

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

8^a SEDUTA

MERCOLEDÌ 10 DICEMBRE 1975

Presidenza del Presidente VIGLIANESI

INDICE DEGLI ORATORI

PRESIDENTE	<i>Pag.</i> 211, 218, 231	<i>DE MARCHI</i>	<i>Pag.</i> 229
BERGAMASCO222, 225	<i>MASERA</i>	230
BORSARI220, 222	<i>MICONI</i>211, 225, 229
DE PONTI	218	<i>PERFETTI</i>226, 227
PAZIENZA	224	<i>SQUILLANTE</i>	228
SEGNANA222, 223, 227		

6^a COMMISSIONE

8° RESOCONTO STEN. (10 dicembre 1975)

Intervengono alla seduta, a norma dell'articolo 48 del Regolamento, il professor Gastone Miconi, Presidente della Commissione nazionale per le società e la borsa, il professor Francesco Masera, il professor Francesco De Marchi, il dottor Alvaro Perfetti e il dottor Renato Squillante, membri della stessa Commissione.

La seduta ha inizio alle ore 10,10.

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, ai sensi dell'articolo 48 del Regolamento.

Oggi ascolteremo il presidente e i componenti della Commissione nazionale per le società e la borsa. Il presidente lo conosciamo tutti benissimo: è il professor Miconi, per tanti anni direttore generale del Tesoro e che abbiamo già sentito, insieme col Governatore della Banca d'Italia Carli, all'inizio di questa serie di audizioni. Con il professor Miconi, sono presenti il professor Francesco Masera, il professor Francesco De Marchi, il dottor Alvaro Perfetti (anche lui lo conosciamo da molti anni per l'incarico già ricoperto) e il dottor Renato Squillante, il più giovane e il più nuovo, diciamo così, di questa materia ma assai noto per le sue brillanti qualità di magistrato.

La seduta di oggi è, nelle nostre intenzioni, l'ultima di quella serie di audizioni che abbiamo avuto con gli agenti di borsa, l'Unioncamere, l'Assobancaria, l'Assonime, le finanziarie pubbliche, l'IMI e l'IRI, il Governatore della Banca d'Italia e il Direttore generale del Tesoro, oltre che con alcuni esperti e docenti universitari. Abbiamo ascoltato sempre con molta attenzione il parere degli intervenuti sui punti che ci sembravano di maggiore interesse per la nostra indagine, anzitutto su come poter realizzare un accentramento delle negoziazioni in un unico centro, riportando nell'ambito del mercato ufficiale quegli scambi di titoli che avvengono presso le banche o direttamente fra i privati; ab-

biamo altresì esaminato il problema, più generale, dell'assetto organizzativo delle borse italiane e del connesso tema dei mercati non ufficiali; ci siamo occupati dell'ammissione alle quotazioni dei titoli nazionali e di quelli esteri e più in generale, della tipologia delle operazioni svolte in borsa. Particolare attenzione la Commissione ha dedicato al problema del controllo come momento di tutela del risparmio privato che voglia orientarsi verso l'investimento azionario.

Sono questi i temi che abbiamo cercato di approfondire in una lunga serie di audizioni e che ho voluto ricordare a titolo di esempi. Ma il criterio ispiratore che ha orientato la Commissione nell'indagine e che l'orienterà ancora, e quello di accertare quali siano le cause che hanno alterato la funzione naturale dell'istituto borsistico come tramite tra il risparmio e l'apparato produttivo, e quali i rimedi possibili per la loro rimozione.

La seduta odierna offre alla Commissione l'opportunità di aggiungere agli elementi già in suo possesso l'esperienza, credo senz'altro preziosa dei membri della CONSOB: esperienza certo ancora breve perchè limitata a qualche mese, ma quando pensiamo alla delicatezza delle funzioni attribuite alla CONSOB previste nell'articolo 2 della legge istitutiva, alla vastità dei compiti ad essa riconosciuti, io credo che risulterà assai interessante sentire dai membri della Commissione quali primi problemi si sono trovati ad affrontare, quale orientamento sia pure iniziale è stato seguito in questo avvio di attività, e quali direttive essi pongono alla loro azione al fine di ricondurre ad una situazione di stabilità e di certezza il mercato mobiliare italiano.

Inizierei pertanto dando la parola al professor Miconi quale presidente della CONSOB. Alla fine di questo incontro, la Commissione probabilmente potrà già disporre di un orientamento da seguire, insieme con la CONSOB e gli altri soggetti interessati al mondo della borsa, per vedere quali iniziative di carattere legislativo possono essere assunte.

M I C O N I . Desidero anzitutto ringraziare il Presidente della Commissione. Non so

se la relazione che abbiamo predisposto risponda in pieno ai suoi quesiti: in parte forse sì e in parte non completamente. Ad ogni modo, ritengo opportuno darle lettura proprio per mettere in evidenza alcune difficoltà che anche la nostra azione incontra.

A nome di tutti i membri della CONSOB, ringrazio la Commissione finanze e tesoro del Senato per l'opportunità offertaci di esporre alcune considerazioni sull'attività e sui programmi di lavoro della nuova istituzione, nel quadro dell'indagine conoscitiva sul funzionamento della borsa valori in Italia. Per rispondere in modo adeguato alle esigenze informative di codesta Commissione, considereremo la problematica operativa della CONSOB anche come strumento di promozione e di ampliamento del mercato mobiliare italiano.

1) Con la costituzione della CONSOB il nostro Paese si è allineato ai Paesi più progrediti, che da tempo si avvalgono di organismi similari.

L'elaborazione della normativa contenuta nella legge 7 giugno 1974, n. 216 (che ha convertito in legge, con modificazioni il decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, recante disposizioni relative al mercato mobiliare e al trattamento fiscale dei titoli azionari) e nei successivi decreti legislativi nn. 136, 137 e 138 del 1975 è stata travagliata ed ha richiesto un lungo lavoro di analisi e di adattamento.

La nuova disciplina nel suo complesso può considerarsi soddisfacente, anche se non potremo esimerci, nel corso di questa esposizione, dal sottolineare taluni aspetti che, alla luce della sia pur breve esperienza di lavoro fin qui svolta dalla Commissione, sembrano meritevoli di ulteriori approfondimenti e verifiche.

Alcuni di questi sono collegati inevitabilmente a quegli attriti ed ostacoli che ogni nuovo organismo incontra all'inizio della sua attività.

Anche dal punto di vista psicologico, non è stato senza ripercussioni il lungo iter legislativo iniziato l'8 aprile 1974, con l'approvazione da parte del Governo del decreto-legge n. 95 e conclusosi il 22 luglio di questo anno con la pubblicazione del decreto di no-

mina dei componenti della Commissione nazionale per le società e la borsa: e questo anche a causa delle note vicende relative alla posizione giuridica degli appartenenti alla magistratura chiamati a far parte della Commissione.

Ciò ha portato ad un certo logoramento della Commissione, prima ancora che questa iniziasse la sua attività. Ma al di là di questo fattore psicologico è indiscutibile che la CONSOB, « ideata » in una fase congiunturale già difficile, ha iniziato la sua attività in un periodo di depressione economica che ha aggravato ulteriormente l'attività operativa della borsa.

L'indice medio dei valori azionari calcolato dalla Banca d'Italia con base 100 riferita al 1958, ha perduto, infatti, nel settembre di quest'anno rispetto all'aprile 1974, quasi 83 punti, passando da 185,1 a 102,2.

L'attività della Commissione non poteva non essere condizionata da questa situazione.

2) Preoccupazione della Commissione è stata quella di iniziare la sua attività senza sovrastrutture burocratiche, con un piccolo nucleo di personale, particolarmente scelto, proveniente dal Ministero del tesoro: 7 funzionari organizzati in gruppo di lavoro permanente.

La Commissione è lieta di poter esprimere a questo personale un ringraziamento per il lavoro svolto e il compiacimento per il modo in cui ha saputo ordinarsi seguendo un metodo di lavoro basato sull'iniziativa e sul senso di responsabilità.

Ma per quanto la Commissione intenda avvalersi dell'opera di un organico estremamente ristretto è tuttavia evidente che questo nucleo iniziale non è sufficiente a garantire, da solo, l'operatività della CONSOB, nè che a tal fine basta completarlo con gli ispettori che già svolgono la loro attività presso le borse valori.

Ed è a questo punto che sorgono le prime difficoltà, alcune diciamo, nell'ordine delle cose, altre invece derivanti dalla stessa interpretazione delle norme della legge numero 216.

3) La legge istitutiva prevede, infatti, che la « Commissione » possa avvalersi per l'esercizio delle proprie attribuzioni « di personale dell'Amministrazione dello Stato, di dipendenti di Enti pubblici e di non più di venti esperti... ».

La presenza di elementi di provenienza diversa (Stato ed Enti pubblici), se da un lato può costituire, attraverso il confluire di molteplici esperienze, motivo di arricchimento dei servizi, dall'altro non potrà non determinare situazioni di attrito nella funzionalità della CONSOB a causa delle sensibili differenze degli ordinamenti in cui restano rispettivamente inseriti e del loro trattamento economico.

La situazione potrebbe divenire più preoccupante qualora si constatasse la indisponibilità degli elementi migliori a causa di un insufficiente incentivo economico, ovvero venissero ostacolati nel passaggio alla CONSOB dalle Amministrazioni e dagli Enti di appartenenza.

Le difficoltà di reclutamento si stanno del resto già verificando, con risposte negative o mancate risposte a nostre richieste di personale.

Anche la mancata previsione nella legge n. 216 di un'esplicita norma per il collocamento fuori ruolo dei dipendenti dello Stato può risolversi in una remora per la messa a disposizione della CONSOB di impiegati delle qualifiche dirigenziali.

Inoltre, le dizioni adoperate nel 2º comma dell'articolo 2 del decreto-legge, nel nuovo testo approvato con l'articolo 1 della legge n. 216 destano perplessità, almeno nella interpretazione letterale in ordine ad una discriminazione nel trattamento economico aggiuntivo: mentre del tutto generiche appaiono le dizioni adoperate negli articoli 1 e 2 sub-articolo 1: « indennità »; retribuzioni degli esperti sulla base di quelle correnti nel settore privato »; « adeguate indennità ».

E ciò è tanto vero, che a tutt'oggi non ne risultano ancora fissati gli ammontari.

La Commissione auspica che, in attesa delle necessarie soluzioni legislative, i problemi che ho ricordato possano trovare nel breve periodo soluzioni di compromesso im-

prontate ad una giusta valutazione delle effettive esigenze.

Resta da chiedersi se in una normativa più adatta al funzionamento della CONSOB non sia da prevedere — ad esempio — l'istituzione di un ruolo proprio per il personale dipendente.

