

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

3^a SEDUTA

MARTEDÌ 11 FEBBRAIO 1975

Presidenza del Presidente VIGLIANESI

INDICE DEGLI ORATORI

PRESIDENTE	Pag. 47, 51, 52 e <i>passim</i>	ARCAINI	Pag. 47, 57, 58 e <i>passim</i>
BERGAMASCO	75	CALABRESI	62
BORSARI	58, 73, 75 e <i>passim</i>	DUBINI	79
CAROLLO	71, 73, 74	PESENTI	80
DE FALCO	53, 61, 70 e <i>passim</i>	RONDELLI	51, 59, 61
DE LUCA	55	RODINO'	63, 71, 76 e <i>passim</i>
DE PONTI	73		
PAZIENZA	52, 70, 71		
PINNA	56, 72		
RICCI	54		
SEGNANA	55, 59, 71 e <i>passim</i>		

6^a COMMISSIONE

3° RESOCONTO STEN. (11 febbraio 1975)

Intervengono alla seduta, a norma dell'articolo 48 del Regolamento, il Presidente ed il Direttore generale dell'Associazione bancaria italiana Giuseppe Arcaini e Gian Franco Calabresi e l'Amministratore delegato del Credito italiano, Lucio Rondelli.

Intervengono inoltre il Presidente ed il Condirettore generale dell'Associazione fra le società italiane per azioni, Marcello Rodinò e Antonio Berliri, accompagnati dai membri della Giunta direttiva della stessa Associazione Emanuele Dubini, Carlo Pesenti e Giorgio Tupini.

La seduta ha inizio alle ore 17,05.

MARANGONI, segretario, legge il processo verbale della seduta precedente, che è approvato.

PRESENTE. L'ordine del giorno reca il seguito dell'indagine conoscitiva sul funzionamento delle Borse valori in Italia.

Non starò a ripetere quali siano i motivi ispiratori dell'indagine, nata dalla preoccupazione per la crisi che investe il sistema borsistico, che non sembra riesca ad assolvere in modo efficiente la sua funzione di mediazione tra il mondo dell'impresa e quello del risparmio. Fondamentalmente, il nostro obiettivo è cercare di accertare le cause di questa crisi, sperando che da tale esame possano scaturire delle proposte di innovazione, tali da restituire fiducia ai risparmiatori e possibilità finanziarie alle imprese; nelle sedute precedenti abbiamo sentito i rappresentanti degli agenti di cambio e quelli delle camere di commercio, il cui pensiero potremmo sintetizzare, per somme linee, nell'opportunità — sottolineata soprattutto dai primi — di concentrare nella Borsa tutte le contrattazioni su titoli.

Vorremmo quindi sapere dagli intervenuti alla seduta odierna che cosa pensino di tale tesi in particolare e quali siano i loro orientamenti a proposito delle società di revisione e certificazione. Vorremmo anche sapere se ritengono che la CONSOB, nella pienezza delle sue funzioni, potrà restituire un certo tono, una certa trasparenza, per così dire, al mercato mobiliare.

Mi fermo a questo punto, lasciando ai rappresentanti dell'Associazione bancaria italiana il compito di iniziare il discorso ed ai colleghi della Commissione di avanzare quelle domande che riterranno opportune.

ARCAINI. Per deferenza verso l'alta e ben qualificata sede che ci ospita, e poichè ci proponiamo di dare il più valido contributo all'indagine conoscitiva sul funzionamento delle Borse valori — che ci si augura possa finalmente costituire la base per l'atteso riassetto organico di queste istituzioni — crediamo necessario improntare i nostri interventi a tre criteri:

chiarezza, quale non sempre è dato riscontrare in questa materia non solo per il tecnicismo di molti aspetti di essa, ma anche per la molteplicità degli interessi coinvolti, che sono spesso il riflesso di posizioni particolari;

concretezza, per sottoporre alla Commissione elementi e indicazioni che siano validi ai fini di una duratura strutturazione istituzionale della Borsa e che nel contempo tengano conto della situazione e dei problemi contingenti;

obiettività, giacchè il settore bancario, sia per la sua caratteristica operativa di collaborazione con ogni altro settore economico, sia per la elevata componente pubblicitica che contiene, intende porsi, com'è suo costume, in una posizione di equanime imparzialità nei confronti di interessi particolari.

Siamo quindi a disposizione per esprimere, compiutamente e al di fuori di ogni reticenza, quelli che a nostro avviso sono gli aspetti che con maggiore urgenza richiedono di essere affrontati, e ciò superando la difesa di posizioni di categoria in un'ottica di attivazione dell'istituto borsistico a fini di utilità economica generale

Naturalmente in questa sede, che è la più idonea per una attenta comparazione dei diversi punti di vista, non si mancherà di tenere il debito conto delle interrelazioni che legano fra loro i vari aspetti e della globalità delle soluzioni da adottare per l'atteso riassetto della Borsa.

6^a COMMISSIONE

3° RESOCONTO STEN. (11 febbraio 1975)

Una prima considerazione porta inevitabilmente a rilevare che la « crisi » della Borsa non è soltanto crisi delle sue strutture operative: infatti nell'analizzare i fattori che ne influenzano la funzionalità non si può prescindere dal considerare determinante il substrato costituito dall'ambiente economico nel quale l'istituto opera.

Se è vero che un sistema economico « efficiente » deve potersi avvalere di un mercato finanziario « efficiente » è altrettanto vero che il mercato finanziario risente e rispecchia le difficoltà e le « inefficienze » del sistema economico.

L'insufficiente volume del risparmio che sotto forma di capitale di rischio affluisce alle imprese produttive non può certo essere attribuito unicamente a fattori di natura tecnico-legislativa tipici delle nostre Borse valori, le quali, almeno per il primo quindicennio di questo dopoguerra, si sono dimostrate in massima strumenti adeguati alle esigenze di finanziamento delle imprese, nella fase di ricostruzione e di sviluppo, anche se non del tutto idonei a soddisfare le aspettative del risparmio.

Nel periodo successivo le imprese produttive hanno dovuto sostenere, anche in presenza di una vivace concorrenza internazionale, un'ininterrotta pressione sull'equilibrio dei conti economici, con compressione dei margini di autofinanziamento e di ammortamento e talvolta addirittura con risultati negativi.

Nella misura nella quale non hanno potuto conseguire una adeguata redditività, esse — come ha avuto occasione di rilevare anche il senatore Pastorino — si sono trovate nell'obiettivo impossibilità di trarre un volume sufficiente di capitali di rischio dal mercato finanziario, e ciò indipendentemente dalla struttura e dalla tecnica adottata nelle operazioni di Borsa.

Ha inoltre concorso a scoraggiare le imprese dal ricorrere ad aumenti di capitale il fatto che esse, per l'emissione di nuove azioni, avrebbero dovuto sostenere costi superiori a quelli richiesti da varie forme di indebitamento, specie se sotto forma di prestiti a tasso agevolato.

I dati forniti al riguardo dal senatore De Ponti nella sua pregevole relazione introduttiva sembrano sufficientemente significativi per evidenziare il continuo deterioramento del rapporto fra capitale di rischio e capitale di credito registrato nelle nostre imprese soprattutto in quest'ultimo decennio.

Il risparmiatore, d'altra parte, non è più salvaguardato dall'erosione monetaria nemmeno attraverso l'investimento azionario se, come mostrano dati ufficiali, il valore dell'investimento in titoli azionari si è ridotto dal 1962 ad oggi anche in termini assoluti; in particolare — a potere di acquisto costante — si è avuto in media, in questo periodo, una perdita del 7 per cento all'anno.

La situazione del sistema economico, che non può non riflettersi sulla funzionalità della Borsa, è certamente aggravata da fattori obiettivi e da fattori psicologici che, oltre a scoraggiare l'afflusso alle imprese di capitale di rischio, fanno sì che il risparmiatore abbia preferito a tale forma di impiego — almeno finché il tasso d'inflazione non ha superato certi limiti — quelle che presentano minor rischio e maggiore liquidità.

Esistono quindi rapporti di stretta interconnessione fra i problemi di natura operativa dell'istituto borsistico e i problemi di fondo di carattere economico. Sul piano delle dimensioni del mercato sarebbe vano attendersi risultati soddisfacenti da una semplice diversa ripartizione di lavoro fra categorie di operatori: è soltanto da un'effettiva ricostruzione del mercato, da attuarsi con la partecipazione del pubblico e con un ridimensionamento della speculazione, che possono aversi sviluppi risolutivi per tutti gli operatori e per la ripresa degli investimenti.

Fatta questa necessaria premessa di impostazione del « rango » dei problemi, passiamo a delineare le nostre vedute sul modo di migliorare struttura e funzionamento delle Borse.

Il settore creditizio, che, ogni qualvolta è possibile, suole dare, anche se in silenzio, un contributo di concretezza e di efficienza alla soluzione dei problemi di generale interesse, ha elaborato a mezzo di un gruppo di qualificati esperti — e in quest'occasione ci onoriamo di sottoporlo alla competente valuta-

zione della Commissione — uno schema di progetto di riforma organica che considera in una prospettiva nuova e moderna gli aspetti più essenziali della Borsa.

Il progetto trae origine non solo da una analisi comparata del nostro ordinamento borsistico con quelli dei principali mercati esteri, regolamentati da normative più moderne ed adeguate, ma anche dalle indicazioni sostanziali emerse nei lavori a più riprese svolti dalle diverse Commissioni ministeriali di riforma, con l'attiva partecipazione di esperti di varia estrazione.

A questo punto, prima di illustrare i punti principali del progetto, si rende necessaria qualche precisazione, anzitutto per sottolineare il ruolo che il sistema bancario svolge in rapporto all'attività della Borsa e quale supporto del mercato dei titoli, e questo compito sarà assolto dal dottor Rondelli, in ragione della sua diretta personale competenza, in secondo luogo, per respingere l'opinione, da taluno manifestata in uno spirito polemico che non raccogliamo, secondo la quale si attribuirebbero al sistema bancario responsabilità che invece chiaramente non gli competono.

Il nostro settore considera gli agenti di cambio dei professionisti degni di tutto il rispetto e l'apprezzamento dovuto a pubblici ufficiali che svolgono un ruolo di primaria importanza: con essi desidera pertanto sviluppare una costruttiva collaborazione esaminando con serietà problemi che sono comuni e che travalicano di gran lunga interessi particolaristici, e trovando formule operative idonee a realizzare una valida integrazione delle rispettive funzioni e possibilità, a tutto vantaggio dello sviluppo del mercato.

Passando ora ai punti più essenziali della riforma proposta, per quanto riguarda gli organi di disciplina e vigilanza sulla Borsa, in armonia con i criteri informativi della legge n. 216 del 1974, più ampi e penetranti poteri di intervento in materia di organizzazione e funzionamento delle Borse sono da attribuire alla CONSOB

L'esigenza di una regolamentazione a livello locale verrebbe poi soddisfatta mediante la creazione dei « Comitati di Borsa »

che, nel sostituire gli attuali organi locali, diverrebbero strumenti di più immediata attuazione delle direttive dell'organo centrale e di più elastico intervento in relazione alle mutevoli e particolari esigenze tecniche del mercato.

