituzione del capitale di rischio. A prescindere dal censimento, che ella reputa necessario, vorrei sapere, signor Governatore, se lei abbia delle indicazioni di massima, delle aspirazioni di massima, dei convincimenti di massima, da rassegnarci a questo proposito.

Terza domanda. Uno dei problemi sui quali la Commissione si è particolarmente soffermata, specialmente nelle prime battute di questa indagine conoscitiva, è quello della intermediazione di borsa, rappresentato dagli agenti di borsa, portatori di una visione piuttosto settoriale, nel senso che essi sostengono che soltanto il 20 per cento delle contrattazioni di borsa passa attraverso di essi, mentre l'80 per cento passa attraverso le stanze di compensazione. D'altro canto abbiamo sentito l'Assobancaria, la quale ha naturalmente vantato i pregi della sua organizzazione capillare ai fini della raccolta e della formazione del risparmio e, quindi, della incentivazione della borsa. Sempre nella nostra Commissione, sono stati agitati sia il problema della indipendenza degli agenti di borsa sia quello, sicuramente non accessorio, della potenzialità, della efficienza del sistema bancario, che pure dovrebbe concorrere alla formazione del risparmio. Ecco, su questo problema — dato che ritengo che su questo aspetto ci dovremo particolarmente soffermare in sede di conclusioni finali — penso che, dopo aver sentito le parti, sarebbe estremamente utile ascoltare anche il parere del Governatore della Banca d'Italia.

La quarta domanda è una curiosità emersa dal dibattito. Cioè, sono venuti degli esper-

ti i quali hanno detto: i contratti a premio sono di natura speculativa e vanno quindi aboliti. Abbiamo anche sentito pareri più moderati sullo stesso problema: c'è stato infatti chi ha sostenuto l'opportunità di una limitazione quantitativa dei contratti a premio, chi ha proposto di farli accompagnare da parziali o totali contropartite in contanti del premio; chi ha suggerito di frammentarli, nel senso di non far coincidere le risposte nello stesso giorno, ma di legarle ad un arco temporale di uno o due mesi dal momento in cui il premio viene acquistato o venduto. Vorrei sapere dal Governatore se ritenga che il contratto a premio sia da abolire, in quanto fenomeno puramente speculativo, o se, e in quali termini, esso possa invece contribuire alla riattivazione e incentivazione del mercato mobiliare.

PASTORINO. Sarò molto breve, signor Governatore, scusandomi se rivolgo le domande senza aver ascoltato la sua introduzione. Peraltro, ho letto molto attentamente la parte scritta del suo intervento e proprio da essa traggio la prima domanda. Ad un certo punto lei sostiene che l'elevato *turnover*, più che indicare floridezza, testimonia una tendenziale riduzione della propensione del pubblico a tenere azioni in portafoglio. A dimostrazione di questa impostazione lei prende il dato statistico del 1961 (56 per cento) e del 1973 (33 per cento). Tenuto conto che, a mio avviso, questo dato statistico è in larga misura influenzato dalla nazionalizzazione dell'industria elettrica e, per conseguenza, dalla cancellazione di una cospicua massa di titoli, non ritiene lei che proprio in questi anni un elevato *turnover* abbia consentito, indubbiamente come azione di rimbalzo, una certa collocazione di azioni in sede di aumento di capitale, e perciò abbia favorito una serie di investimenti produttivi?

La seconda domanda riguarda gli scarti a garanzia. Se n'è già parlato, qui, qualche volta. Sappiamo che lo scarto a garanzia viene sempre richiesto in sede di scadenza dei rapporti dalle banche. Volevo sapere se anche nelle ripercussioni di politica monetaria lei — nella sua discrezionalità, evidentemente — la consideri una misura sufficientemente

ampia per contenere la speculazione dentro una certa dimensione.

La terza più che una domanda è, se me lo permette, una speranza nella sua risposta: cioè, se non ritenga che, avendo, con le norme che stiamo approvando — costituzione della Comsob, maggiore chiarezza dei bilanci, attestazioni, tutti elementi da varie parti richiesti — fornito maggiore sicurezza all'investitore, in definitiva, però, il punto fondamentale per poter avere afflusso di capitale di rischio consista nella possibilità di arrivare, nella sede politica certamente più idonea ma anche in sede di conclusione di questi lavori magari con la votazione di un ordine del giorno, al riconoscimento del ruolo del capitale di rischio nonchè dell'equo profitto e, di conseguenza, della capacità delle aziende di operare, produrre e destinare fondi all'autofinanziamento, provvedendo al pagamento dei dividendi?

COLAJANNI. Nel rivolgere una domanda al Governatore della Banca d'Italia, desidererei brevemente motivarla. Il Governatore ha molto insistito nel porre in rilievo con lucidità la tendenza in atto nelle imprese, particolarmente quelle italiane, per quanto riguarda il rapporto tra indebitamento e mezzi propri. Ritengo che questo sia effettivamente il punto di partenza per poter poi giungere a un giudizio di merito sui provvedimenti da prendere, tanto più che tale tendenza generale è in atto da tempo, in forme diverse più o meno accentuate, e mi pare una tendenza di fondo, una caratteristica del finanziamento delle imprese nell'attuale fase dell'economia industrializzata. Infatti anche dai dati che ci sono stati ora esposti e che riguardano i vari paesi, facendo la media sul quadriennio, si può notare che anche in Germania il finanziamento delle imprese si è andato modificando in questo senso. E ho letto recentemente una inchiesta sull'indebitamento dell'economia americana nella quale veniva rilevata appunto la modificazione — io non lo chiamo deterioramento — intervenuta per quanto riguarda il finanziamento delle imprese anche nel mercato, come quello americano, in cui è molto forte la tradizione del risparmio attraverso l'investimento aziona-

rio. Infatti, i titoli quotati alla borsa di New York sono, se non sbaglio, ben 9.600 e il finanziamento del mercato è stato sempre molto più largo di quanto non lo sia da noi.