4) Per quanto riguarda la Commissione, ci soffermeremo più avanti sugli aspetti specifici della sua attività.

Qui vorremmo intanto ricordare alcune impostazioni di fondo assunte a base della sua azione in relazione alla debolezza del mercato borsistico ed alla situazione di difficoltà, se non di crisi finanziaria, in cui versano molte aziende. Ciò senza trascurare il carattere innovativo della disciplina introdotta che prevede obblighi specifici non sempre chiari, come dimostra il gran numero di quesiti interpretativi pervenuti alla Commissione.

Erano da evitarsi, soprattutto, quegli effetti perversi su mercato, che spesso volte il sensazionalismo giornalistico o la psicosi degli operatori possono provocare. Da ciò una certa cautela nel fornire notizie sulla propria attività e sulle decisioni assunte (ove non ne fosse necessaria la pubblicità).

5) Nel corso dell'attività svolta si sono riscontrate notevoli difficoltà di interpretazione, derivanti da lacune o imperfezioni della legge.

Può essere interessante in tal senso soffermarsi sulle norme di cui all'articolo 5 della legge n. 216, che disciplina l'obbligo della comunicazione delle partecipazioni azionarie. Pur essendo prematuro esprimere una valutazione critica globale, ci sembra utile ricordare che già in sede di prima applicazione della disposizione sono insorti dubbi interpretativi di non agevole soluzione.

In particolare, le perplessità riguardano l'obbligo della comunicazione relativa alle partecipazioni azionarie in società estere da parte di quelle nazionali e viceversa, dal momento che la norma non è sembrata precisa e perchè, avuto riguardo alle finalità che il legislatore ha inteso perseguire, l'osservanza dell'obbligo è parsa, per alcuni aspetti, irrilevante. Nè la dizione adoperata « società azio-

6^a COMMISSIONE

8° RESOCONTO STEN. (10 dicembre 1975)

narie » contribuisce a chiarire la portata dell'obbligo.

Inoltre appare compromessa per la CONSOB la possibilità di riscontrare (attraverso canali diversi rispetto alla fonte di informazione primaria) la veridicità e la completezza dei dati ricevuti.

In concreto, tale ultimo rilievo si è evidenziato allorchè la Commissione ha richiesto a talune società fiduciarie precisazioni sull'effettivo titolare dei pacchetti azionari loro intestati.

Oltre alla pregiudiziale dell'« impegno di riservatezza », dette società hanno in pratica obiettato che l'obbligo di comunicazione spetterebbe unicamente agli effettivi titolari delle partecipazioni azionarie. La questione non è scevra di importanza e pone interrogativi seri di carattere giuridico, anche se indubbiamente risponde alla ratio normativa la tesi della sussistenza ed estensione di detto obbligo. D'altra parte non soccorrono, nel caso in esame, i poteri di informazione ed ispezione riconosciuti alla Commissione dall'articolo 3 della legge n. 216, essendo essi esercitabili solo nei confronti di determinati soggetti giuridici tra i quali non appare agevole comprendere le società fiduciarie.

In ogni caso, dato il contrasto fra le esigenze del rispetto del dettato di legge e quella di conseguire gli scopi indicati dal legislatore, quali desumibili dal contesto della legge n. 216, l'obbligo di comunicazione da parte delle società fiduciarie non offre prospettive di tranquilla soluzione.

Potrebbe altrimenti bastare lo schermo di una fiduciaria per condizionare pesantemente le possibilità della CONSOB di verifica e riscontro del rispetto della normativa introdotta dalla legge n. 216 in materia di partecipazioni azionarie?

Infine un limite all'esercizio del potere riconosciuto alla Commissione di disporre la pubblicazione di dati e notizie integrativi di quelli già soggetti all'obbligo di pubblicità e ritenuti necessari ai fini dell'informazione del pubblico potrebbe scaturire dalla contemplata esigenza di sentire gli amministratori al fine di evitare la divulgazione di notizie pregiudizievoli agli interessi delle società.

L'espressione normativa, in rapporto alle varietà delle situazioni concrete ipotizzabili, è suscettibile di provocare incertezze e conflitti di non facile soluzione.

6) Il primo breve periodo di vita della CONSOB (sono trascorsi appena 4 mesi dalla sua costituzione) è stato caratterizzato da una progressiva presa di coscienza delle responsabilità, dei poteri e delle attribuzioni assegnati al nuovo organismo, dalla ricerca del modo migliore di strutturare la Commissione per le esigenze del suo funzionamento, come pure dalla necessità di fare fronte alle prime incombenze operative, soprattutto di quelle connesse con le scadenze di termini previsti dalla normativa.

Ciò, purtroppo, in un quadro di efficienza pesantemente condizionato dalla mancanza anche dei più elementari strumenti di lavoro. È veramente da lamentare questo stato di cose che si è protratto per non poco tempo.

Tuttavia, con un impegno particolarmente rilevante per i componenti della Commissione e procedendo secondo una visione organica del complesso e delicato compito, si è provveduto per linee di priorità:

a) ad approfondire il dettato legislativo, al fine di chiarire in tutte le sue articolazioni il sistema istituzionale e normativo introdotto dalla legge n. 216 e dai successivi decreti legislativi;

b) ad approntare gli schemi di regolamento relativi all'organizzazione ed al funzionamento della CONSOB, nonché alla gestione delle proprie spese;

c) ad instaurare una serie di dialoghi con gli organi locali di borsa e con le categorie più direttamente interessate ai problemi societari nei riflessi del mercato azionario;

d) ad impostare la raccolta sistematica della documentazione e degli elementi inviati alla Commissione, per un preliminare esame dell'esattezza degli adempimenti e per gli ulteriori sviluppi elaborativi;

e) ad intraprendere, infine, una serie di indagini relative alla situazione economico-finanziaria delle società quotate, utilizzabi-

li sia ai fini di eventuali specifici interventi, che come fonte di informazione analitica.

Ci sia consentito, entro i limiti di una doverosa sintesi, di svolgere con riguardo alle varie azioni intraprese talune considerazioni rivolte a porre in luce il lavoro eseguito, le difficoltà incontrate e le prospettive di breve e medio periodo.

7) La difforme impostazione delle norme contenute nella legge n. 216 e nei decreti delegati, alcune delle quali forse eccessivamente specifiche e particolareggiate, altre invece insufficientemente determinate, così da dare ampio adito a dubbi interpretativi, ha costretto la CONSOB ad occuparsi fino dai primissimi giorni di attività di una minuziosa casistica evidenziatasi in una serie di quesiti, nei confronti dei quali l'atteggiamento della Commissione si è informato a due fondamentali criteri; in primo luogo escludere soluzioni caso per caso, ciò nell'intento di trovare una soluzione univoca e valevole sul piano generale; in secondo luogo evitare di entrare — fatto salvo al dovere di informazione — in un'attività di consulenza vera e propria, peraltro non dovuta, nè necessaria, nei riguardi di enti che dispongono a tal fine di ampi mezzi e di adeguati uffici legali.

Tra i quesiti ancora pendenti presso la Commissione, la soluzione di alcuni di essi postula scelte di fondo di rilevante importanza se non addirittura, come già accennato, l'eventuale intervento di ulteriori puntualizzazioni di carattere normativo.

8) L'approntamento, ora pressochè ultimato dello schema di regolamento per l'organizzazione ed il funzionamento della CONSOB ha incontrato non poche difficoltà sia in ordine alle caratteristiche della struttura organizzativa, del tutto nuova, che la Commissione deve ed intende darsi evitando di ricorrere a schemi burocratici tradizionali, sia in ordine alla peculiarità della natura, delle attribuzioni e dei poteri di intervento del nuovo organo, riconducibili, come è stato giustamente da taluno osservato, nella sfera dell'amministrazione pubblica del diritto privato. Nè mancano perplessità sull'effettiva adeguatezza della norma a consentire sem-

pre quella autonomia nel controllo sul funzionamento delle borse, che pur costituisce il principale presupposto e il più rilevante fine istituzionale della CONSOB.

Vorremmo altresì ricordare che, oltre al regolamento per la contabilità e la gestione delle spese, già approntato, sono stati ugualmente intrapresi dalla Commissione gli studi necessari per giungere alla più sollecita adozione di altri importanti regolamenti, tra cui quelli per l'ammissione dei titoli a quotazione, per l'accertamento dei prezzi e dei sistemi di quotazione, per l'approvazione dei rappresentanti alle grida degli agenti di cambio.

9) L'esigenza di gestire, in modo nuovo, i rapporti con gli organi locali di borsa ha suggerito alla Commissione l'opportunità di convocare i rappresentanti dell'Ordine nazionale e dei comitati direttivi degli agenti di cambio, nonché i presidenti delle deputazioni di borsa allo scopo di focalizzare i problemi più immediati e pressanti.

Ma l'interesse di tali incontri, che ci si propone di rinnovare, è soprattutto quello di stabilire un rapporto sistematico e continuativo con i predetti organi per consentire alla Commissione di percepire in maniera diretta ed immediata i problemi contingenti e quelli di fondo del mercato mobiliare in vista di tempestivi interventi e di promozione delle opportune iniziative.

Un primo incontro la Commissione ha avuto anche con gli ispettori del Ministero del tesoro presso le borse valori. Tale incontro è un altro servito a verificare la nuova impostazione della loro attività quali rappresentanti diretti della CONSOB, nella futura veste di commissari di borsa.

Vorremmo ricordare, infine, che nella prospettiva dell'auspicabile collaborazione con le rappresentanze più qualificate degli organismi societari, la Commissione ha tenuto incontri con il presidente ed il direttore generale dell'Assonime, con i quali, in spirito di obiettività, sono stati esaminati diversi problemi concernenti l'applicazione della nuova normativa. È intendimento della CONSOB stabilire nel prossimo futuro contatti analoghi con le rappresentanze di

altre associazioni e categorie tra quelle più specificamente interessate al mercato dei valori mobiliari ed all'attività delle borse.

10) La complessità del lavoro di rilevazione, organizzazione ed elaborazione dei dati, specie in relazione all'esigenza di tempestività di informazione e di intervento, è tale che la Commissione ritiene che soltanto uno adeguato supporto elettronico possa garantire un costante aggiornamento della situazione. Particolare attenzione è stata quindi attribuita alla ricerca di una soluzione del problema, impostando il lavoro, ora manualmente eseguito, senza perdere di vista la compatibilità con gli obiettivi finali di elaborazione elettronica.