Il tema della figura e dell'attività delle categorie operanti in Borsa rappresenta la parte maggiormente innovativa del progetto, nella quale vengono recepite le istanze e le aspirazioni delle categorie professionali di svolgere l'attività di mediazione sulla base di strutture associative. Viene così prevista la figura delle « società intermediarie di Borsa » sotto forma di società per azioni, che per corrispondere ad esigenze di sicurezza e garanzia delle contrattazioni debbono essere costituite su solida base patrimoniale.

Esse possono acquistare la titolarità di un seggio in Borsa quando questa venga loro conferita da un agente di cambio, e alla loro costituzione possono partecipare soggetti appartenenti alle tre categorie che esercitano funzioni di intermediazione.

Le loro funzioni sono estese, oltre che alla pura intermediazione in Borsa con pienezza di facoltà, allo svolgimento di tutta la vasta gamma di operazioni, principali e accessorie, inerenti ai titoli, e ciò sia per adeguare le strutture delle nostre categorie di operatori alle esigenze poste dalle modificazioni qualitative e quantitative degli affari, sia per conformare alla legge, secondo chiarezza e trasparenza, una situazione già di fatto esistente sul mercato.

All'agente di cambio, persona fisica, sono naturalmente da mantenere le tradizionali caratteristiche di pubblico ufficiale, essenziali per lo svolgimento in forma individuale della pura mediazione, con le necessarie garanzie di « indipendenza ».

La sicurezza delle contrattazioni, che costituisce un'esigenza fondamentale della Borsa, viene poi rafforzata, oltre che con la nuova configurazione degli intermediari (persone fisiche e giuridiche), con una rigorosa regolamentazione di tutte le altre categorie operanti in Borsa. Tra esse assume un'importanza preminente quella delle contropartite di Borsa, sulle quali viene a ricadere in ogni caso la responsabilità delle operazioni,

e che pertanto sono state configurate secondo schemi idonei ad assicurarne una adeguata capacità patrimoniale.

Nello stesso tempo l'istituzione di un ruolo unico nazionale degli intermediari ufficiali, oltre ad impostare secondo criteri di unicità lo svolgimento della funzione, viene ad assicurare il necessario ricambio degli operatori presso le singole Borse secondo un'aspirazione fortemente sentita nell'ambito degli agenti di cambio.

L'esigenza di pubblicità, fondamentale per un corretto funzionamento del mercato, della quale si è data carico anche la recente legge 7 giugno 1974, n. 216, viene soddisfatta attraverso il conferimento alla CONSOB di ampi poteri di controllo e ispettivi nei confronti di tutte indistintamente le categorie operanti in Borsa, nonché attraverso l'istituzione dell'obbligo della tenuta di analitiche registrazioni contabili e di segnalazioni riassuntive mensili alla Commissione stessa. Si assicura così all'organo di controllo la conoscenza di dati e notizie indispensabili per un'esatta valutazione della situazione tecnica e per un tempestivo intervento, quando richiesto da situazioni anomale di mercato. La conseguente possibilità di diffusione in via ordinaria da parte della Commissione di tutte le informazioni necessarie al pubblico dei risparmiatori, ponendo fine alle carenze oggi riscontrabili e alla legittima diffidenza diffusasi verso un mercato considerato dominio di pochi iniziati, è un fattore positivo di cui non occorre sottolineare l'importanza.

Altro problema la cui soluzione è indispensabile in vista della finalità di potenziare il mercato ufficiale è quello di assicurare un sistema atto a dare la massima garanzia a ciascun investitore, ed a ciascun operatore economico in genere, circa la sicurezza del lavoro svolto per il tramite degli operatori ufficiali. Tale problema è stato risolto su basi sostanzialmente diverse da quelle degli strumenti di garanzia finora realizzati (quali ad esempio cauzioni, costituzioni di speciali fondi, risultati peraltro inefficaci) o soltanto ipotizzati (copertura assicurativa del rischio professionale), facendone discendere la soluzione dalla stessa organizzazione istituzionale dei soggetti di Borsa la quale, come già accennato, comporta che la responsa-

bilità del buon fine delle operazioni ricada su soggetti patrimonialmente capaci.

Tale sistema è stato tuttavia potenziato e integrato con l'istituzione in via permanente di un « deposito a garanzia » da parte di chiunque effettui operazioni in Borsa.

Le finalità che hanno ispirato tale innovazione risiedono essenzialmente nell'opportunità di dotare, in via permanente, la Commissione nazionale di un flessibile strumento di intervento al verificarsi di eventuali eccessi speculativi sul mercato finanziario. Nello stesso tempo essa assicura una sufficiente garanzia alle contropartite di Borsa circa il buon fine delle operazioni poste in essere per conto della clientela.

L'introduzione poi di una specifica normativa riguardante la procedura di ammissione alla quotazione di nuovi titoli e l'istituzionalizzazione degli attuali « mercati ristretti » che, in quanto utili strumenti per l'acclimatazione di nuovi titoli al mercato, sono assoggettati a specifici controlli, costituiscono anch'esse due risultati che nel quadro di una ristrutturazione della Borsa non possono essere considerati d'importanza secondaria.

Si è ritenuto infine di inserire nel progetto una specifica disciplina delle offerte pubbliche di acquisto, integrativa di quella prevista dalla legge n. 216, sia per la tutela dei risparmiatori e degli investitori, sia per la rilevanza che tali operazioni assumono a livello di politica economica.

Avviandoci a concludere quest'esposizione, è da rilevare come con la soluzione di carattere globale e inscindibile che viene da noi prospettata si pongano le premesse reali per ottenere l'auspicata convergenza della maggioranza delle operazioni in un solo mercato.

Allorchè un'operazione si avvicina alla Borsa, essa assume connotati ben definiti che non possono essere subordinati alle specifiche motivazioni che l'hanno determinata, si assoggetta a regole in nessun modo derogabili ed è eseguita in conformità alle norme che disciplinano l'istituto. Ciò si ritiene realizzabile sia ammodernando le strutture degli operatori di Borsa, sia imponendo la necessaria chiarezza delle contrattazioni, attraverso obblighi di segnalazione, pubblicità, controlli eccetera.

6^a COMMISSIONE

3° RESOCONTO STEN. (11 febbraio 1975)

Superando interessi particolari e tendenze monopolistiche l'applicazione a tutti i soggetti che operano nel mercato di norme chiare, precise e rigorose quali risulteranno dal sistema della CONSOB dovrebbe valere ad assicurare l'auspicata trasparenza del mercato, intesa come chiarezza assoluta da cui emergano inequivocabilmente ruoli e posizioni sia all'interno della Borsa, sia nei suoi rapporti con il più vasto contesto economico generale.

Questa è la via atta a preparare un'inversione della tendenza al progressivo allontanamento dei risparmiatori dai valori mobiliari e a ripristinare quell'equilibrio tra capitale di rischio e capitale di credito che è indispensabile alle imprese per assumere strutture finanziarie meno rigide e sotto ogni profilo più tranquille.

Questa è pure la via che può condurre il nostro paese a mantenere anche nei rapporti di integrazione europea e di cooperazione internazionale il posto che meritano le sue strutture economiche e finanziarie.

PRESIDENTE. Ringrazio il dottor Arcaini per l'ampia esposizione fatta. Peraltro, debbo dire che il materiale fornitoci dall'Assobancaria è molto vasto: non si limita infatti alla relazione del dottor Arcaini, ma contiene un vero e proprio schema di disegno di legge, ampio e completo, su cui potremo discutere molto — credo — nelle prossime settimane, quando riaffronteremo il problema.

Do ora la parola al dottor Rondelli, amministratore delegato del Credito italiano.

RONDELLI. Signor Presidente, onorevoli senatori, l'Associazione ritiene che l'obiettivo della cosiddetta trasparenza del mercato mobiliare non sia raggiungibile attraverso il semplice convogliamento alla Borsa di tutte le contrattazioni, ma soltanto attraverso la disposizione di un procedimento molto più articolato, che assicuri il risparmiatore che ha intenzione di avvicinarsi a quel mercato su due aspetti fondamentali: uno relativo alla conoscenza della reale situazione gestionale e di profitto dell'impresa, attraverso la chiarezza dell'informazione so-

cietaria, l'altro, più a monte, relativo alla conoscenza di quelli che sono gli aspetti tecnici del mercato.

È necessario peraltro rimanere aderenti alla realtà delle cose e quindi dire che la Borsa è di per se stessa un mercato dei saldi, non solo nel nostro Paese, ma anche in altri, come ad esempio in Francia, il cui mercato, forse, sotto l'aspetto istituzionale è il più vicino a quello italiano. E che nei fatti sia un mercato dei saldi è dimostrato anche dalle poche cifre che siamo riusciti a raccogliere in questo frattempo. Gli agenti di cambio dichiarano che l'80 per cento degli ordini che sono chiamati ad eseguire in Borsa sono di provenienza dal sistema bancario. Nel 1973, limitando l'indagine soltanto a sette istituti bancari operanti nel nostro Paese ed escludendo importanti istituti, è risultato che questi hanno passato agli agenti di cambio ordini per un controvalore complessivo di 3.262 miliardi.

Ora, prendendo per buona l'affermazione degli agenti di cambio, c'è da dire che tale cifra sarebbe pari all'80 per cento del volume degli affari.

Orbene, dalle denunce degli agenti di cambio risultano eseguiti contratti per 2.817 miliardi. La Borsa è pertanto per necessità di cose un mercato dei saldi e quando anche venissero rapportati tutti indistintamente gli ordini di compera e di vendita non è che si otterrebbero risultati migliori sul piano della chiarezza. Piuttosto, noi riteniamo che per perseguire l'obiettivo della chiarezza sia innanzitutto necessario definire esattamente la posizione, la funzione, la responsabilità dei diversi soggetti che si affacciano su un certo mercato; questi soggetti devono essere tutti sottoposti ad una precisa disciplina inerente la tenuta delle registrazioni e la pubblicità delle registrazioni stesse di modo che l'organo centrale di controllo possa assemblare i dati e renderli pubblici, mettendo così il risparmiatore in condizione di valutare quale sia la situazione tecnica concernente un determinato titolo.

Sarà allora molto interessante vedere quali saranno le posizioni al rialzo, quelle allo scoperto, quanti titoli siano stati dati a riporto, quanti siano gli scarti forniti dai vari

operatori e conoscere, ad esempio, se il capitale di una certa società è passato di mano, nell'arco di un mese borsistico, due o tre volte o se, piuttosto, non è restato in circolazione solo in ragione del dieci per cento.

Quindi, chiarezza della posizione, della funzione, della responsabilità degli attori che si affacciano sulla scena del mercato borsistico; disciplina comune, penetrante, incisiva nel campo delle registrazioni, di modo che sia sempre ricostruibile la posizione tecnica che contraddistingue determinate operazioni. In tal modo il risparmiatore avrà due elementi di valutazione; cioè, potrà apprezzare quanto la quotazione del titolo riflette gli aspetti gestionali dello stato di salute della azienda che ha il titolo quotato in borsa e quanto — invece — derivi da un fatto tecnico o da un fatto speculativo.

Insistiamo molto sulla chiarezza della posizione e della definizione perchè oggi abbiamo sul mercato degli intermediari che spesso assumono anche la figura di imprenditori; non vogliamo polemizzare, però non sono infrequenti i casi di fallimento di agenti di cambio, cioè di quegli operatori che agiscono senza nominare la contropartita e che non consentono quindi di stabilire se operano effettivamente come intermediari o se, invece, operano in proprio.