Mi pare dunque che questa tendenza sia generale, naturalmente in diversa misura tra i vari paesi, e che abbia una motivazione economica. Quando la domanda di capitali, per l'economia di scala e per la dimensione delle imprese, tende a raggiungere un livello così elevato, si creano delle strozzature e il sistema, diciamo così, normale per il finanziamento delle imprese rischia di essere troppo stretto. Ciò è tanto vero che, nelle economie in cui le cosiddette *utilities* non sono nazionalizzate, ma gestite da imprese private, questo rapporto è particolarmente aggravato, nel senso che la domanda di capitali è talmente grande da non poter essere smaltita attraverso il canale della formazione del capitale di rischio. Questa tendenza di fondo ci porta a instaurare — è una definizione che condivido — un grado di socialità del rischio di impresa, attraverso l'indebitamento di quest'ultima a svantaggio della formazione del capitale di rischio. Non c'è infatti dubbio che un fenomeno di tale tipo porti poi a un grado di socialità del rischio d'impresa quando quest'ultimo, attraverso l'indebitamento, viene riportato sui risparmiatori che vi partecipano attraverso la formazione del risparmio. Non è certo il caso di sviluppare tale questione in questa sede, ma che cosa è questo se non quello sviluppo verso la socializzazione dell'economia che lo stesso capitalismo porta? Cioè, che cosa è questo se non il verificarsi di quelle tendenze nello sviluppo del capitalismo che hanno formato oggetto di discussioni approfondite, di analisi di dottrina politica sulle quali ci si confronta nel mondo di oggi?

La cosa più importante, analizzando ogni singolo aspetto, è quella di tener conto di questa tendenza generale di modificazione della struttura economica. Si può dolersene o no — e io non me ne dolgo — ma non si può non considerarla come uno dei fatti centrali, per così dire, della realtà capitalistica in cui viviamo. E, allo stato attuale, ritengo che questa tendenza sia difficilmente contrastabile. Ma allora, se le cose stanno così, le bor-

se servono ancora a qualcosa? La domanda se la sono posta tanto il Governatore quanto il professor Miconi, ma mi permetto di osservare che la risposta che essi hanno dato è un po' fideistica. Essi hanno sostenuto che le borse servono ancora, ma mi sia consentito di dire che non ho ascoltato da loro molti argomenti tali da convincermi che le borse abbiano ancora una loro funzione ai fini della trasformazione del risparmio monetario in investimenti. A tale riguardo i miei dubbi non sono stati certo dissipati dagli argomenti portati dal Governatore e dal dottor Miconi. Ciò tanto più che attraverso le borse non si raggiunge neanche l'obiettivo di porre il risparmio al riparo del deterioramento del valore della moneta perchè, se l'indice della borsa rispetto al 1938, se non sbaglio, è a 55, significa che la borsa non è stata nemmeno capace di raggiungere l'obiettivo di difendere la valutazione dei patrimoni reali delle società quotate in borsa in questo lungo periodo che va dal 1938 ad oggi.

Da questo punto di vista, la mia posizione, quindi, è ben diversa rispetto a quella di coloro che ritengono che la borsa abbia ancora una sua funzione. Non ce ne proponiamo però l'abolizione, ma solo per la moderazione che attualmente caratterizza l'azione del partito comunista, e non per altri motivi. Ma a me pare — e vengo finalmente alla domanda che desidero porre — che il vero problema sia quello posto dal professor Miconi, cioè lo stato di intermediazione finanziaria nel suo complesso.

E questa è senza dubbio una questione sulla quale, sia pure prendendo lo spunto da un'indagine conoscitiva sulla borsa, sia opportuno ritornare. D'altronde il Governatore ha toccato più volte l'argomento, nelle sue attività pubblicistiche.

La domanda, dunque, che vorrei rivolgergli è la seguente: intende egli, a conclusione della sua relazione, dichiarare opportuno che si arrivi anche alla partecipazione delle banche al capitale di rischio? Perchè alla fine della sua relazione, non so se per un errore di trascrizione o per un errore che non vorrei fosse freudiano, egli afferma: « Accanto ad una legislazione che svincoli l'offerta di partecipazione alla proprietà ... », il che è ma-

6^a COMMISSIONE7^o RESOCONTO STEN. (20 febbraio 1975)

nifestamente, come dicevo, un errore. Ora, però, tale errore può essere corretto in due modi, completamente opposti: o parlando di legislazione che vincoli l'offerta di partecipazione alla proprietà», ed allora si andrebbe nel senso di una partecipazione diretta al capitale di rischio; oppure intendendo «una legislazione che svincoli l'offerta di partecipazione dalla proprietà», il che significherebbe che si vuole proseguire sul terreno dell'indebitamento.

La questione a me pare importante, e mi sembra che il Governatore già recentemente abbia fatto cenno a possibilità del genere. Ora, proprio nel senso di vedere quale sviluppo avranno le intermediazioni nel nostro Paese, mi pare che, superando i traumi che sono stati arrecati al sistema bancario italiano dalla crisi del 1929 e dalla successiva legge bancaria, il prendere in considerazione un'ipotesi di questo tipo sarebbe interessante. Però, per prenderla in considerazione, bisognerebbe sapere se il Governatore fa tale ipotesi. Questa è la mia domanda.

CAROLLO. Io vorrei collegarmi alla domanda avanzata dal collega Paziienza: una domanda, per la verità, che è stata rivolta anche ad altri gruppi ospiti della nostra Commissione, compresi i professori cattedratici, i quali — mi è sembrato di capire — hanno dato delle risposte tra di loro non difformi ma certo non perfettamente convergenti; il che non mi sorprende perchè è difficile trovare un accademista che sia d'accordo con un altro accademista.

È il problema delle vendite allo scoperto, delle vendite a premio, in rapporto all'interesse del risparmiatore. È chiaro che l'una e l'altra vendita possono essere effettuate se alla fine della catena vi sarà pur sempre un risparmiatore ingenuo; e quindi scopo delle vendite suddette è quello di andare a pescare finalmente — ultimo anello della catena — chi possa pagarne le spese. È evidente che in questo modo il risparmiatore ingenuo non viene incoraggiato, e sotto tale aspetto rimane il problema.