Il primo esame condotto dalla Commissione sulla documentazione finora pervenuta ha avuto come obiettivi, da un lato, la verifica dell'esattezza degli adempimenti di comunicazione e, dall'altro, l'identificazione delle caratteristiche peculiari di ciascun tipo di documentazione al fine di verificarne la congruità.

Alcuni casi di ritardo nelle comunicazioni sono alla particolare attenzione della Commissione la quale, pur guidata dal necessario spirito di comprensione e cosciente del fatto che sua precipua funzione dovrà essere quella di indirizzare e raccomandare prima ancora di reprimere, non può evidentemente ignorare i compiti che le sono assegnati, di « garante » del rispetto degli obblighi posti dalla legge.

Quanto al risultato del nostro esame, dobbiamo rilevare che il flusso di informazioni pervenuto garantisce una discreta conoscenza dei dati di chiusura degli esercizi societari, sia per quanto riguarda gli aspetti economico-finanziari che quelli patrimoniali e di bilancio; risulta invece abbastanza eterogeneo per quanto riguarda l'attività del primo semestre, quale si evidenzia dall'esame delle relazioni semestrali; permette poi di seguire con notevoli limiti le vicende relative alle partecipazioni azionarie che superino le percentuali previste dalla legge.

Riguardo alle relazioni sull'attività nel primo semestre 1975, il cui termine d'invio è scaduto per la maggior parte delle società

il 31 ottobre scorso, la Commissione ha ricevuto in totale 223 comunicazioni.

L'esame di questa ingente documentazione, non ancora ultimato, ha già permesso di ricavare considerazioni di carattere generale e di evidenziare alcuni inconvenienti suscettibili di limitare l'analisi della situazione globale della società.

L'articolo 2429-bis del Codice civile, introdotto con la legge n. 216, si limita infatti ad indicare nella produzione, nelle vendite, nei servizi collocati, nelle spese e nei ricavi, gli elementi che devono essere contenuti nelle relazioni stesse mentre nessun riferimento è chiesto alle situazioni patrimoniali o ai conti economici.

Ciò non risulta sufficientemente informativo per la Commissione che sta quindi considerando l'opportunità di prescrivere alle società quotate in borsa, avvalendosi dei suoi poteri conoscitivi, un più completo schema di informazione semestrale, anche al fine di poter consentire alla CONSOB stessa la redazione di un rapporto globale, che sarebbe troppo ambizioso e scarsamente proficuo voler tentare oggi sulla base delle prime relazioni pervenute.

11) Come già indicato, la Commissione ha intrapreso l'esame di situazioni relative a singole società, mossa più da esigenze di controllo che da motivazioni economiche. L'iniziale flusso di informazioni ha evidenziato, in alcuni verbali di assemblee, situazioni e vicende che non potevano non richiedere una qualche attenzione da parte della Commissione.

Si sono così realizzate alcune analisi empiriche di situazioni societarie viste da angoli di osservazione diversi.

Per alcune società l'analisi non ha evidenziato particolari elementi suscettibili di attivare immediate misure specifiche, rimanendo per ora un fatto conoscitivo interno della Commissione.

Per altre, l'indagine è stata condotta parallelamente ad autonome iniziative di organi locali di borsa, i cui risultati si sono poi integrati con quelli acquisiti dalla Commissione.

Per due particolari società, l'indagine è stata più approfondita, anche attraverso incontri diretti con i rispettivi amministratori ed ha, in un caso, condotto all'enunciazione di un principio di carattere generale mentre, nell'altro, ha richiesto un'ispezione diretta presso la società stessa.

L'ispezione, impostata come un naturale proseguimento dell'indagine conoscitiva precedentemente intrapresa, ha portato alla decisione della Commissione di sospendere dalla quotazione il titolo interessato, in attesa che determinate situazioni concernenti la gestione della società vengano chiarite e raccolte.

12) Per completezza di esposizione sull'attività finora svolta devono da ultimo essere ricordate due delibere adottate dalla Commissione per la delega, rispettivamente, al comitato direttivo degli agenti di cambio ed alle deputazioni di borsa, dei poteri la cui titolarità era stata trasferita alla CONSOB con il decreto n. 138. Giova precisare che il decentramento di tali poteri, accompagnato con i criteri e le direttive per l'esercizio degli stessi, attuato con le ricordate delibere, è scaturito più dall'esigenza immediata di assicurare provvisoriamente la continuità del funzionamento delle borse sulla base dei poteri già esercitati dagli stessi organi locali, che da una più ponderata e razionale redistribuzione dei compiti di regolamentazione e controllo dell'istituto borsistico oggi accentrati nella CONSOR.

13) Nel corso di questa relazione non ci siamo soffermati sui fattori attinenti alle condizioni generali dell'economia italiana e all'organizzazione operativa della borsa, in quanto già altri hanno assolto con dovizia ed efficacia questo compito nel corso di precedenti audizioni.

La nota dominante del mercato finanziario italiano risulta essere una modifica della struttura delle attività finanziarie: fra il 1964 e il 1974 il rapporto fra il capitale di rischio e il totale delle attività finanziarie è sceso dal 33 all'8 per cento, su dati a valori di borsa, e all'11 per cento su dati a corsi costanti.

Il peggioramento della struttura finanziaria delle imprese appare ancora più chiaramente se si considera il complesso dei finanziamenti a breve e a lungo termine comparativamente agli altri paesi industriali.

Sulla base degli ultimi dati disponibili, il rapporto tra l'indebitamento a medio e lungo termine e il capitale di rischio aveva già raggiunto nel 1973 il livello del 173 per cento in Italia contro il 57 per cento in Germania, il 62 per cento in Francia, il 51 per cento negli Stati Uniti e il 120 per cento in Giappone.

Anche se si tiene presente il rapporto tra l'indebitamento a medio e lungo termine e l'autofinanziamento lordo, che può considerarsi in un indicatore della capacità di rimborso delle imprese, la situazione italiana appare peggiore di quella degli altri paesi. Dopo il 1973, il quadro comparativo si è di certo ancora aggravato.

La variazione nella struttura finanziaria riscontrata in Italia negli anni recenti ha influito in senso restrittivo sulle opzioni offerte ai risparmiatori nelle scelte di portafoglio ed ha inciso negativamente sulla propensione agli investimenti, in quanto ha concorso nello stesso periodo ad elevare il rapporto tra la consistenza delle attività liquide delle imprese e il prodotto lordo privato dal 22 al 32 per cento.

Per effetto congiunto della maggiore domanda di liquidità precauzionale e dell'accresciuto indebitamento delle imprese si è manifestata una tendenza alla contrazione degli investimenti. Stime econometriche indicano che a ogni incremento di un punto del rapporto di indebitamento-fondi complessivi si è accompagnata una caduta del 6 per cento degli investimenti industriali.

A questo processo degenerativo sembra — a nostro avviso — che non possa porsi rimedio ricorrendo a modificazioni puramente nominalistiche, nè modificando la conduzione gestionale delle imprese attraverso l'ingresso surrettizio del sistema bancario e finanziario nell'attività imprenditoriale delle aziende.

14) Anche sulla organizzazione operativa della borsa sono state ascoltate in questa

sede voci autorevoli e proposte interessanti.

Una razionalizzazione della struttura della borsa, vista anche in proiezione su un piano internazionale, dovrebbe condurre, da un lato ad una organizzazione periferica più penetrante, anche attraverso una regolamentazione del mercato ristretto, e dall'altro ad un aumento dei titoli ammessi a contrattazione e ad una maggiore concentrazione delle operazioni svolte nelle borse.

Riguardo alla prima esigenza risultano allo studio alcune iniziative ed è pendente dinanzi al Senato la proposta di legge presentata dal senatore De Ponti.

È inutile sottolineare l'interesse della CONSOB alla soluzione del problema del mercato ristretto, anche come ponte di transito per l'arricchimento del mercato ufficiale.

Proprio in ragione dei suoi compiti istituzionali e della sua attività di controllo sul mercato dai valori mobiliari, la CONSOB riterrrebbe di poter svolgere, nel settore del mercato ristretto:

a) una funzione regolatrice, intesa ad approntare in modo rapido e flessibile le misure di carattere generale dettate dalle variabili esigenze del mercato, che non possono essere aprioristicamente definite;

b) una funzione di controllo, di ultima istanza, sul corretto funzionamento del mercato.

Nella problematica del mercato ristretto è stata da più parti sollevata la questione circa il grado di severità delle regole che dovranno disciplinare l'ammissione dei titoli alla negoziazione e l'accettamento dei prezzi. La CONSOB è dell'avviso che la regolamentazione del mercato ristretto dovrà essere meno severa di quella esistente sul mercato ufficiale, soprattutto per quanto concerne i requisiti di ammissione alla quotazione, mentre stretti controlli dovrebbero essere richiesti per quanto attiene alla formazione dei prezzi e le modalità di contrattazione, in modo da frenare le operazioni speculative destabilizzanti.

Sono soprattutto da evitare condizioni che possano favorire il sorgere di un terzo mercato.

15) Una ultima considerazione sulla funzionalità delle borse. È noto che gli ordini che affluiscono in borsa sono relativamente modesti rispetto al totale delle negoziazioni in titoli, aggirandosi intorno al 20 per cento, con conseguente incidenza negativa sul grado di rappresentatività delle quotazioni e un potenziale ampliamento delle forze speculative del mercato.

E questo un problema da non dimenticare, anche se le questioni connesse assumono un rilievo particolare, e su di esse si scontrano da tempo interessi ed opinioni divergenti, pur essendo indubbio l'obiettivo, valido per l'universale, di una maggiore concentrazione delle operazioni di borsa.

Onorevole Presidente, onorevoli senatori, non spetta certo alla CONSOB formulare giudizi sull'attività da essa intrapresa e finora svolta, nella brevità del primo periodo e nelle ricordate condizioni di funzionalità. Spetta invece ad essa di sottolineare, già dopo le prime esperienze, che se è indubitato che per raggiungere il pieno ritmo di azione occorreranno tempi assai più lunghi, gli sforzi della Commissione non potranno condurre agli attesi risultati qualora, anche superate le gravi difficoltà del quadro economico generale, mancasse il necessario supporto e l'indispensabile comprensione dell'autorità in termini rispondenti alle esigenze che la stessa Commissione ha già più volte prospettato e non mancherà di prospettare lungo il suo cammino.

PRESIDENTE. Ringraziamo il professor Miconi per il suo esauriente intervento, per la sua ampia relazione. Mi pare che, dato il limitato tempo di attività della CONSOB, non sarebbe stato giusto aspettarci di più; anzi, mi sembra già notevole quello che ci è stato detto. La parola adesso ai senatori che vorranno porre delle domande al presidente ed ai membri della CONSOB.