Riteniamo dunque che debba essere dato spazio alla figura del vero e proprio intermediario il quale, per essere tranquillizzante per il risparmiatore, deve avere anche un supporto patrimoniale adeguato e garantito.

Questi sono dunque i concetti fondamentali che noi riteniamo debbano essere tenuti presenti.

Per quel che riguarda il controllo riteniamo che debba considerarsi l'opportunità di sostituire ai diversi organismi che oggi operano con funzioni di controllo un unico organo in stretto collegamento con la CONSOB, di modo che questa riesca a far adottare una matrice comune di valutazione e di comportamento ai diversi organi periferici che operano nelle singole Borse. Mi pare che proprio su questo aspetto il presidente Vighianesi chiedesse una maggiore chiarezza.

P R E S I D E N T E . Ringrazio il dottor Rondelli per la sua esposizione, che ha effet-

tivamente aggiunto altri elementi chiarificatori dopo quelli esposti dal presidente Arcaini.

P A Z I E N Z A . Ringrazio il presidente Arcaini ed il dottor Rondelli per i chiarimenti che hanno dato alla nostra Commissione.

La memoria articolata ed ampia che ci è stata letta inizia affermando l'esigenza di tre criteri: chiarezza, concretezza ed obiettività. Proprio volendomi ispirare a questi stessi criteri vorrei addentrarmi nella relazione facendo riferimento ad alcune frasi che, invece, appaiono troppo sfumate.

Nella relazione vi è un'affermazione senza dubbio interessante: si dice che il primo quindicennio del dopoguerra ha visto le Borse operare come strumenti adeguati alle esigenze di finanziamento delle imprese. Si aggiunge poi che nel periodo successivo le imprese produttrici hanno dovuto sostenere un'ininterrotta pressione sull'equilibrio dei conti economici e, in inciso, si precisa che ciò è avvenuto « anche in presenza di una vivace concorrenza internazionale ».

E qui la relazione mi sembra un po' sfumata, dove io invece invocarei il rispetto dei criteri prima richiamati. In definitiva, io vorrei sapere con più chiarezza ed obiettività: dopo questo primo quindicennio che cosa è successo, con riferimento ai fattori interni, per incidere in maniera così pesante sull'equilibrio dei conti economici al punto da sconvolgere il mercato borsistico e da renderlo, da allora, asfittico fino ad arrivare ad una perdita percentuale costante, come è detto nella stessa relazione, del 7 per cento annuo negli investimenti di Borsa?

Questa è una prima domanda alla quale gradirei avere una risposta. La seconda domanda la rivolgerei direttamente al dottor Rondelli, anche perchè mi è parso che il presidente Arcaini gli abbia delegato questa parte speciale della relazione. Mi riferisco al problema delle società intermediarie di Borsa.

Da quanto detto al riguardo nella relazione mi pare si tratti di un qualcosa tuttora ibrido, non ben chiarito. Vorrei dunque mi si chiarisse qual è il pregio della nuova creatura che si propone di far nascere che, per

quanto ho potuto capire in base ai pochi elementi fornitici, mi pare piuttosto uno « schermo », un ulteriore elemento di confusione e non di chiarezza nel mercato borsistico. Ripeto, posso anche sbagliarmi, e proprio per questo gradirei un chiarimento.

Concludendo, nella relazione al progetto di schema di disegno di legge che ci è stata consegnata c'è una proposizione che condivido in pieno: che, cioè, in regime di nominatività dei titoli azionari, sia pure con le attenuazioni introdotte con la legge n. 216 del 1974, l'Italia è pur sempre posta in una posizione non allineata rispetto a quella di altri Paesi della CEE, e ciò conferma una mia convinzione: a monte di questa asfissia del mercato borsistico, insieme a fattori politici, insieme alla sfiducia generale instauratasi nel settore economico, vi è senza dubbio il fatto della nominatività dei titoli azionari. I nostri interlocutori sono comunque più competenti di me in materia e penso che potranno fornirci utili ragguagli anche a questo proposito.

D E F A L C O . Come è noto la nostra Commissione è qui riunita per un'indagine conoscitiva; evidentemente, o almeno per come io la concepisco, questa nostra indagine dovrebbe permetterci di disporre di un quadro ampio e approfondito dell'attuale funzionamento del mercato borsistico italiano.

Ora, mi sono reso conto che quando i nostri interlocutori ci fanno il quadro della situazione ci rimandano più al futuro che al presente; anche il dottor Rondelli, ad esempio, ha auspicato tutta una serie di cose di là da venire e anche se questo, ovviamente, ci interessa non dobbiamo però dimenticare di valutare quella che è la situazione in atto.

Gli agenti di cambio che noi abbiamo ascoltato in una precedente seduta hanno praticamente affermato che una grossa parte di responsabilità per l'attuale stato di crisi ricade sulle banche, perchè se tutte le operazioni fossero concentrate in Borsa si arriverebbe certamente alla tanto invocata « trasparenza » per cui tutto quello che si auspica per il futuro sarebbe già operante.

Ora, in Borsa vengono negoziati titoli rappresentativi del capitale delle società per

azioni e, se non ci fossero queste ultime, si potrebbe fare anche a meno della Borsa. Cioè l'esistenza e la funzionalità dell'istituto borsistico sono strettamente legate alla presenza e alla circolazione sul mercato non tanto dei titoli obbligazionari, quanto dei titoli azionari. Poichè esistono le società per azioni, esiste una Borsa dove si negoziano le azioni: ma tale attività di negoziazione su titoli viene svolta anche direttamente dalle banche, al di fuori della Borsa.

Quando si dice, come affermava il dottor Rondelli, che è difficile stabilire, a volte, se un operatore di borsa agisce per conto della controparte o in proprio io devo far rilevare che la banca si viene continuamente a trovare in una situazione di questo tipo.

Cioè la banca opera in proprio ed ha sempre la contropartita. Se un operatore, un risparmiatore si rivolge alla banca questa gli può vendere il titolo.

La questione quindi è un'altra: io capisco come in un momento come questo si possano fare tante considerazioni e parlare di mancanza di redditività, di crisi, di svalutazione e dire che non conviene più investire in Borsa perchè i titoli non sono più una garanzia contro la svalutazione. Tutto questo è vero, però non mi pare che si possa semplicisticamente ricondurre tutto il discorso al 1962 e al *boom* che le Borse conobbero prima di quella data affermando genericamente che allora tutto andava bene, c'era la redditività dei titoli e tutte le società che chiedevano capitali in Borsa li ottenevano, non dobbiamo infatti dimenticare che proprio allora i capitali li chiedeva anche chi non avrebbe dovuto, come ad esempio la « Chatillon », che ha accumulato ingenti capitali, è fallita e, dopo aver annullato il capitale sociale e averlo ricostituito a spese del risparmiatore, dell'investitore, ha ripreso come se nulla fosse accaduto. Pare che anche la « Ceramica Pozzi » che era sotto controllo amministrativo abbia aumentato il capitale sociale. Di fronte a questi fatti volete che la gente abbia ancora fiducia nell'investimento in Borsa? La questione è che in Borsa si trattano titoli di società anonime e fintanto che esse sono quelle che sono e agiscono come agiscono non saranno sufficienti nè la CONSOB nè

altri controlli. Come si può avere fiducia in un investimento quando esso non garantisce non dico la redditività nel senso economico, ma neppure la possibilità di recuperare il capitale dalle grinfie di gente che lo può fare sparire da un momento all'altro? Voi avete citato l'offerta pubblica di titoli e sapete come me che parecchie volte essa si è rivelata una truffa in quanto i titoli offerti sono finiti al pacchetto di comando; tanto per citare un nome ricordo il caso della « Bastogi ». Ma quando il pubblico non ha garanzie fondamentali, come si hanno negli altri Paesi, come si può pretendere di richiamare i capitali in Borsa perchè vadano, poi, alle società anonime? Abbiamo discusso in questa sede della miniriforma delle società per azioni; qualcosa si è fatto, ma la situazione è rimasta quella che è e proprio a questo proposito vorrei domandare se è possibile mutarla ed impedire certi comportamenti. È proprio vero che mancano leggi particolari come dice la relazione oppure, come dicono gli agenti di cambio, manca la concentrazione di tutte le operazioni di Borsa? Ora, non è che noi non dormiamo la notte per la preoccupazione di portare i risparmiatori alle Borse, anzi siamo convinti che le società dovrebbero autofinanziarsi, però trovandoci anche noi di fronte a certe situazioni non possiamo fare altro che impegnarci affinché la Borsa non sia più un luogo di cui la gente dica che si sa quando vi si mettono i denari, ma non si sa che fine fanno.

Ora, la mia domanda parte dalla situazione attuale, ma guarda al futuro: si può superare tale situazione?

R I C C I . Desidero rivolgere un gruppo di domande all'onorevole Arcaini e ai suoi cortesi collaboratori, dopo aver premesso che i miei interrogativi possono derivare anche da una inesatta visione dei problemi, perchè io mi avvicino al tema in esame come coloro i quali considerano la Borsa quel tal luogo dove possono operare solo gli addetti ai lavori, i tecnici, gli esperti.

Credo di aver capito, anche dalla relazione che illustra lo schema di disegno di legge e che è stata riassunta dal presidente Arcaini, che sostanzialmente la Borsa non tra-

disce la sua funzione di specchio più o meno fedele delle fluttuazioni del valore e dell'andamento delle negoziazioni dei titoli, i quali rappresentano la realtà della situazione economica produttiva. Partendo da questa premessa, che mi pare abbastanza ottimistica, e che comunque rispecchia le dichiarazioni che sono state fatte, scaturiscono alcune indicazioni di correzione, di integrazione e di miglioramento delle disposizioni, pur ammettendosi, sostanzialmente, che la Borsa in sé stessa rimane uno strumento valido e che i suoi malanni riflettono l'andamento della situazione economica generale del Paese. Se così stanno le cose io pongo una prima domanda: quali ragioni militano per una scelta di Borse organizzate a carattere pubblicistico e quali ragioni militano a favore di una Borsa organizzata a carattere privatistico, tenuto conto che la Borsa organizzata a carattere pubblicistico nel nostro Paese è malata, così come si dice da più parti, tant'è che abbiamo sentito la necessità di fare un'indagine per tentare di apprestare rimedio alla sua malattia? Se è vero che nell'un caso e nell'altro gli inconvenienti non sono sostanzialmente differenti, io mi pongo il problema se sia poi del tutto utile — scusate la domanda provocatoria — creare un sistema di leggi, una serie di organismi di controllo, i quali non sono in grado di impedire che quando l'economia generale del Paese va male la Borsa non assicuri il flusso di capitali alle aziende ed anzi contribuisca a farne crollare alcune.

Seconda domanda. È detto nella relazione che sarebbe opportuno istituzionalizzare il mercato ristretto, cioè la stanza di attesa nella quale i titoli si acclimatano per acquisire l'idoneità necessaria per entrare in Borsa; però, da quello che ho letto e sentito, ho tratto l'impressione che nel mercato ristretto, o borsino che sia, si contrattino i titoli migliori, rappresentativi di situazioni economiche più solide, più remunerative e prevedibilmente più confortanti e più comode nei confronti delle fluttuazioni che si verificano nei titoli quotati. Per esempio, nel settore bancario alcuni titoli non quotati in Borsa, di aziende di credito minori, hanno valori molto più alti di azioni quotate.