La domanda è allora la seguente: poichè questo tipo di contrattazioni finisce, vuoi o non vuoi, col danneggiare il ricorso dei ri-

sparmiatori all'investimento di rischio, conviene mantenerlo nei modi e nei termini presenti? Si è parlato di un deposito cauzionale del 25 o 27 per cento; addirittura fino all'80 per cento.

DE FALCO. Cento per cento; l'ho detto io!

CAROLLO. Abbiamo avuto una risposta da parte di un nostro interlocutore, il quale ha affermato che il 100 per cento non è concepibile, così come non è concepibile una moneta che abbia intrinsecamente un valore nominale come se fosse un valore reale.

Pongo quindi la domanda in questi termini: primo, deposito cauzionale; secondo quali percentuali, tecnicamente, sono considerate ottimali.

A questo punto il problema del risparmio. Se, infatti, è vero che è importante il problema dell'utilizzazione del risparmio e dei suoi utilizzatori, certo non è meno rilevante il problema dell'incoraggiamento alla formazione dello stesso; il che, poi, sta a monte, evidentemente, delle scelte che il risparmio stesso intende operare. Ora mi sembra che il risparmiatore sia oggi aggredito da tutte le parti. È un po' lo stesso fenomeno dell'aumento del volume delle emissioni azionarie, non come segno della salute delle aziende ma piuttosto come segno del contrario: ne è oltretutto una prova, alla quale non tutti ci eravamo affacciati; ma certo dobbiamo ringraziare il Governatore della Banca d'Italia, che ci ha illuminati su questo aspetto.

Ma non è solo questo. Vi sono le ragioni di fondo, che scoraggiano il risparmiatore: quelle strutturali, che tutti conosciamo e che sempre sono state sottolineate nella relazione annuale della Banca d'Italia, senza infingimenti e, direi, senza neanche timidezze. Se non si forma il risparmio reale è evidente che non si può parlare di risparmio di rischio: e qui il senatore Colajanni mi permetta di chiarire, almeno per quanto riguarda la nostra parte, una posizione relativa alla condizione da lui illustrata poc'anzi. Cioè, il sistema dell'indebitamento come mezzo di finanziamen-

to principale, da un po' di tempo a questa parte, del sistema produttivo industriale porta fatalmente ad una forma di socializzazione dei rischi; ma questo purchè non siano rischi del vuoto, cioè a dire trasmissioni, trasferimento del vuoto, al rischio sociale. Se però è una forma di socializzazione del rischio nel senso che si tratti di un rischio sul piano, nel senso del formarsi di una ricchezza reale, invece che di un surrogato il quale vada a sostituire il difetto del sistema, i suoi squilibri, evidentemente, non ci possiamo trovare d'accordo. Che la storia ci possa portare ad una diminuzione del peso dell'economia collegata al capitale credo sia indiscutibile; ma che ci debba portare ad una via strumentalmente percorsa qual è quella ipotizzata dal collega Colajanni, non mi sembra neanche utile per questo o quel partito, per questa o quella impostazione, bensì per l'economia nel suo complesso, nella sua globalità stessa. E io mi chiedo quale sia la natura e la qualità sociale del risparmio, oggi. Non esiste risparmio d'azienda, esistendo squilibri d'azienda; non esiste risparmio pubblico: esiste il contrario, esiste soltanto un reddito fisso medio che è, a mio avviso, uno dei segni che aggravano la situazione.

La distribuzione del reddito è fatta in maniera tale che un certo reddito medio, in gran parte reddito medio di lavoro dipendente, finisce con l'essere il fatto più rilevante per il formarsi di un determinato risparmio nel nostro Paese; dal momento che manchi, appunto, quello di azienda, oserei di per certi aspetti quello terziario (e intendo per terziario il turismo ed il commercio), almeno da un certo tempo a questa parte, rimane proprio quello che i colleghi di sinistra chiamano il risparmio o almeno il reddito parasitario dei dipendenti dello Stato, del parastato, degli istituti bancari, eccetera, con alti redditi individuali ed alta possibilità, nelle dovute proporzioni, di risparmio. È un risparmio fittizio, a mio avviso, è in un certo senso il cosiddetto cane che si morde la coda: si tratta infatti di trasferimenti di carattere monetario che si trasformano per una quota parte in risparmio, ma non si tratta di risparmio a fronte di ricchezze reali, vive, che si producono. Sono insomma certamente il

segno di una malattia, di una patologia della nostra società.

E se il formarsi del risparmio ha questa origine, ha queste caratteristiche e qualità, qual è la prospettiva da qui a due, tre, quattro, cinque anni?

Si dirà che sono problemi di carattere preminentemente politico, di forza politica, di chiarezza e di coerenza nella condizione politica, quindi di equilibrio dei fattori e delle forze che determinano un certo corso della economia, una caratterizzazione dell'economia di un paese. Questo è vero, ma esistono — questa e la domanda — dei mezzi che, prescindendo per il momento dalla situazione politica, possono essere invocati ad operare non dico affinché queste situazioni non si avverino, ma affinché siano attenuate le conseguenze amare che portano alla condizione non certamente confortevole di oggi?