DE PONTI. Anche da parte mia un ringraziamento al professor Miconi ed agli altri membri della CONSOB che hanno accettato il nostro invito. Penso che più che rivolgere delle domande precise, sia opportuno svolgere qualche considerazione che

sottopongo all'attenzione della Commissione e dei membri della CONSOB per vedere se possiamo ottenere qualche incoraggiamento o qualche conforto in quello che pensiamo di fare. Condivido pienamente il suo giudizio, onorevole Presidente, secondo cui non potevamo attenderci di più, e che anzi è stato fatto già tanto. Il primo bilancio penso si potrà fare l'anno venturo, dopo che sarà stato possibile avere un minimo di mezzi a disposizione, dopo, diciamo francamente, che si saranno avvitate le lampadine, dopo che saranno arrivati i contatori della luce. Perchè penso che voi abbiate messo in ombra certe difficoltà: ci sono vari problemi; ci sono da trovare i locali; c'è un grosso problema di organizzazione. Per cui non possiamo fare a meno di rivolgere per ora solo gli auguri di un efficace futuro lavoro.

Possiamo intanto fare, però, una prima considerazione. Si tratta del miglioramento delle norme che guidano le borse, che dovrebbero guidare le borse attive. Questo è per la verità un compito tipico del legislativo; per cui mi chiedo molto sottovoce — ma spero che la risposta della Commissione conforti il mio auspicio — se i rapporti fra la CONSOB ed il Parlamento debbano essere limitati soltanto a quel giro per cui la CONSOB fa una relazione all'autorità esecutiva e quindi al Parlamento, o se invece non si debba procedere con altri incontri come questo, a livello formale. Questo mi pare che sia utile. Quindi, a nostra richiesta, voi dovrete sentire il bisogno di esporre alcuni problemi ai membri della Commissione che per il loro impegno, per la caratteristica del loro lavoro in Commissione, sono quelli naturalmente più vicini a voi.

Fatte queste mie considerazioni, vorrei riprendere due o tre punti della sua relazione, signor presidente. Un primo punto, a grande volata, come incoraggiamento. Noi siamo tutti convinti che uno dei primi strumenti che voi dovrete avere a disposizione è un elaboratore elettronico per poter gestire i dati in vostro possesso. Non so se vi siano o meno delle difficoltà perchè voi lo possiate avere a disposizione. Attenti comun-

que a non farvi plagiare dalle ditte che forniscono gli strumenti, dai tecnici esterni che suggeriscono un certo modo di elaborare questi dati. Questa è la prima cosa. Non spetta a me forse dirlo, ma noi abbiamo qualche esperienza. Fatevi, se vi è possibile, un esperto, qualche esperto interno, vostro; oppure affiancatevi a più di una consulenza; e se potete, cominciate da poche informazioni; non affollate l'elaboratore elettronico, perchè la base critica dell'informazione è rapidamente raggiunta. Io ho qualche esperienza personale. Ho imparato che volendo fare troppo ci si trova alla fine padroni di niente.

Un altro punto è il problema del mercatino. C'è pendente un disegno di legge che porta il mio nome. Dico subito che ho mancato forse ad un po' di contesia nei confronti dei miei colleghi; perchè forse sarebbe stato più bello che oltre al mio nome ci fossero i nomi degli altri membri della Commissione. È un auspicio che ho fatto in altre occasioni. Ho voluto correre un poco. Questa proposta, volevo dire, può essere magnificamente completata da quelle osservazioni che voi fate circa la necessità del mercatino. La mia proposta è molto schematica. È molto schematica ed ha un punto che apparentemente penso sia molto diverso: quello di consentire di poter trattare i titoli in contante o a premio.

Nella mia proposta non mi sono limitato alla trattativa a contante, perchè sappiamo per esperienza che nella borsa italiana le vendite fatte a contante sono teoricamente tali ma poi non vengono realizzate subito. Possono esservi, infatti, contratti di vendita a contante che poi restano in piedi per mesi. Per evitare ciò (ma non me la sono sentita di introdurre il principio senza aver ascoltato il parere dei colleghi) la soluzione poteva essere che le vendite a contante nel mercato ristretto fossero fatte a chiusura settimanale: ciò tuttavia poteva poi coinvolgere un rapporto di vendita a contante a listino ufficiale, ed io non volevo entrare nella regolamentazione del mercato ufficiale. Di qui il mio suggerimento a che la chiusura avvenga alla fine di ogni mese, prontissimo però, co-

me presentatore, a ritirarmi su posizioni più rigide.

Rimango ad ogni modo convinto che il mercatino debba essere regolamentato perchè in fondo esso, nel nostro Paese, altro non è che una borsa minore. Per essere tale, concordo con il vostro giudizio, abbisogna di una regolamentazione un po' elastica e invogliante per le aziende e tale da garantire dalle operazioni speculative. Ora mi auguro che il fatto che voi abbiate richiamato alquanto ampiamente questo problema, faccia sì che dall'indagine sulla borsa valori derivi quanto meno una rapida discussione del disegno di legge ed una positiva decisione sul mercatino.

Un'ultima considerazione stavolta di carattere più generale. Il presidente Miconi ha chiuso la sua esposizione con una serie di annotazioni sui rapporti fra capitali di rischio e capitali di indebitamento che dimostra un ulteriore deterioramento della situazione. Se è vero che la CONSOB ha una tipica funzione di controllo (è il momento principe della sua attività), vedo però con piacere che, pur essendo giovani, vi apprestate a crescere rapidamente, tanto è vero che avete già toccato il secondo momento, quello che riguarda più propriamente il profilo legislativo.

Della complessa situazione tralascio gli aspetti socio-politici e mi limito ad accennare a qualcuno di quelli economici. Uno dei più importanti è il problema della rendita del capitale di rischio: certo, se le imprese quotate a listino fanno di tutto, nel bene e nel male, per non distribuire utili, è assai difficile poi che i risparmiatori portino i soldi in borsa. Vi saranno aziende che diranno che non possono averli, e alcuni potranno essere d'accordo sulle loro lagnanze, altri non su tutte, altri ancora su nessuna. Ora, se è vero che questo diventa un discorso di carattere interno, non v'è dubbio però che la rendita del capitale di rischio è uno degli aspetti che noi dobbiamo considerare più attentamente. Qualcosa la Commissione ha già fatto: mi sembra giusto ricordare che in occasione della discussione di uno degli ultimi provvedimenti, quando fu da me proposto — quale

uno dei risultati dell'indagine — di stabilire un trattamento particolare per i portatori di risparmio, la Commissione è stata d'accordo con decisione praticamente unanime.

In questo quadro, noi dovremo probabilmente fare un'attenta riflessione sulle azioni privilegiate e sui loro limiti, nonchè sul piano più vasto delle società per azioni, non solo quelle quotate in borsa ma anche quelle che non hanno quotazione.

Chiedo scusa se il mio intervento è stato un po' disorganico. Esso, ad ogni modo, si può così riassumere: 1) nella vostra crescita, quando avrete bisogno di correzioni e completamenti della parte tipicamente legislativa, potrete certo contare sulla comprensione del Parlamento, una comprensione abbastanza pronta ed ampia; 2) per quanto riguarda l'immediato, convengo con voi che non possiamo lasciare ulteriormente inattivo il cosiddetto mercato ristretto. Personalmente, poi, sono dell'opinione che sarà più facile svegliare il mercato ristretto che non il cosiddetto mercato ufficiale: che le forze giovani, l'imprenditoria valida che ancora esiste in Italia e che noi dobbiamo incoraggiare, entreranno nel mercato finanziario più aperto al pubblico attraverso la porta del mercato ristretto. Non aspettiamoci rivoluzioni da aziende che da troppo tempo stanno a listino in quel modo che ormai tutti conosciamo: lì vi sono incrostazioni, riserve mentali, tutta una tradizione difficile da modificare, mentre penso che il mercato ristretto possa rappresentare un grosso canale d'intervento; 3) forse, senza proporre cose troppo grandi, ritengo che sia possibile operare utilmente cercando di incoraggiare la partecipazione del risparmio al capitale di rischio e facendo in modo che questo processo non sia accompagnato parallelamente da penalizzazioni che lo scoraggino.

B O R S A R I . Ringrazio anch'io il presidente e i membri della CONSOB per aver accettato il nostro invito, puntualmente rispondendo alle istanze da tutti noi avvertite di conoscere i problemi che questo nuovo istituto ha incontrato nella prima fase della sua attività. Il presidente lo ha già fatto nel-

la relazione, nella quale si riscontrano elementi che debbono essere per noi motivo di seria riflessione sia in ordine agli strumenti tecnici (l'apparato di cui la CONSOB ha bisogno), sia in ordine ai nuovi strumenti legislativi che consentano alla CONSOB di rispondere sino in fondo alle ragioni istitutive.

Per quanto riguarda il personale, si tratta certamente di un problema molto importante e a mio giudizio sarebbe sbagliato se non ce ne facessimo carico. Nonostante che ciò possa apparire in contraddizione con quanto in generale sostiene la mia parte circa l'esigenza di uniformare il trattamento dei dipendenti della pubblica Amministrazione, debbo dire che non ho accolto con sorpresa nè con un atteggiamento pregiudizialmente ostile la conclusione cui è giunta la CONSOB, la quale, dopo aver esaminato la situazione relativa al personale, ha sottolineato per esso la esigenza di un ruolo e forse anche di un trattamento economico, oltre che giuridico, di carattere particolare. Ne capisco infatti le ragioni: se vogliamo che questa Commissione assolva pienamente i propri compiti, deve disporre di personale particolarmente preparato e selezionato, e mi rendo conto che, dovendo fare i conti con il mercato del lavoro specializzato e con prestazioni qualificate, occorrono adeguati corrispettivi: diversamente la concorrenza porterà via gli elementi più preparati che si troveranno così nell'altro campo e non dalla parte dell'istituto che deve esercitare il controllo. Mi pare che questa sia una valutazione da tenere nella dovuta considerazione.

Per quanto riguarda il centro elettronico, il senatore De Ponti è stato molto esplicito nell'avvertire i pericoli che potrebbero sussistere nell'adozione di tale strumento, rischi dei quali i dirigenti della CONSOB terranno certamente conto. Credo che comunque da parte nostra si debba aiutare la CONSOB a dotarsi dei mezzi necessari per realizzare una situazione di piena efficienza, della quale non può essere disconosciuta la necessità. Per quanto concerne gli strumenti legislativi, ritengo che — essendo le difficoltà accennate non certo di poco conto — bisognerà offrire alla CONSOB nel più breve tempo possibile

tutti quegli adeguamenti che siano ritenuti opportuni. Così pure pare importante risolvere il quesito della partecipazione nazionale in società straniere. Si tratta di un problema che deve essere seriamente valutato, ma ritengo che la risposta del legislatore al quesito posto debba essere positiva, tale da consentire alla CONSOB anche la verifica dei rapporti tra società nazionali ed estere.