So di una persona la quale, per un certo numero di anni, attraverso una serie di studi statistici, è riuscita a prevedere l'ascesa della Borsa ed ha previsto anche il giorno preciso in cui si sarebbe avuta la caduta verticale dei titoli ed ha preferito abbandonare la contrattazione dei titoli quotati per lanciarsi sul mercato ristretto, guadagnando molto più di quanto avrebbe guadagnato con le quotazioni ufficiali. A questo punto sorge nuovamente la domanda: conviene mantenere il meccanismo pubblico, con tutto quello che comporta, o conviene lasciare le azioni alla contrattazione libera, come avviene nel mercato ristretto?

La terza domanda ha, forse, anche essa un carattere provocatorio. Nel nostro Paese dove non basta un carabiniere per controllare un altro carabiniere e un terzo che controlli il secondo, si continua a scegliere la via pubblicistica per realizzare quei controlli che dovrebbero essere una garanzia, ma che non garantiscono niente, come è dimostrato anche dai recenti avvenimenti. Mi pare, a questo proposito, di aver capito che la proposta di costituire società finanziarie intermediarie rappresenti non un'alternativa, ma una possibilità collaterale affinché non si creino fenomeni di imprenditorialità da parte di agenti di cambio che operano in proprio. Ebbene, se non si riesce ad evitare che l'agente di cambio operi in proprio, anziché per commissione, chi ci garantisce che le società intermediarie non ricorrono allo stesso espediente e non provochino gli stessi inconvenienti? E come si potrebbe evitare ciò?

Quarta domanda: se la Borsa è espressione del valore reale dei titoli che rappresentano le imprese, le società produttive, con tutti i loro alti e bassi, come si può ottenere che essa rispetti veramente questa sua funzione, evitando le azioni speculative ed artificiose al rialzo o al ribasso?

Ultima domanda.

Sembra rilevarsi, dalla relazione svolta dai nostri ospiti, l'orientamento verso una Borsa unica. La mia domanda, allora, è se si ritiene che le Borse possano e debbano essere mantenute, ai fini della validità della loro funzione e in una visione che sia la più aderente possibile alla realtà, nel numero di dieci, o

anche ridotte, o addirittura se sia sufficiente, per il volume dei contratti e per la garanzia delle società, una sola Borsa per tutte le operazioni che si svolgono nel nostro Paese.

D E L U C A . Più che domande, le mie saranno delle richieste di chiarimenti. In questa sede è stato detto, rispondendo a un quesito posto dal Presidente, che il concetto esposto dagli agenti di cambio dell'unico intermediario nelle operazioni di borsa non è accettabile in quanto nel processo delle negoziazioni appare maturo l'inserimento di una nuova figura associativa: le società intermediarie di Borsa. Ora, in che modo, io mi domando, questo diritto originario degli agenti di cambio può essere conferito o trasferito anche alle società? Inoltre, se mi si consente l'espressione, quale dovrebbe essere la diversità di peso specifico tra agenti di cambio e società intermediarie?

S E G N A N A . Il mio intervento partirà da alcune constatazioni. La prima è che l'attuale situazione del mercato borsistico e la crisi che stanno attraversando le Borse sono dovute a tutta una serie di cause di carattere generale che possono essere individuate nella situazione economica e nelle prospettive di carattere politico, che sono a monte della situazione stessa. Se la situazione dovesse modificarsi e si arrivasse ad un periodo normale, con nuove prospettive di sviluppo economico, la Borsa sarebbe uno degli strumenti fondamentali per la partecipazione del risparmio al capitale di rischio. L'attività economica ha bisogno di capitali; questi, attraverso l'apporto del risparmio, vengono erogati dagli istituti di credito nelle forme del mutuo, ma anche — e in misura notevole — attraverso il mercato dei titoli. È ovvio che, specialmente il risparmiatore periferico, si rivolga, più che all'agente di cambio, alla propria banca. Come pensano gli istituti di credito di migliorare questo ruolo di notevole importanza che svolgono? Noi abbiamo sentito una relazione, poco fa, che rappresenta senza dubbio un notevole contributo che l'Assobancaria ha dato ai lavori della Commissione, nel senso che è stato prospettato chiaramente un modo per risolvere

il problema delle Borse, sia per quanto riguarda gli istituti di credito che per quanto attiene agli agenti di cambio. A me, però, interessa sapere in che modo il sistema bancario intende migliorare i servizi in favore dei risparmiatori per agevolare la conoscenza del mercato azionario e della situazione economico-patrimoniale delle società quotate; quale azione intendono impostare le banche per dare maggior fiducia al risparmiatore nei confronti della Borsa e dei titoli che in essa vengono trattati. Penso che gli istituti di credito debbano fare qualcosa di più e forse sarebbe opportuno che ci fosse un'autoregolazione all'interno degli stessi per impedire che presso ogni sportello vi sia chi crede di essere un esperto di azioni e di mercato azionario, favorendo invece la concentrazione in uffici specializzati a livello, quanto meno, provinciale, alla quale si può giungere attraverso un miglioramento delle attrezzature di carattere tecnico.

P I N N A . Prima di formulare le domande che intendo porre, desidero fare una breve premessa. Ogni anno, in sede di consuntivo per una nuova regolazione del mercato borsistico, ci accorgiamo che un'altra fetta di risparmiatori è scomparsa, è andata in fumo, come diceva poco fa il collega De Falco. Abbiamo visto perdite del 17,2 per cento subite mediamente dai titoli azionari nel 1970, cui si è aggiunto nel 1971 un altro 18,5 per cento per andare via via, su un piano inclinato, verso livelli sempre più alti, anche dal punto di vista del tasso di svalutazione, fino a giungere a prezzi mai segnati in passato, entrando in una fase di crisi del mercato azionario di tutta palese evidenza, al punto che taluni azionisti hanno avuto, nell'arco di questi ultimi tempi, la sensazione che i loro titoli stessero diventando, puramente e semplicemente, dei pezzi di carta. Non ci sfuggono alcuni avvenimenti di carattere internazionale — per altro già segnalati in altre circostanze — che hanno rappresentato un vero e proprio terremoto, quali la svalutazione di alcune monete europee e la rivalutazione di altre, mentre Francia e Italia mantenevano le linee precedenti nei confronti del dollaro; nè possiamo dimenticare la politica condotta da Nixon per la difesa del dollaro,

il problema della convertibilità in oro di quella moneta, la contrazione delle importazioni, insomma tutti avvenimenti che hanno veramente fatto tremare le vene e i polsi a chi si era avvicinato al mercato azionario.

C'è stato poi l'altro strano fenomeno per cui titoli poco conosciuti e di scarso prestigio sono saliti molto in alto, mentre titoli che andavano per la maggiore hanno subito quegli scossoni che sono a tutti noti, al punto che alcune aziende non sono riuscite a recuperare i capitali investiti e sono state costrette a ricorrere agli istituti di credito. Alcuni scandali che hanno caratterizzato poi l'ambiente della Borsa -- vedi per esempio l'affare Marzollo — hanno scosso alle fondamenta questo mercato, per cui si comprende bene quale sia stato, quale è e quale sarà lo stato d'animo del risparmiatore verso il capitale di rischio, qualora non siano presi provvedimenti radicali che vadano in tutt'altra direzione. È quanto mai opportuno, quindi, conoscere l'opinione dell'Assobanca sul problema della concentrazione in una unica Borsa di tutte le negoziazioni; sarebbe altresì utile sapere quale è il volume di credito che il sistema bancario mette a disposizione degli operatori di Borsa. È stato, infatti, sottolineato che le banche forniscono risparmio per molte migliaia di operazioni. Bene, a questo proposito vorrei sapere come considerate le dichiarazioni fatte in questa Commissione da un rappresentante degli agenti di cambio di Milano, il dottor Urbano Aletti — col quale, se non ho interpretato male il senso della vostra relazione, siete in garbata polemica — che ha definito negativamente la funzione degli operatori bancari.

Ora, voi proponete a nome delle categorie professionali di svolgere l'attività di intermediazione sulla base di strutture associative; e proponete addirittura la società intermediaria di Borsa costituita in forma di società per azioni: quindi uno strumento che potrebbe fin'anche prevaricare la funzione specifica degli agenti di cambio. Questa sarebbe, a mio avviso, una forzatura da parte delle banche le quali in tal modo finirebbero per realizzare un penetrante controllo di tutta l'attività borsistica.

Ora, poichè — come ha detto il Presidente — la Commissione intende verificare le cause reali della crisi del mercato mobiliare, allo scopo di individuare possibili correttivi e restituire al risparmiatore la fiducia nell'investimento azionario, io vorrei sapere per quale motivata ragione voi pensate che il rappresentante della Borsa valori di Milano abbia assunto nei vostri confronti un atteggiamento del tutto negativo.

Sarebbe comunque utile sapere quale ruolo assolvete come operatori bancari per orientare il risparmio verso il capitale di rischio, o se invece i vostri suggerimenti nei confronti della clientela vanno in altra direzione: specificamente in direzione dei fondi comuni di investimento e talvolta in direzione delle obbligazioni.

Ritenete poi utile l'allargamento del listino di borsa anche a seguito di riduzione del capitale occorrente per la quotazione da 1 miliardo a 500 milioni? E in tal caso, ritenete utile che la quotazione sia promossa d'ufficio dall'CONSOB? Il collega Ricci sollevava in forma problematica alcune questioni intorno a questo tema; addirittura egli negava, in questa fase di dissesto e di sconquasso monetario, la validità della CONSOB. Noi riconfermiamo la nostra fiducia in questo strumento qualora venga prontamente realizzato, anche se non gli attribuiamo virtù tauturgiche o miracolistiche, perchè sappiamo quale rodaggio occorra prima che esso possa assumere in prima persona un controllo effettivo, così come si auspica da più parti.

Vorremmo sapere che cosa pensate voi di questo nuovo meccanismo di controllo che è il frutto di una problematica che viene dibattuta da vent'anni, unitamente al tormentato tema della riforma delle società per azioni.

Si sostiene inoltre che circa il 90 per cento delle operazioni di borsa è rappresentato da contrattazioni a termine. Che cosa pensate si possa fare per ridurre queste operazioni, in modo che una parte delle stesse contrattazioni avvenga per contanti? Sappiamo che solo il mercato delle obbligazioni si svolge per contanti, mentre la gran massa dei titoli viene manovrata per contrattazione a termine.

Qual è infine il credito che concedete ai riporti e qual è a questo riguardo l'esposizione delle banche? Come ricorderete, vi è stato un periodo nel quale le banche concessero poco credito per i riporti. Quali conseguenze si sono determinate, che cosa è successo in Borsa?

Sono questi gli interrogativi che desideravo sottoporre alla vostra attenzione.

P R E S I D E N T E . Poichè mi sembra che non vi siano altre domande da porre, do la parola al dottor Arcaini.

A R C A I N I . In parte risponderò io, in parte risponderanno i miei colleghi, perchè riconosco loro una maggiore competenza ed anche una maggiore conoscenza degli aspetti tecnici del progetto derivante da una diretta partecipazione alla elaborazione delle nostre proposte.