P I N N A . Il Governatore della Banca d'Italia, dottor Carli, nella sua pregevole relazione ha cortesemente informato la Commissione di voler aprire un sentiero per agevolare il percorso lungo la strada intricata della nostra indagine conoscitiva sul funzionamento delle borse italiane: di ciò lo ringrazio. Mi consenta, però, di formulare alcune domande. Si sostiene da più parti che le società per azioni sono in crisi in tutto il mondo occidentale per il divorzio che sarebbe in atto tra il possesso delle azioni senza diritti ed i diritti sulle azioni senza possesso; in altre parole, vi sarebbe un accentuato fenomeno di distacco tra azionisti e consigli di amministrazione, il che porterebbe naturalmente all'allontanamento del risparmio dal capitale di rischio. Ora, il dottor Carli, nella sua relazione, sostiene l'opportunità di introdurre nuovi e più funzionali istituti giuridici in materia di società, di funzionamento del mercato primario e secondario e di trattamento degli utili di impresa reinvestiti. Gli chiedo, in primo luogo, se ritiene validi oppure ancora insufficienti i nuovi istituti giuridici introdotti con la riforma delle società per azioni ed anche con la recente istituzione della Consob, e, in secondo luogo, quali eventuali alternative o altre prospettive ritiene di poter fare,

oltre alla normativa esistente, per rivitalizzare il mercato dei capitali mobiliari.

Chiedo ancora di conoscere il suo giudizio sulle misure che ritiene utili e possibili per cancellare, sia pure gradualmente, i sospetti ormai radicati, secondo i quali la borsa valori è un centro effettivo di speculazioni.

Da più parti è stata inoltre proclamata la necessità di rilanciare le borse sprovvincializzandole o, meglio, internazionalizzandole, essendo divenuti supernazionali i mercati dei capitali ed essendosi conseguentemente ampliato l'orizzonte dei risparmiatori. Ritiene possibile, di conseguenza, uniformare certi regolamenti per dare chiarezza alle norme che regolano le borse, in modo da offrire all'investitore in titoli azionari un quadro limpido e trasparente del mercato in cui esso svolge la sua azione? Questa è una richiesta ricorrente, che viene fatta da più parti, sulla quale però non sono ancora intervenuti sufficienti risposte e chiarimenti.

Ritiene quindi, in questo contesto, le nuove norme presenti nei decreti delegati e la stessa istituzione della Commissione nazionale per le società e le borse uno strumento valido o comunque un passo in avanti per avvicinarci alla normativa europea? E ancora: si sostiene che, se non si armonizzano le disposizioni fiscali, ogni altro passo verso l'integrazione dei mercati finanziari e delle borse resterà una pura utopia. In tale contesto, viene reclamata la neutralità fiscale, secondo il luogo e la residenza degli investitori, in modo da eliminare la doppia imposizione: cosa pensa il dottor Carli di queste proposte?

Abbiamo appreso inoltre l'altro ieri dal professor Palladino che il rapporto tra capitale di rischio e capitale di credito sarebbe addirittura di 1 a 6; d'altra parte, altri interventi che si sono succeduti nel corso di questa mattina hanno confermato tale rapporto. Noi abbiamo esaminato questo problema sotto l'ottica dell'impresa: vorremmo ora sapere se non ritenga eccessivo l'impegno del sistema bancario con l'industria e se non ritenga invece possibili altre alternative, come avviene in qualche altro paese europeo, offrendo magari più servizi o altre possibili facilitazioni.

Al dottor Miconi chiedo infine se abbia o meno notizia della riunione che avrebbe dovuto svolgersi a Parigi tempo fa, a livello dell'OECE, alla quale avrebbe dovuto partecipare qualche rappresentante dell'ispettorato delle borse valori, per concordare le famose norme di un codice di comportamento sul funzionamento dei fondi comuni di investimento. Chiedo questo a ragion veduta — e mi lego ad un'altra domanda, sempre in riferimento ai fondi comuni di investimento, che rivolgo ugualmente al professor Miconi — per sapere, per quanto si riferisce all'utilizzazione in investimenti mobiliari nei fondi comuni degli accantonamenti per indennità di buonauscita, se non ritenga pericolosa questa proposta, nella considerazione che la *Trade-Unions* inglesi hanno sempre respinto questa forma di investimento.

B E R G A M A S C O . Ho una sola e stigmatissima domanda da porre al dottor Carli. Dall'esposizione del Governatore della Banca d'Italia, che è certo pregevolissima ma che richiede, secondo me, di essere meditata più a lungo, emerge — a pagina 6 e a pagina 7 — l'impressione che la crescita di peso del credito agevolato, che era considerata fin qui come una conseguenza della situazione economica e della necessità di un intervento pubblico, di un intervento da parte dello Stato a sostegno delle imprese in difficoltà che non trovavano più sufficiente capitale di rischio, debba essere messa tra le cause che concorrono alla rarefazione dello stesso capitale di rischio. Poco dopo si invoca una correzione alle agevolazioni, nel senso di eliminare la discriminazione a sfavore del capitale di rischio. Ora, vorrei sapere se questa mia interpretazione è esatta, poichè si tratterebbe di invertire quello che è l'indirizzo di politica economica oggi prevalente, non solo al riguardo di situazioni particolari, settoriali e territoriali, ma direi proprio come indirizzo in senso generale.

D E L U C A . Io ritengo che il filo conduttore dell'esposizione del Governatore della Banca d'Italia sia stato l'illustrazione del processo di degradazione della struttura finanziaria delle imprese e quello che si può

6^a COMMISSIONE

7° RESOCONTO STEN. (20 febbraio 1975)

fare per ristrutturare le imprese stesse, affermando la necessità di questa ristrutturazione.

Il Governatore della Banca d'Italia ha detto che la base patrimoniale delle imprese si restringe sempre più anche se aumenta la quota rappresentata dalle azioni; in realtà i titoli azionari, che rappresentano il legame diretto tra l'impresa e il risparmio, mostrano un andamento decrescente se rapportati al volume dell'investimento lordo. Le imprese, di fronte alla situazione, hanno perfino ridotto la loro quota di dividendi non distribuiti aumentando quella distribuita, ritenendo più conveniente procurare i capitali sul mercato finanziario.

Il Governatore afferma poi che l'azione della politica monetaria si è potuta attuare in condizioni ridotte in conseguenza del peso del settore pubblico e si è trovata di fronte al problema del miglioramento della bilancia dei pagamenti con il contemporaneo mantenimento del livello dei cambi; non è stato così possibile incentivare il riequilibrio della situazione delle imprese che non hanno potuto, in mancanza di tale intervento, trasferire completamente sui prezzi i maggiori costi.