Come ha detto il senatore De Ponti, credo giusto che il rapporto tra CONSOB e Parlamento debba diventare non dico istituzionalizzato, ma comunque organico. Sarà la prassi a suggerirne i modi e le forme più opportuni. Il fatto che il Parlamento possa periodicamente verificare la situazione nella quale la Commissione svolge le proprie funzioni, i problemi e le difficoltà che incontra, il consuntivo della sua esperienza soprattutto in questa fase iniziale, appare indispensabile, anche perchè tramite questo contatto possono venire al legislatore indicazioni di notevole interesse.

Sulle considerazioni sul mercato ristretto posso essere d'accordo, ma debbo in proposito formulare una domanda: nell'attuale congiuntura quale maggior ruolo potrebbe assolvere il mercato borsistico? E quali misure tempestivamente bisognerebbe adottare nei confronti del mercato mobiliare per riuscire a rianimarlo e a fargli assolvere una funzione positiva? E ciò dico anche in relazione ai dati estremamente interessanti che ci sono stati forniti dal presidente della CONSOB in ordine al rapporto capitali di rischio — indebitamento a lungo, medio e breve termine. Certo, questo rapporto è di una eloquenza impressionante, e lo è ancor più se confrontato con la situazione degli altri paesi. Cosa determina questo stato di fatto che ha un peso indubbio e che costituisce anche la denuncia di una situazione che sta certamente alla base delle peculiarità che caratterizzano la crisi italiana rispetto a quella che investe tutto il mondo occidentale? Vorrei sapere dal presidente Miconi se è in grado di dirci quali, a suo parere, sono le ragioni che sono alla base di questa situazione, cosa è che scoraggia il capitale di rischio, se vi sono motivi particolari, dati di carattere po-

litico o psicologico. Mi domando infatti quali possano essere i dati psicologici che differenziano il comportamento dell'imprenditore italiano rispetto a quello di altri paesi occidentali quali, per esempio, la Francia, che pur presenta una situazione per molti aspetti simile alla nostra.

Il collega Segnana sostiene che gli imprenditori italiani sono scoraggiati dall'incertezza del quadro politico, ma anche la Francia ha avuto problemi abbastanza seri da questo punto di vista. Cerchiamo quindi, anche a questo proposito, di non cadere nella banalità e di approfondire le ragioni vere di tale stato di fatto, che penso debbano riguardare innanzitutto la struttura dell'imprenditore italiano, il suo modo di adire all'attività imprenditoriale, la sua educazione.

Vi deve poi essere anche qualche altra ragione. Si ritiene, per esempio, che la politica del credito agevolato sinora seguita abbia influenza a questo riguardo? Se si dovesse ritenere che ha incoraggiato un particolare tipo di comportamento dell'imprenditore, non sarebbe allora il caso di rivederne certi criteri?

Non risulta forse a lor signori che, ad esempio in questo anno, abbiamo avuto un notevole incremento del risparmio familiare? Non vi è forse stata una tendenza da parte degli imprenditori a portarsi a casa, in termini di risparmio, a portare fuori dall'impresa ciò che si realizzava al momento delle vacche grasse, contando sui crediti agevolati per far fronte alle esigenze di conduzione dell'azienda? Non vi è forse stata una tendenza a non pensare all'autofinanziamento per quanto riguarda il rinnovo degli impianti. Ma vi è sempre stata la riserva mentale di dire: tanto, ciò che riesco ad avere nel momento in cui le cose vanno bene è per me; nel caso in cui le cose non vadano bene, faccio ricorso a particolari provvidenze. Forse, non vi è da rivedere qualcosa?

S E G N A N A . Non è la psicologia del medio imprenditore.

B O R S A R I . Noi abbiamo davanti un dato prevalente. Questo lo so anche io. Io

vivo in una regione in cui il tessuto economico ha il supporto fondamentale nella media e piccola impresa. Questo è un fatto. Dimostra la serietà, l'impegno della nostra gente; non è con questo che nelle altre regioni la gente sia meno seria. Intanto constatato che per quanto riguarda la mia regione, ho questa testimonianza. Ho fatto queste considerazioni non tanto per fornire alla Commissione delle valutazioni, ma per avere dal presidente della CONSOB, se possibile, dei lumi al riguardo. Perché qui si riporta un dato: loro hanno avuto la possibilità di fare delle analisi a questo proposito; vorrei conoscere se hanno a disposizione i risultati ricavati da queste analisi. È un nodo che bisogna sciogliere. Se non sciogliamo questo nodo, la ripresa economica non la possiamo avere sulla base di sostegno e di interventi da parte della finanza pubblica. Abbiamo bisogno di una ripresa di iniziative e di impegno da parte degli imprenditori privati. Bisogna avere anche qui una indicazione per ciò che dovrà essere adottato nell'immediato futuro al fine di aprire una pagina nuova nella vita economica.

B E R G A M A S C O . Nella relazione, per la quale anche io ringrazio il presidente ed i membri della CONSOB, si accenna ripetutamente a quesiti ed a dubbi interpretativi, che naturalmente sono inevitabili, trattandosi di una materia nuova per l'Italia e dell'istituzione di un ente anch'esso nuovo. Evidentemente, questi dubbi interpretativi corrispondono a delle lacune o a delle oscurità della legge. Si è parlato dei rapporti fra le società italiane e le società estere; si è parlato del problema delle compagnie fiduciarie e di altri che non sono qui ricordati. Io penso che dalla stessa CONSOB potremmo avere in futuro, dopo una esperienza diretta, dei suggerimenti preziosi che riguardano le norme legislative che sono state approvate dal Parlamento: cioè come queste norme debbano essere chiarite e debbano essere corrette. Qualche utile consiglio ci è stato già dato; o per lo meno qualche orientamento, in materia di mercato ristretto. Così io penso che questa prima riunione non debba essere l'ul-

6^a COMMISSIONE

8° RESOCONTO STEN. (10 dicembre 1975)

tima ma che a scadenza non troppo lontana sia utile un altro incontro con la CONSOB, un altro scambio di vedute che sia anche più completo di questo in ordine a quanto si deve fare ed a quanto sia opportuno fare anche in sede legislativa.

Poi vorrei rivolgere una domanda. Nella relazione si dice che entro il 31 ottobre sono arrivate 223 comunicazioni; e si dice: « ingente documentazione ». Sono molte, ma si potrebbe anche pensare che siano poche. Voglio dire: che impressione ha il consiglio della CONSOB circa la risposta avuta dal mondo delle società italiane, alle richieste ed ai quesiti che la legge gli poneva?

S E G N A N A . Onorevole Presidente, ho ascoltato ed ho apprezzato moltissimo la relazione del presidente Miconi. Ritengo che i suggerimenti e le indicazioni che sono contenute in essa debbano fare oggetto di approfondimento da parte nostra per considerare se non vi sia la opportunità di approfittare della conclusione di questa nostra indagine conoscitiva per affrontare taluni problemi che sono affiorati nella relazione che oggi ci è stata presentata. Il fatto che noi abbiamo qui già un disegno di legge di iniziativa del senatore De Ponti e che pensiamo di esprimere ancora delle indicazioni sul piano legislativo, come è stato detto a voi durante il corso di questa indagine, significa che di questo dovremmo approfittare per vedere se in quella sede noi non possiamo risolvere qualcuno dei problemi, anche di carattere organizzativo che ci sono stati prospettati. Certo è che la CONSOB non poteva nascere in un periodo peggiore di questo. Da trent'anni a questa parte non abbiamo mai avuto un periodo così nero per il settore del mercato dei titoli. Quali prospettive esistono per il risparmiatore in ordine ad una sua partecipazione al capitale di rischio? Il rischio deve comportare prospettiva di un guadagno e non certo di una perdita. È chiaro che nel concetto di rischio c'è anche la prospettiva di una perdita o della non remunerazione del proprio capitale; ma la componente notevole per cui scatta la molla della partecipazione al rischio è la prospettiva di un guada-

gno. Ora, in questo momento ci troviamo in una situazione nella quale la partecipazione a questo rischio viene veramente scoraggiata. E penso che io, se avessi dei capitali a disposizione, in questo momento non li convoglierei verso la partecipazione al capitale di rischio dell'attività imprenditoriale, perchè nella situazione attuale il rischio è soprattutto negativo piuttosto che positivo. Perchè? Perchè in un'azienda noi sappiamo quali sono i problemi. C'è il problema del capitale e c'è il problema del lavoro e quindi di coloro che devono muovere, con la propria presenza, con la propria partecipazione, le strutture che il capitale riesce a mettere a disposizione.

Ora, purtroppo, nella situazione attuale si vede nel campo del lavoro una serie di fenomeni che non hanno trovato soluzione. Il problema, ad esempio, dell'uso dello sciopero. Il messaggio del Presidente della Repubblica conteneva un esplicito invito ad una disciplina dell'uso dello sciopero; ma questo invito è caduto su un terreno non certo fertile, non adatto a recepire questo invito. Vi è il problema dell'assenteismo. Vi sono vari problemi che portano naturalmente il cittadino a non vedere bene questa sua partecipazione all'attività industriale con l'acquisto di azioni quotate in borsa.

Vorrei aggiungere che vi è anche una mentalità di lotta al profitto, in quanto a quest'ultimo si attribuiscono tutti gli squilibri che sono presenti nell'attuale società.

Ecco, dunque, indicate alcune ragioni di carattere generale che portano a questo scoraggiamento. Ma vi sono anche altri aspetti per esempio non deve essere trascurato il gravame fiscale attualmente a carico delle società. Anche qui in Parlamento non si perde occasione, quando ci si trova ad affrontare problemi di imposizione fiscale, per gravare particolarmente sulle società e quindi assottigliare in maniera veramente considerevole la possibilità di remunerazione del capitale.

Nonostante ciò, direi che dobbiamo guardare avanti con un certo ottimismo ed una certa fiducia: proprio per questo ottimismo che ancora abbiamo, la CONSOB deve at-

trezzarsi per i tempi futuri. Si approfitti, quindi, del fatto che la nostra indagine conoscitiva avrà sicuramente uno sbocco in provvedimenti legislativi per darci precise indicazioni che servano soprattutto a mettere la CONSOB in grado di funzionare in previsione di tempi migliori: tempi migliori che ci auguriamo non siano molto lontani. Speriamo che il cittadino sia invogliato attraverso le varie forme che esistono in moltissimi paesi (acquisto delle azioni, partecipazione ai fondi comuni di investimento, eccetera) a far affluire una massa maggiore di capitale alle borse, dando così un po' di vitalità a questo mercato.