Vorrei innanzitutto ringraziare tutti quelli che hanno portato un contributo alle nostre tesi, e in modo particolare il senatore Segnana, il quale ha riconosciuto l'importanza dell'attività che le banche svolgono nell'indirizzare e nel consigliare la clientela nelle operazioni d'investimenti in titoli. Egli ci ha chiesto quali sono gli strumenti che le banche hanno posto a disposizione dei propri clienti e se attraverso essi le banche si limitano semplicemente a consigliare ed indirizzare la clientela senza influire in alcun modo sull'andamento del mercato.

Ogni banca ha realizzato nel suo interno dei sistemi di lavoro che si diversificano gli uni dagli altri. Alcune, allo scopo di ampliare il mercato avvicinando il pubblico all'investimento azionario, con l'immediata diretta conoscenza delle quotazioni, hanno anche organizzato i cosiddetti borsini, e ciò ha particolarmente irritato gli agenti di cambio ed ha costituito forse anche la causa di certi atteggiamenti che mirano a disconoscere la importanza delle banche e ad escludere del tutto il loro intervento nel settore dell'investimento del risparmio in azioni.

Desidero subito dire che se si dovesse arrivare all'esclusione delle banche dal ruolo attivo che attualmente svolgono sul merca-

6^a COMMISSIONE

3° RESOCONTO STEN. (11 febbraio 1975)

to, esso non potrebbe certo essere rivitalizzato, ma sarebbe invece ulteriormente mortificato. Pensate, infatti, alla situazione di chi sta in centri lontani, diciamo Caltagirone o Nuoro, e che, se si escludessero le banche dall'intermediazione, dovrebbe ricorrere all'agente di cambio di Milano o di una delle altre nove Borse. A questo proposito è stata posta la domanda se le Borse attualmente esistenti debbano essere dimiuite, limitandone il numero alle maggiori. questa è questione che riteniamo di dover lasciare alla competenza degli stessi agenti di cambio.

B O R S A R I . Mi scusi se interrompo, ma per maggiore chiarezza vorrei dire che il problema posto dagli agenti di cambio non consiste tanto nel fatto che le banche facciano da tramite, quanto nel fatto che le banche facciano quotazioni. Gli agenti di cambio chiedevano l'esclusività alle grida.

A R C A I N I . Non abbiamo mai chiesto di partecipare alle grida!

B O R S A R I . Riferisco quello che loro hanno detto.

A R C A I N I . Non abbiamo mai chiesto di partecipare alle grida. È strano che sia circolata questa voce per trarne motivo di polemica contro le banche. Questa è la situazione, e posso affermarlo con tutta responsabilità in questa sede.

Le banche hanno organizzato complessi e moderni servizi d'informazione, ma non hanno mai operato in modo da influire sulle quotazioni dei titoli. Evidentemente, le banche non possono trascurare i servizi richiesti dalla clientela, che diventano sempre più numerosi e che attualmente solo il settore creditizio è in grado di soddisfare. Del resto è proprio in vista di un miglioramento qualitativo della figura degli operatori oggi esistenti, onde porla al passo con le nuove esigenze poste dal mercato, che da parte nostra è stata elaborata la proposta delle società intermediarie di Borsa che per la loro struttura hanno la possibilità di porre a disposizione del pubblico una vasta gamma

di servizi che gli agenti di cambio, persone fisiche e liberi professionisti, non sono oggi in grado di offrire. Con lo stesso strumento inoltre si risolverebbe, secondo criteri di adeguatezza, un problema di fondamentale importanza per il mercato, cioè quello delle garanzie offerte dagli operatori ufficiali. Le società intermediarie devono infatti essere costituite su basi finanziarie solide, e comunque tali da evitare il rischio, ricordato anche in questa sede, di insolvenze e fallimenti degli agenti di cambio (quest'ultimo fenomeno è significativo dell'evoluzione che si è avuta nell'operatività degli agenti di cambio, che non sempre svolgono attività di pura intermediazione) che hanno portato danni notevoli ed hanno contribuito non poco a scuotere la fiducia nell'istituto borsistico.

Un passo importante verso una chiarificazione dell'attività di borsa ed un controllo rigoroso su tutti gli operatori è costituito anche dall'istituzione della CONSOB, secondo criteri che il nostro settore aveva sollecitato fin dai lavori ministeriali di riforma della Borsa.

Noi riconosciamo quindi il valore della CONSOB, ed infatti nel nostro progetto la presenza di questo organo ha una importanza fondamentale perchè da esso discende il corretto funzionamento del mercato. Anche noi desideriamo quindi che essa entri quanto prima in funzione e che fornisca informazioni chiare e precise sull'andamento delle società e sulla loro vera consistenza patrimoniale. L'andamento delle società risente oggi in misura sempre crescente della scarsa, se non addirittura negativa, possibilità delle aziende di autofinanziarsi, perchè l'autofinanziamento deriva dagli utili netti che l'azienda riesce a realizzare e che dovrebbe destinare a tale scopo. Noi non siamo favorevoli alla politica di quegli azionisti o proprietari che continuamente asportano dalle aziende gli utili per investirli in immobili o per portarli all'estero. È invece indispensabile che gli utili realizzati nella azienda, dopo un'equa remunerazione al capitale, perchè anche l'azionista ha diritto di ricevere un'equa remunerazione, vengano destinati al reinvestimento e quindi al rafforzamento delle aziende stesse.

Il senatore Pazienza ha chiesto poi spiegazioni in ordine ad una premessa che abbiamo fatto nell'esposizione introduttiva. Egli, cioè, vuole conoscere quali siano i fattori che sono intervenuti per cui le imprese produttive hanno dovuto sostenere una presenza di vivace concorrenza internazionale e una ininterrotta pressione sull'equilibrio dei conti economici. Debbo dire che questo aspetto riguarda proprio la premessa necessaria di ogni discorso sul ruolo e sull'importanza della Borsa, perché è innegabile che essa riflette in misura immediata la situazione di aziende che non hanno utili e non distribuiscono dividendi, che presentano un rapporto tra capitale proprio e indebitamento da 1 a 5 o anche superiore. Tali aziende evidentemente non possono riscuotere la necessaria fiducia da parte dei risparmiatori-investitori.

Nei primi decenni, subito dopo la guerra, abbiamo avuto una maggiore produttività delle aziende e anche una rivalutazione — ricorderete la legge del 1953 — dei loro valori fissi. Io penso che, prima o dopo, nel quadro della stessa riforma che è iniziata in questo periodo, bisognerà arrivare anche ad una risistemazione dei bilanci delle aziende. Esistono aziende che hanno in bilancio impianti valutati in base a cifre storiche, le quali — consentendo la legge soltanto degli ammortamenti percentuali in base ai valori storici — praticamente indicano al passivo in ammortamento delle cifre inferiori a quelle effettivamente occorrenti per ricostituire i beni una volta che essi si siano resi inutili o logorati, oppure debbano essere sostituiti in ragione dello sviluppo della tecnologia.

S E G N A N A . C'è un problema anche fiscale!

A R C A I N I . È un problema che ha anche aspetti fiscali.

R O N D E L L I . C'è un problema fondamentale. La società per azioni è una società di capitali, è una società che deve obbedire alla logica d'impresa. E la logica di impresa è una logica di accumulazione. Quando il meccanismo di accumulazione s'incep-

pa ecco che si manifestano tutti i guasti, perché non basterà evidentemente rivalutare i cespiti degli impianti tecnici, ma bisognerà consentire all'impresa una condizione di reddito tale da poter procedere ad ammortamenti adeguati ai valori reali degli impianti una volta che questi siano esplicitati in base ai valori correnti.

Questo, direi, è il motivo fondamentale della disattenzione riservata al capitale di rischio. Il capitale di rischio, cioè, non ha più assicurato una retribuzione adeguata ai rischi che corre.

A R C A I N I . Sono state poi rivolte delle domande, in particolare al dottor Rondelli, dal senatore De Falco — al quale io credo comunque di dovere delle risposte — e sono stati chiesti chiarimenti da varie parti, in ordine alle società d'intermediazione.

Questo nuovo istituto è stato suggerito dagli esperti operanti nel seno dell'Associazione. Poiché i lavori in merito sono stati seguiti da vicino dal dottor Calabresi e dal dottor Rondelli, potranno essi stessi fornire qualche spiegazione in proposito.

R O N D E L L I . Forse vale la pena di trattare direttamente l'argomento delle società intermediarie.

Abbiamo parlato, in premessa, dell'esigenza di chiarezza, della necessità, cioè, di conoscere esattamente il ruolo, la funzione, la responsabilità dei diversi operatori sul mercato. L'agente di cambio è qualificato pubblico ufficiale, intermediario puro; però manifesta di frequente una certa vocazione a frammischiare la posizione di puro intermediario con quella di operatore in proprio. Bene: la società intermediaria ha, tra gli altri obiettivi, quello di risolvere la situazione di fatto oggi esistente sul mercato; cioè, qualora l'agente di cambio voglia perseguire la suddetta vocazione, gli si dà la possibilità di farlo, nel senso che può cedere il seggio di borsa alla società intermediaria — che è una società di capitali, con una base patrimoniale tale da dare tranquillità e sicurezza alla controparte che le si rivolge — ma conservando la maggioranza di ca-

pitale, per cui non esiste tentativo di emarginarlo.

Nelle società di cambio possono confluire gli interessi degli altri intermediatori del mercato, come banche e via dicendo. Quando questi soggetti assumono la configurazione di società intermediarie debbono dar vita ad una struttura patrimoniale rassicurante, per cui assumono piena responsabilità del loro operato. L'agente di cambio che non intenda valersi della possibilità associativa continuerà a svolgere le sua funzione di puro e semplice intermediario.

Direi quindi che si tratta di una prospettiva di collaborazione, di integrazione, per la più efficiente e attiva, diciamo, rivitalizzazione del mercato in questione. Una volta riconosciuto che le banche svolgono un certo ruolo — non ci addentriamo adesso nell'accertare se lo svolgono bene o lo svolgono male, perchè veramente io non so darvi spiegazione degli strali che sono stati lanciati nei confronti del sistema: può darsi che qualcuna l'abbia svolto male, qualcuna meno bene o meglio di qualcun'altra; comunque le banche, per il solo fatto della loro struttura, della loro organizzazione, del contatto attivato continuamente col risparmiatore, possono dare un contributo alla rivitalizzazione del mercato — una volta, dicevo, riconosciuto il ruolo delle banche, pare a noi che il punto d'incontro fra agenti di cambio, commissionari e banche si possa validamente conseguire nella creazione delle società intermediarie.

La società intermediaria, però, non vuole arrogarsi alcun privilegio di sorta: non vuole cioè rappresentare un diaframma per confondere maggiormente le cose, ma vuole sottomettersi completamente a quella disciplina che deve investire indistintamente tutti i soggetti operanti sul mercato. Sarà quindi tenuta anch'essa a denunciare analiticamente tutte le operazioni che svolge sul mercato stesso, a dare conto delle contropartite, nonchè dei riporti attivi e passivi conclusi; sarà anch'essa assoggettata all'obbligo di effettuare, per ogni operazione, quel deposito di garanzia che richiediamo per le operazioni a termine. Cioè, il concetto è volto ad alleggerire, se non ad eliminare — perchè un mer-

cato ha pur sempre un tanto di componenti differenziali che non potranno mai essere eliminate del tutto — quella che è la componente speculativa.