In conclusione, alla domanda che il Governatore si pone, e cioè se si vuole mantenere in una situazione di indipendenza le attuali unità produttive, ritengo di rispondere affermativamente, costituendo ciò uno degli elementi di efficienza e di garanzia dello sviluppo economico del Paese.

Rivolgo una domanda conclusiva al Governatore Carli: a quali condizioni si potrebbe realizzare, sia pure in misura parziale, l'ipotesi avanzata, e ripresa qui, della trasformazione di parte dell'attuale indebitamento delle imprese in partecipazione azionaria? Se questo è uno degli aspetti fondamentali della ristrutturazione finanziaria delle imprese, perdurando, non so fino a che punto, l'attuale situazione congiunturale, qual è il limite delle azioni di intervento monetario cui ho fatto cenno?

P R E S I D E N T E . Le domande sono state tutte poste. Ora, il Governatore Carli potrà rispondere come e per quanto tempo vorrà.

C A R L I . La brevità del tempo mi induce a concentrare le risposte su due temi fondamentali: 1) quello concernente il capitale di rischio, indebitamento, mutamento del rapporto fra i due, conseguenza di tale mutamento sulla struttura finanziaria del nostro sistema e in particolar modo sul funzionamento dei mercati finanziari; 2) quali sono i controlli più efficaci, possibili nell'ambito della legislazione vigente; quali mutamenti di essa siano opportuni al fine di rendere i controlli più incisivi.

Inizio dal primo ordine di problemi. Il senatore De Falco sembra credere che mediante provvedimenti fiscali si risolverebbe il problema, o comunque si concorrerebbe a risolverlo e a suscitare maggiore interesse da parte del pubblico dei risparmiatori per l'investimento azionario. Ho ben compreso?

D E F A L C O . Avevo posto il problema come domanda, non in senso positivo: non è che io sia propenso a una simile prospettiva.

C A R L I . Cercherò di chiarire il mio pensiero ricorrendo a dati aritmetici elementari. Si supponga che la situazione iniziale di una impresa sia: capitale 10; fondi di ammortamento ed accantonamenti vari 40; debiti 50 e la situazione finale invece: capitale 10; debiti 90; reddito invariato. È evidente che nel primo caso la quota assorbita dal pagamento degli interessi è limitata a 50, nel secondo a 90. In una simile situazione nessun provvedimento fiscale è in grado di ristabilire la situazione precedente. Non so se la mia risposta è soddisfacente. La deformazione (lascio da parte l'espressione « degradazione ») o la diversa conformazione del sistema finanziario italiano è riconducibile a questo esempio. Nella situazione iniziale esiste una posizione prossima a quella da me indicata e altrettanto in quella finale. Quindi, le quote crescenti del reddito nella impresa sono assorbite dal pagamento dell'ammortamento e dall'interesse e non possono essere destinate alla retribuzione del capitale. In tale situazione si pone il problema cui accennava il senatore Pastorino, e cioè come restituire forza al capitale di rischio. Secondo me, qualunque sia-

6^a COMMISSIONE

7° RESOCONTO STEN. (20 febbraio 1975)

no le esortazioni che provengono dai luoghi più autorevoli, fra cui questo, se questa situazione permane, il capitale di rischio non può essere rafforzato e la sua posizione non viene ricostituita. Ciò non significa che non esiste rischio d'impresa, ma che il rischio si sposta su altri punti (in proposito sottolineo che l'espressione: « svincoli » significa « libero da pastoie »).

Nasce il problema dell'indebitamento ed il senatore Colajanni ha osservato che il fenomeno dell'accrescimento dell'indebitamento rispetto ai capitali propri d'impresa è universale e lo dimostrano le nostre statistiche. Ci proponevamo di mettere in evidenza il grado di intensità del fenomeno e altresì — senza esprimere motivi di letizia nè di tristezza — che esistendo esso non si può restare indifferenti rispetto al suo verificarsi e ciò pone certi problemi.

Ancora: quanto alla ineluttabilità del fenomeno, desidero sottolineare che tale fenomeno incontra un limite oltre il quale il sistema si distrugge. Perché?

C O L A J A N N I . A meno che non lo si cambi.

C A R L I . No, in una economia aperta si distrugge. Perché? Perché, se tutti coloro che sono sul mio lato sinistro hanno debiti, occorre che tutti coloro che sono sul mio lato destro abbiano crediti di pari importo. Infatti, se tutti avessero debiti, a provvedere i crediti sarebbe il disavanzo della bilancia dei pagamenti. Quindi un sistema nel quale l'indebitamento si propaghi cosicchè tutti tendano ad essere in posizione debitoria, assume che in posizione creditoria sia l'estero, cioè la bilancia dei pagamenti sia in disavanzo. Quindi, un sistema siffatto è, in una economia aperta, un sistema autodistruttivo. Questa, secondo me, è la considerazione che dobbiamo tenere presente quando esaminiamo la situazione della nostra economia, che è una economia aperta.

Di fronte a questa situazione nasce il problema di quale comportamento assumere. Ho messo in evidenza che questa situazione tende a dissolvere un sistema nel quale non si identifichino le responsabilità. L'impresa in-