Così, l'augurio che rivolgo ai membri della CONSOB è che il loro lavoro possa trovare una prospettiva migliore per il futuro. Da parte di questa Commissione c'è veramente il desiderio di dare alla CONSOB tutti gli strumenti che le consentano di essere quell'istituto nel quale abbiamo riposto tanta fiducia.

P A Z I E N Z A . Anch'io faccio i migliori auguri alla CONSOB sebbene, stando alle premesse, ci sarebbe da dubitare delle possibilità di questo strumento che lo stesso Governo ha sostanzialmente vilipeso nel momento in cui era stato istituito, ritardando la nomina dei suoi membri oltre ogni logica previsione. Ed è coraggiosa la presa d'atto della CONSOB contenuta nella chiarissima relazione del presidente Miconi che non ho avuto il piacere di ascoltare ma che ho letto attentamente, anche nel breve inciso in cui indirettamente ci si lamenta del ritardo nella istituzione dell'organo e dal quale si capisce lo stato di profonda insoddisfazione anche per il modo in cui la Commissione è costretta ad operare, atteso che le previsioni legislative circa il personale e gli strumenti a sua disposizione, cui il Parlamento annetteva ed annette grande importanza, non sono state nè felici nè chiare. Sono state anzi lacunose ed in alcuni casi mancano addirittura.

È soltanto una coincidenza il fatto che dall'aprile del 1974 ad oggi, come leggevo nella relazione, l'indice medio dei valori azionari sia diminuito di 83 punti, passando da 185

a 102. Se tuttavia dovessimo proseguire con questo ritmo, penso che probabilmente fra un anno della CONSOB non si parlerà più. Noi ci auguriamo che ciò non avvenga e che la CONSOB possa lavorare in un clima di serenità e di impegno costruttivo, pur non associandoci a quegli auguri formali che, privi di sostanza, sono riecheggianti numerosi nella nostra Commissione.

Secondo me, a monte di tutta la struttura deficitaria delle borse e del mercato economico vi sono fattori politici: non c'è, quindi, CONSOB che possa risolvere il profondo stato di sfiducia di un risparmio che viene ostacolato e combattuto da determinate forze politiche. Ne consegue che gradatamente, con l'affermarsi di queste forze politiche, il risparmio è indotto a fuggire e la borsa non fa altro che rispecchiare fenomeni che sono presenti nella nostra economia. Ma non è questa l'occasione per intrattenerci in discussioni a carattere politico-economico. Ho sottolineato alcuni passaggi della relazione in cui si evidenzia il rapporto tra capitale di rischio e totale delle attività finanziarie, così come altri punti di riferimento circa la regolamentazione del mercato ristretto: debbo pertanto ritenere che sia apprezzabile il lavoro svolto dalla CONSOB pur con la penuria del materiale a disposizione e le difficoltà legislative di cui anche il Parlamento ha responsabilità in prima persona. Noi dell'opposizione, per la verità, cerchiamo sempre di migliorare gli strumenti legislativi e non lesiniamo le nostre critiche, anche perchè basterebbe un po' di buona volontà per correggere norme spesso chiaramente difettose. Ma la fretta e considerazioni di carattere politico, impediscono che ciò avvenga.

Quanto ha già detto il senatore Bergamasco mi esime da gran parte dell'intervento che mi ripromettevo di fare: in particolare volevo chiedere alla CONSOB se non sia possibile incontrarci di nuovo più in là perchè essa, sulla base delle esperienze compiute, ci fornisca un canavaccio che le forze politiche possano tradurre in iniziative legislative. Si gradirebbe infatti conoscere, sulla base dell'esperienza, quali sono gli ostacoli che la Commissione incontra nell'espletamen-

to della sua attività, ostacoli che dalla relazione appaiono non scarsi nè di poca importanza. Pertanto, a quanto già detto dal senatore Bergamasco vorrei aggiungere non solo la volontà di rivederci tra qualche mese, ma anche di ottenere dalla stessa CONSOB uno schema di lavoro che per lo meno evidenzi i punti di previsione legislativa che andrebbero corretti o addirittura, se necessario, creati, sì che la Commissione finanze in particolare possa disporre di un utile strumento di lavoro.

Vorrei poi rivolgere alcune domande. A pagina 14 della relazione che è stata distribuita, si parla di due particolari società per una delle quali si sarebbe proceduto a una ispezione: se fosse possibile, gradirei saperne qualcosa di più.

Inoltre a pagina 12 si dice che sulla base del flusso di informazioni pervenute si ha una discreta conoscenza dei dati di chiusura degli esercizi societari, mentre per quanto riguarda l'attività del primo semestre delle stesse società il flusso di informazioni appare abbastanza eterogeneo. Gradirei un chiarimento sul significato che si intende dare appunto all'aggettivo « eterogeneo ».

Terza ed ultima richiesta di chiarimento: sarei lieto di poter sapere qualcosa di più sulla vicenda dell'Immobiliare. Essa riempie spesso di sé le colonne dei giornali: alcuni dicono che l'Immobiliare è ricca di ben 12.000 dipendenti, altri sostengono che non è vero perchè 12.000 sono i dipendenti di tutte le società collegate considerate complessivamente. La mia preoccupazione è che a breve scadenza potremmo torvarci a dover risolvere nell'ambito dell'Immobiliare, un problema simile a quello scaturito dalla particolare situazione venutasi a determinare nella Leyland Innocenti.

Sempre facendo riferimento alle notizie di stampa, mi è capitato di leggere che l'amministratore delegato della Società chiese alla CONSOB di limitare la trattazione del suo titolo al solo contante, richiesta che non fu accolta. Vorrei sapere se c'è stata una trattativa, se c'è stata una risposta, in che termini è stata data questa risposta e come si può ovviare a certe deficienze che preoccupano

non solo il mondo dei risparmiatori, ma quello dei lavoratori e tutto il mondo economico italiano.

B E R G A M A S C O . Ho davanti a me l'interessante tabella sui rapporti tra capitale di investimento, capitale di rischio e indebitamento nei diversi paesi. Noto però che non vi figura la Gran Bretagna la quale, oltre a far parte del Mercato comune, si trova nella posizione di seconda ammalata più grave. Gradirei avere questi dati anche per l'Inghilterra, poichè li ritengo di un certo interesse.

M I C O N I . Le domande riguardano vari punti della relazione della nostra Commissione, la quale è frutto del lavoro comune dei suoi componenti. Sarà quindi necessario che le risposte siano date da tutti i componenti la Commissione, a seconda dei rispettivi settori di specifica competenza.

Abbiamo basato la nostra relazione sugli argomenti che avevamo esaminato a fondo e sui quali avevamo raggiunto un certo accordo, anche se la nostra unanimità aveva a volte carattere negativo piuttosto che positivo. Alcuni argomenti su cui abbiamo espresso il nostro parere si basano su dati statistici. E il capitolo dell'indebitamento appunto è il risultato della valutazione di dati statistici, valutazione da noi espressa unanimemente in senso negativo. Non siamo entrati nel merito di problemi che non ci trovavano d'accordo.

La domanda che ci pone il senatore Pazienza è una domanda ponderosa, che richiede una risposta basata su un attento approfondimento di vari problemi. Io posso avere uno scambio di opinione con lei a titolo personale sull'argomento, ma non mi sento di farlo a nome della Commissione.

Colgo l'occasione per ringraziare i senatori presenti perchè questo nostro incontro è risultato per noi altamente positivo. Abbiamo trovato qui una accoglienza, una attenzione e una disponibilità da parte loro che non credevamo potesse essere così piena e completa nel senso di venire incontro alle nostre esigenze e desideri prospettati.

A nome della Commissione posso dire che noi tutti siamo a loro completa disposizione nell'eventualità che si reputasse necessario vederci ancora: saremo sempre lieti di venire a illustrare i problemi di fronte ai quali ci troviamo e le conseguenti nostre esigenze.

Prego il dottor Perfetti di cominciare a dare i chiarimenti che ci sono stati richiesti, in particolare dal senatore Pazienza, riguardanti le decisioni prese nei riguardi dell'Immobiliare e l'ispezione compiuta presso la società Gavardo.

P E R F E T T I. Non è facile per me prendere la parola dopo questa serie di richieste rivolte dagli onorevoli senatori alla CONSOB nella sua collegialità. Cercherò comunque di dare alcune risposte nei limiti della mia personale valutazione.

Seguendo il suggerimento del presidente della CONSOB, comincerò dall'ultimo oratore, il senatore Pazienza, il quale ha posto dei quesiti concreti e precisi.

Le due società che hanno formato oggetto di una particolare attenzione da parte della CONSOB sono la Immobiliare Roma, che ritenemmo opportuno consultare già tempo addietro, prima ancora che venisse così clamorosamente alla ribalta (e ancora ci si trova), per conoscere meglio quale fosse la sua effettiva situazione. Devo dire però in tutta sincerità, che la CONSOB non ha ottenuto maggiori informazioni di quelle poi rese pubbliche dal presidente e dall'amministratore delegato della società stessa.

La seconda società che ha richiamato l'attenzione della CONSOB è invece una società di importanza indubbiamente minore. Si tratta del lanificio Gavardo, nei cui confronti l'intervento della CONSOB ha avuto come risultato un provvedimento di sospensione della quotazione in borsa del titolo della società.

Ma il caso dell'Immobiliare ha dato lo spunto alla CONSOB per adottare una decisione di principio. In effetti l'Immobiliare aveva chiesto, con domanda specifica inoltrata prima agli organi locali di borsa, quando questi erano ancora competenti e successivamente alla CONSOB, subentrata nella

competenza stessa, che venisse adottato un provvedimento di limitazione della quotazione delle proprie azioni al solo contante. La CONSOB dopo avere lungamente riflettuto su questa istanza è pervenuta alla conclusione che, sulla base delle norme vigenti (legge del 1913), deve ritenersi esclusa la proponibilità di istanze di parte per l'adozione di provvedimenti del genere.

Credo che ciò si spieghi col fatto che basterebbe altrimenti ad una società avanzare una domanda siffatta in una particolare situazione o in un particolare momento per determinare ripercussioni non neutrali in borsa. Ecco perchè, anzichè limitarsi a dare specifica risposta alla domanda dell'Immobiliare, la Consob ha ritenuto più opportuno emanare un comunicato per affermare che istanze di questo tipo non possono avere alcun seguito diretto, ma, qualora siano presentate, assumono soltanto un valore di segnalazione o di ricorso a fini conoscitivi per la CONSOB di fatti relativi a società che potrebbero eventualmente portare ad un provvedimento limitativo della quotazione. Ritengo che l'atteggiamento della CONSOB sia stato cautelativo e di tutela del mercato e abbia precluso la possibilità ad altre società, in momenti difficili come questi, di avanzare a fini tattici domande analoghe. Con questo credo di aver risposto come potevo alle specifiche domande del senatore Pazienza.