Ci è stato chiesto che cosa pensiamo delle operazioni a termine. Questo tipo di operazione costituisce una sorta di contratto che trova ospitalità nelle nostre leggi, nei nostri regolamenti, ed ha quindi una sua ragione d'essere. Noi chiediamo soltanto che sia accompagnato da un minimo di garanzia; vogliamo cioè che il mercato in questione non sia — mi si perdoni l'espressione — una sorta di bisca dove non si preparano neppure le *fiches*, ma abbia invece delle regole precise ed assicurate, ripeto, quelle garanzie che debbono essere assicurate, con un deposito conveniente. Questo deposito a garanzia, poi, non è nemmeno ipotizzato nel nostro disegno di legge come un qualcosa che rimane rigido, una costante nel tempo: è un qualcosa che può essere adattato, in base ad indicazioni della CONSOB, a seconda dei momenti tecnici del mercato, a seconda delle tensioni che possono manifestarsi e sul mercato in generale e su quel mercato determinato in particolare. Vogliamo cioè proprio trovare il modo di mettere al riparo il risparmiatore dalla componente speculativa.

Noi quindi crediamo fermamente, anzi auspichiamo, che questa capacità e questa efficienza di controllo della CONSOB divengano ancora più penetranti di quanto oggi non possano essere configurate, ed ipotizziamo anche un'unicità, una matrice unica, del controllo. Non organismi, cioè, che per essere plurimi finiscono ciascuno per guardare soltanto ad una componente, senza cercare di mettere assieme i diversi aspetti della materia, ma un organismo unico, come il comitato di borsa, che è in sostanza una emanazione, un organo periferico di controllo di cui si avvale la CONSOB.

Mi pare che il senatore Ricci chiedesse se le Borse servono o meno. Serviranno o non serviranno, a seconda della nostra volontà di dare spazio alla logica dell'impresa e della sua accumulazione. Purtroppo il capitale è un fattore della produzione; però, non solo nel nostro ma in tutti gli altri Paesi, ad

esso si è disposti a consentire sempre di meno, con una generale disaffezione verso il capitale di rischio.

Circa il mercato ristretto, si potrebbero dire tante cose: certi fenomeni sono anche il riflesso diretto di quei flottanti estremamente ridotti che non possono certo costituire la base per una seria contrattazione. Noi lo consideriamo un mercato di acclimatamento, e per sopperire a certe carenze, che non sarà possibile di colpo sistemare, auspichiamo che le contrattazioni su di esso avvengano soltanto per contatti; perchè solo passando al mercato ufficiale, cioè rispettando tutti quegli obblighi e quelle incombenze che sono previsti dalla legge n. 216 del 1974 e che noi riprendiamo nel nostro progetto, si potrà assicurare quel minimo di garanzia che è necessario per il funzionamento anche delle operazioni a termine.

Circa la Borsa unica, direi che non è problema che a noi compete. Indubbiamente la logica vorrebbe che una Borsa esistesse in una piazza dove si trovassero aziende aventi una quotazione in Borsa, ed allora il mercato locale potrebbe avere una certa significazione.

Come pensiamo noi di migliorare le cose? Certo l'ambizione di migliorare l'afflusso al capitale di rischio noi l'abbiamo, e l'abbiamo anche vivissima, perchè indubbiamente questa funzione di trasformazione dell'attività finanziaria, che diventa sempre più imponente, non è cosa — diciamolo francamente — che ci torni completamente gradita. Noi vorremmo che si ripristinasse un migliore rapporto tra capitale di rischio e capitale di credito. Non dipende però da noi indirizzare il risparmiatore: noi potremmo prospettare gli determinate opportunità, quando si presentano, ma occorre che obiettivamente queste esistano per invogliarlo, indirizzarlo ad investire in capitale di rischio.

Ritengo con ciò di avere risposto a tutto o a quasi tutto; se fosse rimasta qualcosa in ombra, ne chiedo scusa anticipatamente.

DE FALCO. È stato detto che le banche hanno interesse a rimanere nella situazione dualistica esistente rispetto alle Borse, in quanto le banche fanno i loro prezzi.

Il prezzo invece dovrebbero farlo solo le Borse: esso cioè dovrebbe essere la risultanza della domanda e dell'offerta in Borsa. Il prezzo dunque, come ho detto, lo fanno anche le banche: è vero questo? In altri termini, quando un cliente si rivolge alla banca e chiede dei titoli, per comprare o per vendere, la banca quale prezzo prende? Il prezzo medio delle Borse o generalmente fa un prezzo suo?

RONDELLI. Mi permetta di darle una risposta assolutamente negativa. Il cliente si rivolge alla banca passandole un ordine di acquisto o un ordine di vendita: e tale ordine glielo può passare in apertura, al listino, al durante, al meglio, secondo le diverse formule tecniche che sono accettate. Ora, quando l'ordine ha una definizione precisa, in apertura o al listino, c'è un prezzo di apertura ufficializzato presso la Borsa valori dove lo stesso è stato eseguito, come c'è un prezzo ufficializzato presso la Borsa valori per il listino. Il « durante » ha invece tutta una serie di prezzi peraltro regolarmente registrati.

Pertanto, se un cliente mi passa l'ordine di comprare 10.000 Montedison « durante », io gli debbo confermare immediatamente quello che in gergo viene chiamato l'« eseguito »; il cliente ha così anche la possibilità di verificare se il prezzo al quale io gli ho dato l'« eseguito » è un prezzo segnato durante la riunione di borsa o è un prezzo che mi sono inventato. In quest'ultimo caso è legittimato a dirmelo e a non accettare la esecuzione dell'ordine.

Dirò di più. Nello schema di disegno di legge presentato noi abbiamo toccato anche il problema delle quotazioni; noi vorremmo infatti che anche le quotazioni avessero una rispondenza più reale, più effettiva alla denuncia. Noi ipotizzeremmo addirittura di arrivare alla quotazione continua dei diversi titoli con dei *tickets* che rappresentassero effettivamente il volume dei titoli scambiati in quel momento, in modo che fosse possibile ricondursi in ogni momento a quella che è stata la realtà del mercato nell'istante in cui l'ordine è stato eseguito. In altri termini, noi non siamo assolutamente in posizione

6^a COMMISSIONE

3° RESOCONTO STEN. (11 febbraio 1975)

di contrapposizione con gli agenti di cambio, ma ci siamo sforzati di determinare un qualcosa che sia sempre nel rispetto dell'istituzione borsistica fintanto che questa abbia una ragion d'essere nel sistema. In seguito si potranno trovare anche delle alternative ad essa: ma si tratta di un problema la cui soluzione evidentemente non compete a noi tecnici. Pertanto — ripeto — fino a quando esisterà la Borsa valori, noi ci sforziamo di visualizzare questi strumenti che possano portare veramente alla chiarezza. Le banche quindi non fanno quotazioni. Vi è inoltre da aggiungere che le banche si spogliano davanti all'organo di vigilanza, in quanto sono tenute a denunciare mensilmente tutta la loro posizione in titoli in modo dettagliato, voce per voce, con i prezzi di carico, i riporti attivi e passivi che hanno concluso, nonché quelli staccati, esistono infatti anche i riporti staccati: le banche quindi si presentano con una situazione di cui chi voglia esaminarla per dedurne talune conclusioni è sempre in condizione di prevederne visione.

CALABRESI. Desidero fare una piccola precisazione aggiuntiva per quanto concerne la possibilità per le aziende di credito di detenere titoli azionari. Le aziende di credito hanno in questo settore margini assai limitati perchè la legislazione bancaria fa espresso divieto di detenere in portafoglio grossi pacchetti di titoli azionari, salva la eventuale autorizzazione proveniente, in casi eccezionali, dall'organo di vigilanza.

Il possesso di titoli azionari viene quindi di norma ad essere limitato alle sole ipotesi in cui, per effetto delle operazioni giornaliere svolte per conto della clientela, residuino dei titoli, e le possibilità di manovra e di compensazioni sono correlativamente ristrette.

PRESIDENTE. Credo che a questo punto possiamo salutare il presidente Arcaini ed i suoi accompagnatori, ringraziandoli nuovamente per la loro partecipazione, per l'ampio materiale fornitoci nonché per le loro risposte chiare ed esaurienti.

A R C A I N I. Siamo noi a ringraziare la Commissione. Personalmente debbo aggiungere che non è stato senza una certa emozione che dopo tanti anni sono tornato in questa sede, tra voi — se mi è permesso chiamarvi così — colleghi.

Congedati i rappresentanti dell'Associazione bancaria e del Credito italiano, vengono introdotti il Presidente ed il Condirettore generale dell'Associazione fra le società italiane per azioni, Marcello Rodinò e Antonio Berliri, e i membri della giunta direttiva della stessa Associazione Emanuele Dubini, Carlo Pesenti e Giorgio Tupini.

PRESIDENTE. Rivolgo loro il benvenuto ed il ringraziamento della Commissione per avere accolto il nostro invito e per essere venuti — lo dico in anticipo — documentati. I motivi di questa indagine conoscitiva sono noti: partono dalla crisi del sistema borsistico italiano. Qualcuno prima ha precisato « del sistema del mercato azionario più che del sistema borsistico »; comunque, una delle preoccupazioni della Commissione è costituita proprio dall'insufficiente funzione di mediazione della borsa tra il mondo dell'impresa e quello del risparmio. I fini dell'indagine sono pertanto i seguenti: risalire alle cause di questa crisi e vedere se possono essere formulate delle proposte di innovazione per ridare fiducia ai risparmiatori e possibilità finanziarie alle imprese.

Abbiamo già sentito, come è noto, gli agenti di cambio e i rappresentanti delle Camere di commercio: poco fa si è conclusa l'audizione dei rappresentanti dell'Associazione bancaria.

Se da questi nostri incontri si possono cominciare a trarre delle conclusioni direi che dai rappresentanti degli agenti di cambio abbiamo avuto, come suggerimento generico, quello della concentrazione in borsa di tutte le contrattazioni; naturalmente, parere contrario ci è venuto dall'Associazione bancaria.

Tutte e due le posizioni, comunque, erano ben documentate e presentate.

Ebbene, ecco che cosa chiediamo ora a voi, in particolare.

Quale contributo effettivo ritenete che la borsa abbia dato in questo dopoguerra al reperimento di nuovi capitali di rischio in relazione al processo di sviluppo economico del Paese? Questo contributo è stato reale? Ritenete voi che la Borsa, così come attualmente opera, rappresenti uno strumento valido per il reperimento di nuove risorse?

Facendo riferimento alla CONSOB sappiamo che questa può disporre, secondo la legge istitutiva, l'ammissione d'ufficio di nuovi titoli alle quotazioni a particolari condizioni. Ritenete voi invece più opportuna l'istituzione di un parametro *standard* per un'automatica immissione dei titoli alle quotazioni?

Che cosa pensate dei poteri di vigilanza, di controllo e di ispezione che la legge attribuisce alla CONSOB nei confronti delle società per azioni quotate?

Infine, ed è una richiesta che faccio io, che valutazione voi date in ordine al problema della quotazione di titoli azionari esteri?

Queste mie domande servono ad introdurre il discorso; penseranno poi i miei colleghi a sollevare altre questioni.

Seguendo la procedura già adottata nel corso delle precedenti sedute penso che sarebbe opportuno che qualcuno dei nostri ospiti, forse il dottor Rodinò per primo, prendesse la parola per un'esposizione generale, salvo successive integrazioni da parte di tutti gli altri intervenuti.

Do la parola dunque al dottor Rodinò.