debitata è ancora un'impresa responsabilmente condotta? Non occorre, invece, correggere questo fenomeno, isolando quote di provviste di capitali, che attualmente assumono forma di indebitamento, attraverso gli strumenti più idonei, i quali non necessariamente sono le azioni, perchè possono essere diverse categorie fruttanti interessi, possono essere cioè altri titoli? Comunque questa è la risposta alla domanda del senatore Colajanni « Ha ancora una funzione la borsa? ». Secondo me sì, se noi ci proponiamo di attuare un adattamento dell'attuale sistema alla esigenza di ricondurlo alle condizioni in cui divenga possibile, non soltanto agli interessati bensì all'opinione pubblica nel suo complesso, disporre di strumenti di controllo efficienti. Ed ecco perchè sembra a me che occorra che porzioni del finanziamento che attualmente sono sotto forma di indebitamento, assumano una forma diversa, la quale può essere quella delle azioni nelle diverse configurazioni che queste possono assumere, o di titoli intermedi, ma, comunque, tali che riesca possibile, attraverso la contrattazione di porzioni della proprietà o di partecipazioni alla proprietà, di mettere i mercati finanziari, ma non soltanto essi, in condizione di esprimere dei giudizi di qualità. Altrimenti questo — insisto ancora — è un sistema nel quale non esistono luoghi nei quali si identifichino responsabili, si giudichino comportamenti, si proceda ad una rinnovazione della dirigenza secondo un criterio obiettivo. Dobbiamo preoccuparci grandemente, secondo me, di questo problema. Una economia come la nostra che attraversa un processo di adattamento arduo richiede che nei posti di responsabilità si collochino gli uomini più idonei e nello stesso tempo richiede un avvicendamento degli uomini. Questo può essere agevolato attraverso sistemi che consentano la identificazione delle responsabilità.

Rispondo, così, a due domande poste dal senatore Paziienza. Egli ha messo in evidenza che occorre procedere a un censimento di posizioni e occorre estendere al capitale di rischio certe agevolazioni. Per parte mia ho voluto mettere in evidenza: a) che è necessario conoscere quale sia, nei diversi settori, l'entità dell'indebitamento rispetto al-

la composizione dei patrimoni aziendali; b) che, qualora ci si convinca della opportunità della trasformazione di quote di indebitamento in quote di capitale di rischio, occorre tener presente che, quando l'indebitamento è rappresentato da finanziamenti assistiti dalle agevolazioni, questa trasformazione aggrava le condizioni dell'impresa. Quindi, se si attua un simile processo, l'agevolazione posta sull'indebitamento si deve spostare sul capitale di rischio, nella misura in cui si reputi conveniente questa soluzione.

Ancora si dice: la Borsa non ha difesa contro il degrado monetario. Certo, specialmente nel nostro caso, in un sistema, cioè, nel quale i costi di lavoro sono aumentati per unità di prodotto senza essere compensati da un equivalente aumento dei prezzi, cioè in un sistema nel quale si sia attuata una redistribuzione del reddito — si lasci da parte se questo sia desiderabile oppure no — è evidente che, in siffatto sistema, il capitale azionario non adempie alla funzione di protezione del risparmio alla quale adempie in un diverso ambiente sociale. Ma questo non è da attribuire alla borsa, bensì ad un fenomeno più profondo.

Quindi, se mi è consentito riassumermi, quando la struttura di un'impresa subisce la trasformazione indicata nell'esempio aritmetico da me citato, non esistono provvedimenti attraverso i quali si ricostituiscia l'attrazione per il capitale di rischio. D'altro canto, questa trasformazione, così com'è, supporrebbe che l'indebitamento possa procedere illimitatamente. La mia risposta è: non può procedere illimitatamente in una economia aperta, perchè ai debiti devono corrispondere i crediti e, nella misura nella quale questa corrispondenza non si verifica, la differenza è uguale al disavanzo della bilancia dei pagamenti.

Occorre, dunque, correggere questo fenomeno e la correzione deve avvenire ricostituendo possibilità di reddito da parte della impresa, la qual cosa richiede che la retribuzione dei diversi fattori della produzione, e quindi del lavoro, sia contenuta entro determinati limiti, ovvero che gli aumenti possano trasferirsi sui prezzi, nel quale caso suben-

trano i problemi che ho posto: disavanzo della bilancia dei pagamenti ed eventuali effetti sui livelli di cambio. Se si accetta questo vincolo; se, d'altro canto, si accetta quello posto dalla esigenza di mantenere i livelli dei profitti d'impresa ad un'altezza sufficiente affinché il capitale di rischio eserciti una certa attrazione, occorre una certa composizione delle diverse domande di partecipazione al reddito che provengono dai diversi partecipanti al processo produttivo. Se si crede desiderabile prendere atto che si è compiuta una trasformazione profonda e che a questa trasformazione si debbano adattare le strutture, uno dei modi può essere quello di estendere ai capitali di rischio agevolazioni che oggi sono concentrate sull'indebitamento; occorre arricchire la borsa di una molteplicità di titoli con l'intento sia di soddisfare le esigenze dei risparmiatori, sia anche di ottenere, attraverso i loro comportamenti e l'incrocio delle domande e le offerte, le applicazioni più efficienti del capitale. Altrimenti il sistema, così com'è oggi, è tutto sott'acqua (sott'acqua significa che non affiora) e non consente quindi quella efficacia di controlli da parte dell'opinione pubblica che, invece, sarebbe desiderabile.

Da questa impostazione si deduce, come conseguenza necessaria, che, agli effetti del raggiungimento degli obiettivi che ho indicato, occorre che vi sia un ordinamento giuridico il quale costringa l'impresa, costituita in forma societaria, a comunicare tutte le informazioni necessarie affinché si esprima sopra di esse un giudizio — mi richiamo ad alcune delle osservazioni del senatore Di Falco — prodotto non soltanto di vociferazioni.

Il senatore De Falco mi ha chiesto, in particolare, se New York sia preferibile a Roma. Sotto questo aspetto ho qualche imbarazzo a credere che, necessariamente, quello che accade fuori del nostro Paese sia migliore di quello che accade nel nostro Paese. Comunque, New York è un po' diversa. Sotto l'aspetto esclusivamente tecnico credo che oggi la Borsa di Milano sia organizzata in modo altrettanto efficiente di quella di New York. Forse si tratterà di apportare qualche correzione, ma credo che sotto l'aspetto dell'impiego delle attrezzature elettroniche sia allo stes-

so livello. Il problema è un altro: New York opera in un sistema nel quale operano controlli affidati alla pubblicazione delle informazioni sul comportamento delle società.