Risalendo poi l'ordine degli oratori, trovo che il senatore Segnana, con molta ponderazione, ha sottolineato alcune delle cause che oggi investono la situazione finanziaria e industriale italiana. Colgo però nell'intervento del senatore Segnana alcuni accenni che fanno rivivere in me precedenti esperienze, in quanto egli, tra i vari possibili tentativi di intervento nella situazione attuale ha sfiorato anche il problema fiscale, dicendo, se ho bene interpretato le sue parole, che le imprese sarebbero ancora pesantemente gravate dall'onere fiscale. Non voglio farmi carico di una difesa che non mi compete, ma credo doveroso ricordare che, proprio negli ultimi tempi, in campo tributario si sono verificati interventi legislativi di notevole rilievo. Basti ricordare la riduzione d'imposta,

6^a COMMISSIONE

8° RESOCONTO STEN. (10 dicembre 1975)

per ritenuta alla fonte, sui redditi di capitale: siamo arrivati con il recente provvedimento Visentini a portare al 10 per cento la ritenuta sugli interessi delle obbligazioni convertibili, con il che credo che siamo veramente ai minimi possibili della fiscalità. Devo anche rilevare, perchè il tema fu discusso in Parlamento alcuni anni addietro in occasione della riforma tributaria, che quello che sembra ancora oggi un fatto distorsivo, e cioè il cosiddetto fenomeno della doppia imposizione economica delle imprese, per l'imposta caricata prima sull'utile delle società e successivamente sul dividendo percepito dall'azionista, sia un fatto più illusorio che reale. In termini estremamente concisi vorrei dire che, se è vero che esiste questa doppia imposizione economica, è altrettanto vero che in Italia abbiamo un'imposta sulle società che, a prescindere dal fatto del tutto contingente di un'addizionale per gli anni 1974-75, si attesta su un'aliquota del 25 per cento, aliquota che è la metà circa dell'imposta francese, di quella tedesca, di quella inglese. È quindi evidente che questa doppia imposizione economica esiste, sì, ma in termini non incisivi, come potrebbe invece sembrare a prima vista.

S E G N A N A . C'è l'ILOR, che è un 15 per cento.

P E R F E T T I . Riguardo alla ILOR vorrei ricordare che questa costituisce effettivamente una seconda imposizione, ma ne vanno esenti proprio i redditi derivanti da partecipazione in società: per lo meno c'è questa sfera, nel contesto che più direttamente ci riguarda, che non subisce una gravosa duplice tassazione dei redditi.

Sulle richieste specifiche del senatore Bergamasco, vorrà rispondere molto più competently di me qualcuno dei miei colleghi.

In particolare, forse per la mia estrazione burocratica, sento il dovere di ringraziare tutti gli onorevoli senatori che hanno posto l'accento sulle deficienze che ci siamo permessi di rilevare a proposito della legge n. 216 per quanto attiene agli aspetti orga-

nizzativi e del personale della Commissione. La CONSOB è una istituzione altamente specializzata, per cui avremmo veramente bisogno di personale molto qualificato, che possiamo sì chiedere alle Amministrazioni dello Stato ma da parte delle quali si è però poco propensi a cedere gli elementi migliori; e questo è anche umano e giustificato. Evidentemente tale fatto pone la CONSOB in una situazione irrealistica, perchè — e questo è veramente risultato dalle esperienze dei primissimi mesi — non si può pensare che cinque persone, quanti sono cioè i componenti della Commissione, con qualche sporadica collaborazione, possano far fronte ai compiti loro demandati. Questo problema, a mio modesto giudizio, è veramente fondamentale e condizionante per l'intera attività della Commissione.

Abbiamo perciò accennato nella relazione al fatto che nelle prospettive, almeno di un futuro non lontano, occorrerebbe giungere alla istituzione, anche per rispettare l'autonomia che si è inteso giustamente dare alla CONSOB, di un apposito ruolo del personale. Tengo altresì a dire che siamo stati molto cauti nella possibile assunzione di esperti con contratto a tempo determinato, secondo le norme del diritto privato, come stabilisce la legge, non soltanto perchè ci manca un orientamento sufficiente sull'entità degli emolumenti che potremmo dare a questi esperti, ma anche perchè assumere degli esperti sottraendoli ad una loro avviata attività professionale, inserirli nell'attività indubbiamente riservata della CONSOB per un certo numero di anni, liberi poi di ritornare alla loro attività privata dopo avere acquisito un bagaglio di conoscenze consistente non soltanto di esperienze, ma anche di fatti riservati, non può non lasciare perplessi. Non so se i miei colleghi condividono, e fino a qual punto, la mia opinione, ma il problema degli esperti come è stato risolto dalla legge n. 216 nella sua pratica attuazione suscita perplessità e preoccupazioni.

Non vorrei sottrarre altro tempo ai miei colleghi, e quindi termino ringraziando per la possibilità che mi è stata data di prendere la parola.

SQUILLANTE. Anch'io ringrazio il Presidente e gli onorevoli senatori per l'invito rivoltoci. Ho molto apprezzato la disponibilità all'ascolto delle nostre considerazioni e istanze di tutta la Commissione senatoriale. Debbo dire che le gravi difficoltà che hanno caratterizzato il momento iniziale della vita della CONSOB ci avevano costretto in una sorta di isolamento, che oggi, con questa udienza può essere superato. Vi diamo assicurazione della nostra buona volontà di collaborare, nel modo più efficace possibile con l'organo legislativo cui spetta stabilire le regole volte a disciplinare le varie attività del corpo sociale e delle istituzioni.

Per ciò che riguarda gli aspetti particolari delle domande rivolteci, accennerò, riprendendo quanto già affermato dal collega Perfetti sul caso della Gavardo, ad alcuni profili del problema. La Gavardo presentava — almeno così risultava denunciato — uno stato di quasi dissesto. Tant'è che nel caso di un'assemblea della società si pose all'ordine del giorno il deliberato di richiesta del concordato preventivo o alternativamente della amministrazione controllata. E nell'assemblea, immediatamente successiva, si ritenne di considerare la possibilità di procedere alla liquidazione. Questi fatti oggettivi provenienti dallo stesso organismo verso il quale la CONSOB doveva necessariamente attivarsi, ci spinsero a disporre un'ispezione volta, in armonia con il dettato di legge, a raccogliere dati e notizie utili all'economia del giudizio, e quindi da consentirci l'adozione responsabile di provvedimenti. In effetti, per come ha già avuto occasione di dire il nostro presidente, il mercato della borsa — che vive come è noto un momento di preoccupante crisi — è assai sensibile a qualsiasi tipo di provvedimento. Occorre cioè fare uso di prudenza per evitare l'aggravarsi della crisi di fronte agli effetti cosiddetti collaterali.

Abbiamo così ritenuto opportuno e conveniente disporre la sospensione della negoziazione del titolo, nell'intento generico di regolare il mercato e particolare di tutelare l'azionista. Perchè ovviamente ci pareva che il valore del titolo, a quel momento, non cor-

rispondesse alla effettiva consistenza patrimoniale della società.

Per quanto concerne poi il cosiddetto « mercatino » ci siamo resi partecipi del problema, a noi del resto prospettato da più parti, segnatamente dal settore della negoziazione. Abbiamo infatti avuto modo di sentire gli organi locali di borsa, i quali hanno esternato il convincimento che il mercatino debba riprendere a vivere in maniera regolare e non clandestina. Si ricorderà che la sentenza del marzo 1975 della Suprema Corte di Cassazione aveva fatto divieto agli agenti di cambio — professionisti per eccellenza in questo settore della intermediazione — di trattare in borsa titoli non quotati. Ne è derivata una situazione di paralisi nell'immediato. È seguita — come di solito avviene in casi del genere — la proliferazione di iniziative, varie tra loro, non tutte regolari. Leggevo pochi giorni fa su un quotidiano economico che 19 banche hanno creato un circuito chiuso — cioè all'interno del gruppo — per negoziare titoli, non quotati. Il che significa esclusione o mancanza di riferimento per altri venditori e acquirenti interessati. Abbiamo anche appreso che in talune borse, sempre per quel che riguarda il mercatino, si segue un certo metodo, in altre un diverso comportamento. La regolamentazione del mercatino appare dunque indispensabile. Inoltre il mercatino, come è stato messo in evidenza dal senatore De Ponti, costituisce il vivaio dei nuovi titoli del mercato ufficiale; attraverso di esso la borsa può arricchirsi. Attraverso cioè l'immissione di quei titoli che risultino largamente ed abitualmente negoziati e che comunque siano meritevoli della fiducia dei risparmiatori.

Il mercatino non può essere sottratto alla disciplina della CONSOB per un duplice ordine di ragioni: primo, perchè la CONSOB ha per istituto la funzione di regolare il mercato mobiliare (e non mi pare possa contestarsi che nella nozione di « mercato mobiliare » debba ricondursi anche il mercatino, dove si commerciano titoli, sia pure non quotati); secondo, perchè la CONSOB, essendo deputata, come ho detto ad ammettere i titoli mobiliari liberi alla quotazione uffii-

ziale, deve necessariamente essere posta in grado di conoscere e verificare anche il corso tali titoli azionari, prima cioè che passino alla vita ufficiale.

Quanto alla disciplina, un dato di fatto che mi pare sia già stato recepito nel disegno di legge d'iniziativa del senatore De Ponti, è che il controllo apportato per il negoziato in borsa non può essere, senza trasformarsi in un rigidismo inopportuno, trasferito al mercatino. Diversamente si profilerebbe il pericolo di un terzo mercato, il che deve essere evitato.

M I C O N I. Debbo comunicare al senatore Bergamasco che il numero delle comunicazioni pervenute alla CONSOB al 15 dicembre è di 4.699. Non le abbiamo potute evidentemente studiare a fondo; le abbiamo tuttavia classificate per effettuare un certo esame. Sono 223, invece, le comunicazioni sull'attività semestrale.

D E M A R C H I. Sono grato al Senato per l'occasione che mi è data. Il senatore De Ponti ha parlato del suo progetto di legge sul mercatino. Il problema della regolamentazione del cosiddetto « mercatino » è oggi all'attenzione di tutti gli operatori del settore. Migliaia di azionisti hanno comperato titoli al mercatino — tollerato, anche se non legalmente statuito — e oggi si trovano in enormi difficoltà qualora vogliano rivendere.