RODINÒ. Signor Presidente, desidero innanzitutto ringraziarla, anche a nome degli altri intervenuti, per questo invito; siamo tutti ben lieti di collaborare, per quel che possiamo, alla soluzione di problemi tanto importanti.

Entrerò subito in argomento con una breve relazione introduttiva che, più che altro, rappresenta una panoramica di quello che è il nostro punto di vista in ordine al problema sia della Borsa che del funzionamento delle società per azioni ed al reperimento dei capitali di rischio.

La funzione delle Borse valori trascende quella propria degli altri mercati, che consi-

ste soltanto nell'agevolare la circolazione dei beni nell'interesse dei potenziali venditori ed acquirenti. Nel caso della Borsa è in gioco la fondamentale esigenza di pubblico interesse relativa alla raccolta di risparmio per il finanziamento a lungo termine del sistema economico. Le emissioni azionarie e obbligazionarie sono essenziali strumenti per questa raccolta; ma poichè per la grande maggioranza dei risparmiatori la garanzia di agevole liquidabilità del risparmio investito costituisce un'esigenza irrinunciabile, la disponibilità del pubblico risparmio all'assorbimento delle emissioni azionarie e obbligazionarie è condizionata dalla possibilità di assicurare — attraverso la Borsa — agevoli scambi dei titoli emessi e di garantire, così, ai risparmiatori la possibilità di liquidare facilmente i loro impieghi.

È quindi evidente che il centro di gravità dell'indagine sulle Borse-valori sta nella preoccupazione per la grave crisi che investe il finanziamento azionario e obbligazionario del sistema produttivo: crisi dovuta non soltanto a carenze proprie del congegno del mercato borsistico, ma anche, e in massima parte, a fattori che stanno a monte della Borsa, nella quale peraltro si ripercuotono ed evidenziano clamorosamente.

Stante l'ampiezza della materia concentreremo l'attenzione sulla problematica relativa al finanziamento azionario, che interessa più direttamente il mondo societario che noi rappresentiamo; il finanziamento obbligazionario interessa meno direttamente le società, dal momento che esse sono state largamente emarginate dall'impiego del canale obbligazionario per effetto di una politica che, di contro ad una incisiva tassazione dei frutti delle obbligazioni societarie (30 per cento), esenta i frutti dei titoli emessi dallo Stato e da alcuni enti pubblici ed assoggetta ad una modesta ritenuta quelli dei titoli obbligazionari emessi da altri enti pubblici. Ed è così che, in effetti, nuove serie di obbligazioni non sono state emesse. È chiaro che questa situazione, precludendo in pratica alle società il ricorso ai prestiti obbligazionari, determina una grave lacuna del mercato di borsa: lacuna che deve essere eliminata se si vuole un recupero di efficien-

za del sistema di finanziamento a lungo termine del sistema economico.

Il problema del finanziamento azionario si impone pressantemente in relazione alla carenza di capitale di rischio che caratterizza la struttura finanziaria delle imprese, a seguito di un processo di progressivo deterioramento del rapporto tra mezzi propri e in debitamente che mette in pericolo la stabilità stessa del sistema.

Questa situazione assume particolare gravità nella prospettiva dei cospicui investimenti necessari per conseguire, mediante un deciso incremento della produttività, il risollevarmento delle condizioni economiche delle imprese e la preservazione della loro competitività sul piano internazionale. Anche a prescindere dalle note difficoltà relative al reperimento del credito, risulta impossibile o molto rischioso provvedere al finanziamento degli investimenti mediante una espansione ulteriore dell'indebitamento. D'altra parte, essendo la composizione dell'offerta di capitali di credito caratterizzata dalla sproporzione tra disponibilità di credito a medio e lungo termine e disponibilità di credito a breve, l'espansione del finanziamento degli investimenti mediante indebitamento aggraverebbe lo squilibrio finanziario delle imprese anche per dilatazione della quota di investimenti durevoli finanziata con credito bancario a breve termine.

Queste considerazioni indicano che una duratura ripresa è condizionata dalla possibilità di incremento della disponibilità di capitale di rischio. I due modi di provvista di questo sono l'autofinanziamento e il finanziamento azionario ed entrambi hanno subito un processo di grave atrofia.

Il persistente squilibrio tra il ritmo di incremento dei costi e il ritmo di incremento della produttività e la conseguente grave contrazione o totale scomparsa dei margini di profitto ha inaridito in larghissima misura la possibilità di risparmio interno di impresa, e cioè di autofinanziamento. Ne risulta esaltato, di riflesso, il bisogno di ricorso alla fonte alternativa di provvista di capitale di rischio costituita dalle emissioni azionarie. Ma la concreta possibilità di collocamento di queste è compromessa da un com-

plesso di cause. La prima e la più grave è costituita dalla prospettiva di scarsa redditività delle azioni offerte: prospettiva che scoraggia i potenziali sottoscrittori inducendoli a preferire impieghi che fruttano alti tassi di interesse o beni rifugio che abbiano dimostrato una maggiore attitudine a rivalutarsi.

Un'ulteriore causa della riluttanza del risparmio verso gli impieghi azionari è costituita dalla radicata e comprensibile propensione della maggior parte dei risparmiatori verso impieghi facilmente liquidabili, che diano affidamento di consentire almeno il recupero delle somme investite. Un affidamento in tal senso non esiste affatto per le azioni della gran massa delle società esistenti, le quali non sono quotate in Borsa; ma esiste in misura insoddisfacente anche per le società quotate, sia perchè i corsi delle azioni sono soggetti ad ingiustificati sbalzi, sia perchè il ristretto numero delle società quotate dà ai potenziali investitori la fondata impressione di non disporre di un sufficiente ventaglio per la selezione e la diversificazione dei propri investimenti.

In Borsa, su 3.040 società con oltre 500 milioni di capitale ciascuna, solo 165 società erano quotate nel 1973. E di queste 3.040 società ben 1.460 avevano oltre un miliardo di capitale ciascuna ma le quotazioni, ripetuto, riguardavano solo 165 società.

Queste considerazioni evidenziano un'altra deficienza del nostro sistema che vale principalmente per quelli che noi chiamiamo gli « investitori istituzionali » — le banche, le società di assicurazione — che non possono investire in titoli, mentre per essi la selezione e la ripartizione dei rischi costituirebbe un criterio vincolante di buona gestione.

L'instabilità dei corsi e la ristrettezza del numero delle società quotate sono, a loro volta, in larga misura, l'effetto indotto — in un vero e proprio circolo vizioso — della scarsa propensione del risparmio verso gli impieghi azionari. Le brusche, ingiustificate cadute dei corsi dei titoli sono possibili perchè la trama delle negoziazioni di azioni che si svolgono in Borsa è, di solito, relativamente esile ed è perciò facilmente vulnerabile e manovrabile: il che è da addebitare in

primo luogo — anche se non esclusivamente — allo scarso numero di risparmiatori che compiono impieghi azionari. Tale scarso interessamento del risparmio per le azioni è, per altro verso, il fattore determinante della scarsità delle società quotate, poichè la quotazione presuppone, logicamente, che la società faccia appello al pubblico per il collocamento delle proprie azioni; e le società sono scoraggiate dal ricorso ad emissioni azionarie in quanto manca o è molto problematica la prospettiva di assorbimento.

L'eccessiva instabilità delle quotazioni e la ristrettezza del numero delle società quotate sono da ricondurre anche ad altre cause. Il flusso delle negoziazioni dalle quali si esprimono i corsi di borsa risulta particolarmente tenue e vulnerabile anche perchè gran parte delle contrattazioni su titoli quotati avvengono fuori borsa. D'altronde la riluttanza delle società a fare appello al pubblico risparmio va anche messa in relazione con il maggior costo che il finanziamento azionario comporta per la società rispetto al finanziamento creditizio: mentre la remunerazione dei capitali di credito è detraibile dal reddito imponibile della società, nessuna detrazione, neppure limitata, è possibile per la remunerazione — erogazione di dividendi — del capitale di rischio fornito dai sottoscrittori di azioni.

La prospettiva di riuscire ad avviare un duraturo processo di ricupero può nascere solo da una incisiva azione di politica legislativa che affronti in modo organico le molteplici e interconnesse cause della disfunzione in atto, completando e migliorando i provvedimenti già adottati ma rimasti improduttivi o addirittura inapplicabili.

Certo non è possibile debellare con specifiche misure di politica legislativa la più grave causa di disfunzione, che consiste nella scarsa redditività degli impieghi azionari e che non è altro che un modo di manifestarsi di quell'inadeguato rapporto tra costi e ricavi che caratterizza attualmente le strutture imprenditoriali. La messa in opera di ogni possibile mezzo per migliorare questa situazione dovrebbe costituire oggetto dell'impegno più pressante e costante dell'azione di Governo; ma l'esame delle misure di carattere generale

da porre in essere a questo scopo esula dai limiti della presente indagine conoscitiva. Pertinente ed importante, invece, è a nostro avviso l'indicazione di alcuni specifici interventi di politica fiscale societaria che possono fornire un sostanziale contributo al miglioramento delle prospettive di redditività degli impieghi azionari.

Un primo fondamentale intervento dovrebbe mirare alla valorizzazione dello strumento delle azioni di risparmio, previsto, con riguardo alle società quotate in borsa, dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, e rispondente alla giusta aspirazione di forzare i tradizionali schemi dell'azionariato per aprire verso il piccolo e medio risparmio l'area della raccolta del capitale azionario e per dare applicazione al precetto costituzionale che impone di favorire l'accesso del risparmio popolare al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese.

La proficua funzione di questo nuovo strumento trova ostacolo, a nostro giudizio, in un difetto di regolazione legislativa, che può scoraggiarne l'impiego nelle attuali condizioni economiche delle imprese societarie, come sembra comprovato dal fatto che non v'è stata, ad oggi, nessuna emissione di azioni di risparmio. Si è avuto soltanto riguardo alla esigenza di rendere tali azioni appetibili ai potenziali sottoscrittori (munendole di sostanziali garanzie di remunerazione minima, consentendo la loro emissione al portatore e prevedendo un trattamento fiscale analogo a quello dei depositi bancari); e non si è avuto invece riguardo ai limiti di sopportabilità, da parte della società e dei suoi azionisti ordinari, dell'onere inerente al privilegio patrimoniale attribuito alle azioni di risparmio. La configurazione del privilegio come garanzia assoluta di assegnazione degli utili di esercizio e la regola del riporto per due esercizi nel caso di insufficienza degli utili comportano, da un canto, una menomazione delle già limitate possibilità di autofinanziamento dell'impresa, e, d'altro canto, un serio deterioramento della posizione degli azionisti ordinari, che si vedrebbero esposti, in caso di prolungata depressione delle redditività degli affari sociali, alla prospettiva

di dover rinunciare per lunghi periodi ad ogni remunerazione.

Le azioni di risparmio, essendo titoli attributivi, in una certa misura, di una garanzia di remunerazione e di rimborso, sono affini ai titoli obbligazionari ed importano, per le società emittenti, un onere finanziario di analoga natura. Ciò comporta la necessità di prevedere che, almeno fino a concorrenza del tasso di remunerazione garantito dal privilegio, la società abbia diritto di detrarre dal proprio reddito imponibile le somme assegnate a tali azioni. Si tratta, in sostanza, di attenuare, relativamente alle azioni di risparmio, la doppia imposizione economica dei dividendi derivante dalla circostanza che le somme corrisposte a titolo di dividendi sono tassate sia presso la società sia presso l'azionista.