Questa è la barriera che là si erige contro le vociferazioni.

Uomini politici che fanno dichiarazioni: credo che statisticamente si possa dimostrare che le dichiarazioni in materia negli Stati Uniti non sono certo diverse da quelle che si fanno in Italia; ma, se esplicano effetti minori di disturbo, ciò è dovuto al fatto che cozzano contro la protezione rappresentata dall'informazione per chi compra o vende un titolo nelle sue diverse configurazioni. Anche un titolo obbligazionario, perchè non è soltanto il titolo azionario che viene quotato in borsa, ma anche il titolo obbligazionario che rappresenta porzioni di debito dell'impresa. Anche in questo campo si possono introdurre titoli differenziati. Il nostro problema — lo ripeto ancora — è quello di arricchire il nostro mercato finanziario di una molteplicità di titoli, tra i quali si collocano le azioni nelle loro diverse configurazioni. Credo che sia preferibile offrire molte opzioni: deciderà poi il pubblico. Perchè dovremmo sempre saperne noi più degli altri? L'esperienza ci insegna ogni giorno, in tutti i campi, che gli altri sono spesso migliori di noi: mi riferisco a me stesso. Occorrono quindi molte opzioni, in quanto non si pretende di sapere quali sono le preferenze del pubblico.

Insisto ancora anche sull'idea che la pubblicità sul comportamento della società per azioni è il problema centrale. Certamente, i recenti provvedimenti e i decreti delegati all'esame del Parlamento rappresentano un progresso, ma molto dipenderà dai modi secondo i quali saranno applicati. Essi in larga parte raccolgono il frutto di anni di meditazione, forse troppi, giacchè questa meditazione iniziò nel 1965. Abbiamo meditato quindi per un decennio; è ormai preferibile che si passi all'azione.

Il senatore De Falco ha sollevato una questione in merito all'offerta pubblica di acquisto (Bastogi). L'offerta pubblica di acquisto nei mercati organizzati è disciplinata dall'ordinamento giuridico. Quella offerta, secondo me, presentava gravi aspetti negativi,

sia perchè non consentiva, come suole accadere nei mercati organizzati, l'individuazione di chi proponeva l'acquisto, sia perchè non conteneva la indicazione degli scopi per i quali si voleva effettuare l'acquisto, e quindi dei criteri secondo i quali veniva effettuata la valutazione. Nei paesi nei quali esiste un ordinamento l'offerta pubblica di acquisto non può essere accettata se non si indicano il soggetto che effettua l'offerta, lo scopo e i criteri di valutazione secondo i quali l'offerente effettua l'offerta stessa. Mancando questi elementi, esiste il pericolo che il nostro sistema diventi terra di nessuno, esposta a tutte le scorrerie. Quanto al pericolo che potrebbe essere rappresentato da interessi stranieri volti ad impossessarsi di imprese italiane, non ho la sensazione che in questo momento il nostro sia tra i paesi più esposti; ho l'impressione, anzi, che il complesso dei problemi che ci angosciano costituisca la nostra protezione. Meglio sarebbe che fossimo insidiati e dovessimo porci, come altri paesi si pongono, il problema di come difenderci da questa insidia.

Sono stati anche posti alcuni problemi di carattere strettamente tecnico, sui quali ritengo che il professor Miconi sarà in condizioni di dare risposte più pertinenti di quella che potrei dare io. Mi limiterò ad una o due di tali questioni, essenzialmente quelle concernenti la concentrazione degli ordini. Se la linea delle argomentazioni che ho svolto è logica, che cioè conviene restituire una funzione economica a titoli rappresentativi di diverse forme del capitale di impresa, e che quindi conviene fare della contrattazione di questi titoli quella che assolve a più compiti, tra i quali quello di offrire al pubblico diverse opzioni e, nello stesso tempo, l'informazione sul comportamento dell'impresa, innegabilmente, sotto questo profilo, la concentrazione degli ordini in un solo mercato può essere garanzia di maggiore rappresentatività dei prezzi che si formano in quel mercato. In verità, si tratta di conciliare due distinte esigenze: quella di conferire un grado di rappresentatività più elevato ai prezzi che si formano attraverso la contrattazione — e sotto questo profilo la concentrazione delle contrattazioni in borsa costi-

tuisce un fatto positivo — ma, nello stesso tempo, non dobbiamo dimenticare che, nel nostro Paese, più che in altri, il sistema bancario adempie alla funzione di assorbimento capillare di ordini. Secondo me la soluzione deve essere di tipo intermedio, non ricercata attraverso la coercizione. Una soluzione possibile può essere quella di annotare sul contratto o comunque di consentire che il documento comprovante il contratto porti l'indicazione se la operazione è stata effettuata oppure no passando per la borsa. L'una e l'altra esigenza devono essere conciliate, abbandonando posizioni che riflettono interessi corporativi.

In merito ad altre domande, poste dal senatore Pinna, che in parte si legano a quelle dei senatori Carollo e De Luca, cioè quali siano i mezzi tecnici per circoscrivere l'ampiezza della speculazione, quali siano le provvidenze specifiche che devono essere assunte in merito a determinati contratti, quali siano le conseguenze che deriverebbero dalla conversione di debiti in azioni, e quali siano in proposito gli strumenti più efficaci, desidero limitarmi ad insistere nell'attirare l'attenzione sull'esistenza di un problema, non indicando per esso una sola soluzione. Io credo che il modo più efficace per contrastare la speculazione sia quello di accrescere il grado d'informazione. La speculazione, soprattutto quando si appoggia alle vociferazioni, può essere grandemente limitata attraverso una informazione accessibile al pubblico che consenta un confronto nel corso del tempo. Questo è uno dei compiti ai quali adempirà la Consob. Essa stabilirà quel complesso di norme attraverso le quali si possa soddisfare tale esigenza. Quanto invece a certi provvedimenti che sono di carattere tecnico del tutto contingente, e mi riferisco alla domanda posta dal senatore Carollo, non credo che si possa dare una risposta. Non mi pare esista una soluzione ottimale. Appunto questa è la funzione della Consob: occorre un organo munito di certi poteri, il quale — è la risposta a molti quesiti — ad un tempo costringa ad informare e quindi porre, in quanto possibile, gli operatori in una condizione di parità e, di volta in volta, attuare sollecitamente, senza che questo appaia come decisione

drammatica, quei provvedimenti che esercitano un effetto stabilizzatore sul comportamento della borsa.