E questa è una delle tante cause che può in questo momento aver disarmato gli azionisti. Perché l'azionista non è che vada solo al mercato ufficiale, ma si interessa a tutto quello che può dare un reddito, una possibilità di guadagno, anche se vi può essere un rischio, come diceva il senatore Segnana. Ora il progetto del senatore De Ponti prospetta qualcosa di nuovo, che però — forse — bisogna ridimensionare, ed è la contrattazione a termine. Molte volte la liquidazione del contante si prolunga per molti mesi. Questo lo abbiamo visto in parecchi casi, per esempio con la Banca Privata Italiana, che è stata contrattata al mercatino e la liquidazione dei contratti è avvenuta quan-

do le azioni non valevano più niente mentre erano state acquistate al prezzo di migliaia di lire. Se le azioni fossero state trattate a termine la liquidazione sarebbe avvenuta normalmente. Comunque, la proposta di fissare dei calendari periodici per le liquidazioni al mercatino è valida, tenendo presente però che per molte azioni quotate allo stesso, specialmente per quelle delle Banche popolari, ci vuole il benessere per il trapasso. In ogni modo, gli incoraggiamenti tecnici ci possono essere.

Il senatore Segnana ha parlato dei profitti delle imprese, e questi profitti sono una delle molle che potrebbero fare scattare investimenti in capitale di rischio. Purtroppo, questi profitti oggi sono molto limitati per la congiuntura e ciò costituisce una delle cause della disaffezione dei risparmiatori.

Il senatore Borsari ha chiesto quale aiuto si può dare al mercato mobiliare. Gli aiuti sono parecchi. La prima molla per il mercato mobiliare è una congiuntura favorevole.

Dalla crisi del '29 in poi abbiamo visto che il mercato mobiliare si muove quando la congiuntura va. È stato già detto qualcosa su quelli che possono essere gli incentivi fiscali. Tali incentivi possono in parte giovare, ma se gli utili non ci sono i dividendi non possono venir distribuiti. L'autofinanziamento in questi anni è quasi sparito. Ora un incentivo a questi autofinanziamenti mi pare che venga dalla legge Visentini la quale permette anche maggiori ammortamenti; quindi, se c'è un flusso di cassa sufficiente, si possono fare maggiori ammortamenti in esenzione fiscale e perciò più denaro resta nelle casse dell'azienda. Prima della legge Visentini l'azienda sarebbe stata tassabile se avesse fatto ammortamenti adeguati al nuovo valore degli impianti. Il senatore De Ponti voleva parlare di qualcosa di simile a quanto la legge Visentini ha statuito per le azioni di risparmio, quando ha accennato alle azioni privilegiate: e cioè considerare un costo aziendale l'ammontare dei relativi dividendi.

Qualcosa si può anche fare per migliorare il funzionamento delle borse. Non mi fermo sui dettagli. Ma qualcosa c'è, e

di molta importanza. La nostra borsa forse è l'unica, o una delle poche, nelle quali non avvengono le rilevazioni delle posizioni all'aumento e delle posizioni al ribasso. La legge non le impone ed i comitati direttivi non hanno mai avuto modo di chiedere agli operatori questo. Ciò è molto importante. Noi spesso leggiamo: nella Borsa di Nuova York sono tante le posizioni al rialzo e tante al ribasso. Anche a Parigi ci sono queste rilevazioni che costituiscono un elemento per gli interventi degli operatori, siano essi speculatori (perchè una sana speculazione ci vuole), siano essi investitori effettivi, e perciò penso che tali rilevazioni debbano essere attuate anche da noi.

Faccio qui un accenno a qualcosa che si potrebbe fare per la tutela delle minoranze; qualcosa che esiste a Parigi (se ne è parlato in una relazione francese). Quando avviene un passaggio di pacchetti di maggioranza, in un certo modo anche i possessori di azioni di minoranza possono inserirsi in questo passaggio. Credo che questo sarebbe uno degli strumenti più efficaci per invogliare ad investire in capitali di rischio.

E poi torno a quello che ha detto il senatore De Ponti sul progetto dei fondi comuni. Sono almeno dieci-dodici anni che in Italia si chiedono i fondi comuni, che penso siano efficaci sia nel campo immobiliare che in quello mobiliare. E se non sono troppo audace vorrei chiedere al potere legislativo che facesse in modo che finalmente questo progetto arrivasse a termine. Forse in questo momento costituirebbe uno degli elementi per poter aiutare le aziende a reperire capitali di rischio. Grazie. Ho terminato.

M A S E R A . Siamo forse ancora debitori di chiarimenti sulle motivazioni di fondo che hanno caratterizzato l'evoluzione del capitale di rischio e le posizioni di indebitamento delle imprese nel periodo recente. Questa analisi deve essere condotta per aderire all'invito espresso dagli onorevoli senatori nei loro interventi prendendo in considerazione sia l'esperienza italiana, sia quella degli altri paesi. La risposta agli interro-

gativi posti è indubbiamente impegnativa e difficilmente potrà essere esauriente. Vorrei soprattutto porre l'accento su taluni aspetti strutturali aventi rilevanza nel quadro promozionale del mercato finanziario.

Come ha sottolineato il senatore De Ponti l'allocazione del risparmio dovrebbe aver luogo sulla base del rendimento atteso del capitale. Ora questo elemento, indicativo del grado di efficienza degli impieghi, pone in evidenza una profonda modifica di struttura nelle attività finanziarie italiane durante gli anni recenti, che ha condotto ad una riduzione, fra il triennio 1960-1962 e il triennio 1972-1974, del rapporto fra il capitale di rischio e il totale delle attività finanziarie dal 40 all'11 per cento, su dati di valori di borsa e dal 40 al 17 per cento su dati a corsi costanti.

Per rispondere in modo più esauriente al quesito del senatore Borsari circa le principali cause che hanno determinato l'accennata evoluzione della struttura finanziaria italiana, osservo che la flessione del capitale di rischio in Italia si ricollega in massima parte alla diminuzione del tasso di profitto, cui hanno contribuito molti fattori, tra cui sono da indicare: la probabile minore produttività del capitale, l'acuirsi delle spinte salariali ed infine la maggiore concorrenza internazionale, provocata dalla minore dinamica della domanda interna dei vari paesi a fronte della accresciuta capacità produttiva mondiale.

La caduta dei valori azionari è stata anche in parte conseguenza della accresciuta rischiosità finanziaria delle imprese, per il peggioramento del loro *leverage*, ossia del rapporto fra l'indebitamento delle imprese e il totale dei fondi da esse amministrati. Il peggioramento del grado di *leverage*, a sua volta si è ripercosso sugli investimenti. Stime econometriche indicano che ogni incremento di un punto del rapporto indebitamento-fondi complessivi si è accompagnato ad una caduta del 6 per cento degli investimenti industriali.

A questo punto vorrei assolvere il debito di informazione statistica verso il senatore

Bergamasco riguardante il rapporto tra l'indebitamento a medio e lungo termine e il capitale di rischio nel Regno Unito, necessario per completare il quadro comparativo dell'Italia con i principali paesi industriali considerati nella relazione della CONSOB a codesta Commissione. Al riguardo comunico che detto rapporto si può stimare per il 1973 intorno al 32 per cento.

La discesa tendenziale dei corsi azionari prosegue ormai dal 1962, salvo qualche periodo di ripresa nelle brevi fasi congiunturali di risalita dei profitti d'impresa. In questo arco di tempo si è avuto un progressivo allontanamento dei « cassetisti », e in generale delle famiglie, dalle borse valori.

In un sistema economico ormai essenzialmente « garantista » quale è quello italiano, per le aspettative di un intervento « in extremis » dello Stato per il salvataggio delle imprese in difficoltà, l'aggravarsi del rischio di dissesto delle imprese finisce con l'accompagnarsi proprio con una « diffusione » del rischio stesso verso la collettività. Sia lo Stato direttamente, sia il sistema bancario-finanziario si considerano coinvolti nelle sorti delle singole imprese. Questo processo di diffusione del rischio nella società non è privo di gravi pericoli, perchè finisce col non premiare gli imprenditori che si assumono consapevolmente rischi che consentono di allargare l'area produttiva, e col non punire le iniziative errate e maldestre che si concludono con una distruzione della ricchezza del Paese. Naturalmente a questo processo non si rimedia con l'inserimento del sistema bancario-finanziario nella gestione delle imprese.

Nel quadro della problematica connessa con l'analisi dei fattori interni operanti sulla borsa e cioè attinenti alla sua organizzazione e alla sua struttura, occorre osservare che la stratificazione dell'esistente regolamentazione che per molti aspetti risale ancora al 1913 non crea un clima di chiarezza.

L'istituzione della CONSOB dovrebbe rappresentare un passo positivo e importante sulla via della revisione ed è ben chiaro che essa trova la sua base nella disciplina della

vitalità delle aziende, non già nella regolamentazione del loro trapasso.

Intervenire in termini di vitalità significa che anche noi, nei limiti delle nostre competenze e nel quadro delle nostre responsabilità, dobbiamo concorrere a quell'azione di propulsione del mercato dei capitali, essenziale per lo sviluppo degli investimenti produttivi del Paese. Sotto questo profilo indubbiamente la CONSOB può, da un lato, fornire un notevole contributo in sede di approntamento delle normative e degli indirizzi operativi che investono il mercato mobiliare, dall'altro, svolgere, sulla base dei dati raccolti ai fini del controllo un'attività di analisi nel campo economico e finanziario intesa a promuovere proposte e suggerimenti *de iure condendo* sul funzionamento del mercato. Grazie.

P R E S I D E N T E . Mi sembra che a questo punto possiamo concludere ringraziando il professor Miconi e gli altri autorevoli membri della CONSOB che sono intervenuti a darci ampi chiarimenti sui quesiti che erano stati posti dai componenti la Commissione. Credo che su due punti possiamo dire di essere assolutamente convergenti: il primo è che dovremmo rivederci con una certa periodicità, e il secondo che, anche nelle nostre iniziative di carattere legislativo, potremmo avere un valido consiglio da parte dei membri della CONSOB, sia pure non ufficialmente, operando insieme per migliorare la situazione della borsa in Italia, che ancora non si sa quanto sia valida nelle sue strutture attuali.

Grazie ancora a tutti, con l'augurio di rivederci presto.

Il seguito dell'indagine conoscitiva sul funzionamento delle borse valori in Italia è, quindi, rinviato ad altra seduta.

La seduta termina alle ore 12,25.