Queste sono le mie risposte al complesso delle domande. Non le soddisfano tutte, ma spero che ne soddisfino una parte. Mi permetto però di insistere nell'attirare l'attenzione su due fatti. Il processo d'indebitamento senza limiti conduce al disavanzo nella bilancia dei pagamenti, in primo luogo; in secondo luogo, conduce alla irresponsabilità.

M I C O N I. Io non ho molte domande specifiche cui rispondere, dato che i quesiti hanno avuto un indirizzo ben chiaro; e, dopo la risposta del Governatore della Banca d'Italia, mi pare siano ben pochi gli aspetti da mettere ancora in luce.

Da parte mia dirò che, dal punto di vista generale, mi sembra che il Governatore abbia esaminato piuttosto l'aspetto dell'appetibilità dei titoli azionari dal punto di vista della redditività da parte dei risparmiatori. Io dico che esiste anche un'appetibilità sotto l'aspetto psicologico: bisogna ridare fiducia ai nostri risparmiatori, cosa molto importante, a mio avviso, appunto perchè io ho seguito abbastanza realisticamente il problema. Per le borse, per la Consob, son previste nei decreti delegati trasformazioni veramente di fondo, come la certificazione dei bilanci, che possono restituire trasparenza, appetibilità, credibilità ai nostri risparmiatori, i quali, per motivi emozionali, si sono allontanati dalla borsa anche solo per ciò che hanno sentito dire.

Mi sembra quindi che non sia un fatto fideistico bensì un fatto veramente di credibilità del mercato, per cui occorre una maggiore tranquillità, come dicevo, da parte dei risparmiatori.

È vero che non siamo cautelati bene contro la svalutazione monetaria comunque, l'investimento dei risparmi in buoni del tesoro rappresenta pur sempre un fatto positivo di fronte a quanto accaduto ad altri valori monetari sterili. È, quindi, già una forma di salvaguardia, altrimenti resta la tesaurizzazione in quadri, in oro, in moneta estera...

COLAJANNI. Anche in moneta fior di conio.

MICONI. Quindi, come dicevo, mi sembra che questo non sia soltanto un aspetto fideistico ma di funzionalità del sistema e di interesse dei nostri risparmiatori.

Vengo a due domande sottopostemi dal senatore De Falco. In primo luogo egli chiede se le pratiche illecite avvengono perchè gli uffici non controllano. Chi l'ha detto ha detto una cosa inesatta e sono qui presenti due ispettori generali per le borse. Noi abbiamo dei limiti per le nostre operazioni di controllo, oltre i quali non possiamo andare. Nell'operazione Marzollo, se l'ispezione fosse stata effettuata, i miei ispettori, con i loro poteri, non avrebbero mai potuto scoprire quanto accadeva, non avrebbero mai potuto verificare se vi erano determinate carte, registrazioni o altro, dato che l'ufficio era molto ben organizzato e molto ordinato; se poi il Marzollo usava, fuori di lì, un registro personale per altre operazioni, non avremmo potuto, secondo le norme, esaminarle.

Quindi non è esatto dire che non vi siano controlli. Del resto il Governatore ha già risposto in proposito.

Un altro chiarimento che volevo fornire è il seguente. Quando ho parlato di *status* manageriale non volevo dire che non corrisponde allo stato manageriale, bensì che è molto più facile, non essendovi controlli e certificazioni, far oscillare un titolo lanciando notizie piuttosto sullo stato manageriale che sull'andamento della società. Sulla base di informazioni obbligatorie, cadenzate, diventa molto più difficile intorbidire le acque.

È stato chiesto anche, dal senatore Pinna, della partecipazione, ai lavori sui Fondi comuni d'investimento che si stanno svolgendo all'OCSE, di funzionari del Ministero del tesoro. L'ispettore generale Platino, qui presente, partecipa a tutte le riunioni della CEE e dell'OCSE; è stata emanata, nel 1972, una raccomandazione ai paesi membri in merito

ai requisiti minimi che devono possedere e alle procedure cui devono sottostare i Fondi comuni d'investimento per poter operare nei paesi membri; di essa i nostri uffici hanno tenuto conto nell'esaminare i due provvedimenti che sono caduti a seguito dello scioglimento delle Camere e che ora vengono ripresentati. Nel frattempo, nei limiti del possibile, si è tenuto presente lo schema di disegno di legge approvato dal Senato prima dello scioglimento delle Camere. Attualmente seguiamo i lavori anche per contribuire a migliorare il disegno di legge all'esame della Camera.

In sede comunitaria è in preparazione una direttiva per l'armonizzazione, appunto, della legislazione in materia; direttiva che, non appena trovate le forme dovute, verrà emanata e darà origine a disposizioni negli stati membri. Vorrei anzi chiarire un dubbio che è stato avanzato sulla nominatività dei titoli, precisando che, presso la Comunità europea, ho auspicato l'armonizzazione della legislazione italiana a quella estera, al fine di favorire il rientro dei titoli italiani dall'estero e la quotazione di titoli esteri in Italia.

Mi sembra di aver finito. Desidero ringraziare ancora una volta lei, signor Presidente, per l'invito rivoltomi e l'attenzione prestami.

PRESIDENTE. Con queste repliche termina la seduta. Siamo grati al Governatore della Banca d'Italia ed al Direttore generale del tesoro per le ampie relazioni illustrate, per la pazienza con la quale hanno ascoltato tutti gli interventi e per le ampie repliche con le quali hanno risposto ai quesiti loro rivolti.

La seduta termina alle ore 13,20.