Il problema generale della doppia imposizione dei dividendi fu prospettato nel corso dei lavori preparatori della riforma tributaria; ma non ha trovato in tale sede una soluzione soddisfacente, anche in confronto a quelle accolte in altri Paesi. Ma s'era fatta riserva, già nella relazione governativa, di studiare a suo tempo una particolare disciplina fiscale per le azioni di risparmio allorchè fossero state introdotte nel nostro ordinamento. La soluzione, sia pure parziale, che ora si auspica, circoscritta alla promozione delle azioni di risparmio e fondata sull'affinità economica di tali titoli rispetto ai titoli obbligazionari, consentirebbe a questo nuovo strumento di raccolta del risparmio di svolgere l'importante funzione economica e sociale ad esso assegnata. In caso contrario, per cercare di renderlo vitale ed operante, sarebbe indispensabile rivedere l'intera disciplina del privilegio patrimoniale nel senso di attenuarne l'attuale rigidità.

Alla finalità di migliorare la capacità attrattiva degli impieghi azionari nei riguardi del risparmio e la funzione strumentale della Borsa in ordine al finanziamento azionario potrà portare un rilevante contributo, sotto vari profili, l'adozione di un provvedimento legislativo — la cui necessità appare ogni giorno più evidente — che consenta la rivalutazione monetaria dei cespiti attivi dei bilanci societari, ponendo fine alle distorsioni

cui dà luogo l'obbligo di valutare tali cespiti al costo storico senza tener conto del deprezzamento monetario determinatosi, in varia misura, successivamente al loro acquisto.

Un provvedimento di tal genere, rendendo possibile l'emersione di importanti riserve da « saldi di rivalutazione monetaria » e consentendo, così, alle società di avviare, lungo l'arco di più anni, un programma di distribuzione di azioni gratuite mediante la graduale imputazione di tali riserve a capitale, renderà possibile alle società di neutralizzare almeno in parte l'incidenza negativa che l'insufficienza dei dividendi esercita sulla propensione del risparmio verso gli impieghi azionari. Questa possibilità si avrà in modo particolarmente concreto per le società quotate, poichè l'esperienza dimostra che in tale mercato l'emissione di azioni gratuite comporta una depressione men che proporzionale del valore unitario delle più numerose azioni che l'azionista si trova, così, a detenere, con la conseguenza che il risparmiatore ravvisa, a ragione, nella prospettiva di distribuzione di azioni gratuite, una prospettiva di incremento, prontamente monetizzabile, del capitale impiegato.

L'attuale situazione di irrazionale accavallamento, nei bilanci societari, di valutazioni del tutto eterogenee e non comparabili perchè determinate su metri monetari fortemente differenziati in relazione alle varie epoche di acquisto dei cespiti, toglie a tali bilanci trasparenza ed espressività, facendo sì che essi, anzichè uno specchio fedele della effettiva situazione patrimoniale, costituiscano un *rebus* non risolvibile neppure con l'impiego della maggior competenza e buona volontà. Parlavamo poco fa dei piccoli e medi industriali che si trovano a richiedere un credito, per esempio, e dimostrano sui loro bilanci la disponibilità di un patrimonio che è nettamente inferiore a quello reale; facevamo anche un'altra osservazione: passando dai conti di esercizio ai conti patrimoniali, alcune spese che refluiscono dai conti di esercizio sono automaticamente rivalutate; mi riferisco, per esempio, agli accantonamenti per indennità di licenziamento che automaticamente vengono rivalutati perchè seguono la posizione monetaria delle paghe e stanno

al passivo con il loro valore aggiornato, mentre dall'altro lato i cespiti patrimoniali — edifici, macchinari od altro — sono rimasti ai valori storici, creando effettivamente una notevole confusione nei valori esposti in bilancio, proprio quando tutti parlano della necessità di essere chiari e limpidi nell'esposizione di tali valori onde l'azionista possa avere una visione della situazione rispondente alla realtà. Per dipanare la matassa occorrerebbe poter analizzare la data di acquisto di ciascun cespite e le date di erogazione delle singole spese incrementative che entrano a comporre la valutazione di ciascuno ed applicare in relazione ad ognuna di queste date la combinazione di indici statistici più idonei a tradurre nel metro monetario attuale il complesso dei valori di costo contenuti nel bilancio. Questa situazione costituisce un'evidente fonte di disorientamento per i potenziali investitori azionari e per i loro consiglieri professionali ed ha come effetto di contribuire a rendere il risparmio riluttante verso gli impieghi in azioni perchè menoma profondamente la possibilità di valutazione e comparazione della convenienza e della rischiosità dei singoli impieghi possibili. Un provvedimento di rivalutazione, accrescendo notevolmente l'espressività e la comparabilità dei bilanci, contribuirebbe alla attenuazione della disaffezione del risparmio per gli impieghi azionari; e ciò specialmente nel campo delle società quotate in Borsa, nelle quali il singolo investitore acquista la partecipazione azionaria in base ad un congegno impersonale di mercato, non in base ad una trattativa contrattuale che includa la possibilità di un diretto controllo della situazione della società.

In assenza della facoltà di rivalutazione monetaria le società subiscono due tipi di distorsione che le penalizzano gravemente e ingiustificatamente sul piano fiscale e ne minano la vitalità. Per effetto dell'impossibilità di adeguamento monetario dei valori di costo dei cespiti ammortizzabili la base di commisurazione degli ammortamenti e dei costi di manutenzione e ammodernamento fiscalmente ammessi risulta non realistica e largamente inadeguata alla funzione di provvedere alla conservazione della sostan-

za aziendale. In definitiva, chi lo potesse fare perchè le differenze tra i costi e i ricavi glielo consente, non può fare un ammortamento dei valori reali che costituiscono gli impianti, eccetera, ma lo può fare soltanto entro il limite dei valori iscritti in bilancio, che sono insufficienti. Quindi, in una parola, se poi distribuisce un utile, in effetti distribuisce una parte del patrimonio perchè non ha accantonato prima le quote di ammortamento; d'altra parte l'insufficienza delle quote di ammortamento e rinnovo consentite comporta che venga tassato, in larga misura, l'utile lordo della società in luogo dell'utile netto, cosicchè, in mancanza del riconoscimento che le plusvalenze monetarie non costituiscono reddito imponibile, la tassazione di tali plusvalenze meramente nominali si traduce in una sorta di accidentale e sperequata imposta sul patrimonio e ostacola la razionalizzazione dell'apparato produttivo, scoraggiando la riconversione degli investimenti necessaria per il miglioramento della produttività.

L'eliminazione di queste distorsioni comporterà per le società un rilevante risparmio di oneri fiscali del tutto ingiustificati e l'acquisizione di una maggior capacità di adattamento ai mutamenti delle condizioni interne ed esterne nelle quali si trovano ad operare. Ne conseguirà la prospettiva di più favorevoli risultati economici e la possibilità di una migliore remunerazione del capitale azionario. Emerge così un altro profilo sotto il quale l'auspicato provvedimento di rivalutazione monetaria potrà contribuire al miglioramento della raccolta di capitale di rischio.

Passando ai fondi comuni di investimento mobiliare, va detto che un rilevante contributo alla canalizzazione del risparmio verso gli investimenti azionari e, in particolare, al potenziamento della Borsa potrà arrecare la emanazione, da tanto tempo attesa, di un provvedimento legislativo inteso a regolare e a munire di un'adeguata disciplina i fondi di cui sopra. Si tratta di un progetto che era stato approvato dal Senato, che è decaduto non essendo stato approvato dalla Camera prima della fine dell'ultima legislatura e non è stato più ripresentato.

La misura dell'utilità di questi congegni finanziari, che comportano l'accesso del risparmio agli investimenti azionari attraverso la formazione di vasti complessi mobiliari gestiti secondo criteri di compensazione dei rischi e di selettività degli impieghi — molto usati all'estero e con notevole successo; basterebbe riferirsi a quelle organizzazioni e a quelle normative —, ha fatto oggetto, nel tempo, di differenti valutazioni anche in relazione a sfortunate vicende di certi fondi esteri. Ma nessuno ha mai seriamente contestato che essi giovino alla funzionalità del mercato azionario. Il fondo comune è lo strumento di elezione per la diffusione dell'impiego azionario nella massa dei piccoli e medi risparmiatori, ai quali la modestia delle somme disponibili non consente possibilità di manovra in ordine alla differenziazione degli impieghi azionari per la ripartizione dei rischi, mentre il difetto di conoscenze economiche non consente una consapevole opera di scelta e avvicendamento degli investimenti. Perciò se il trattamento tributario dei partecipanti al fondo verrà congruamente agevolato e se il controllo dei fondi comuni verrà incluso tra le funzioni assegnate alla Commissione nazionale per le società e la borsa per la tutela del risparmio azionario, i fondi comuni potranno svolgere un ruolo di primo piano per rivitalizzare il canale del finanziamento azionario e per stimolare l'ampliamento del mercato di Borsa.

La funzione dei fondi comuni ai fini della ripartizione e selezione dei rischi sembra suscettibile di particolare valorizzazione nel periodo che stiamo attraversando, caratterizzato da un'accentuata mutabilità delle sorti delle singole imprese, a causa della maggior rapidità dei processi di mutamento del contesto economico: declino di settori industriali, processi di spostamento ed evoluzione dei mercati di sbocco e di approvvigionamento, emersione di nuove correnti concorrenziali.

L'assenza di una legge che disciplini in Italia l'istituzione e il funzionamento dei fondi comuni non comporta soltanto una lacuna del nostro ordinamento finanziario, ma si risolve in una sorta di monopolio dei fondi comuni esteri, che operano nel nostro

mercato del risparmio senza essere specificamente disciplinati in funzione delle esigenze del mercato finanziario nazionale e senza quelle garanzie di tutela del risparmio che sarebbero assicurate da un organico sistema di controlli applicabili a tutti i fondi, italiani ed esteri, operanti in Italia.

Accanto ai fattori di fondo consistenti nella scarsa redditività degli impieghi azionari, nell'alto costo fiscale delle emissioni azionarie e nella scarsità dei titoli quotati, la riluttanza del risparmio verso gli impieghi in Borsa e delle società verso l'accesso alla quotazione è alimentata anche da un fattore specificamente inerente al mercato di Borsa. Si allude alla eccessiva instabilità dei corsi di tale mercato, la quale, rendendo difficile la liquidazione degli investimenti e una valutazione della loro convenienza, costituisce una causa di allontanamento tanto del pubblico, che non vuol subire un rischio troppo forte di liquidazione in perdita, quanto delle società, che non vogliono rischiare il discredito che potrebbe derivare da brusche, ingiustificate cadute dei corsi dei loro titoli.

La principale causa dell'eccessiva instabilità dei corsi è costituita dalla circostanza che gli intermediari finanziari danno esecuzione fuori Borsa ad una larga parte degli ordini di negoziazione di titoli ammessi alle quotazioni, assottigliando così la trama delle negoziazioni e menomando l'espressività dei corsi ufficiali e accrescendo, quindi, la soggezione di questi ultimi a manovre e bruschi squilibri. È perciò necessario combattere questa causa di disfunzione del mercato di Borsa assicurando una maggiore concentrazione in Borsa delle negoziazioni dei titoli ammessi alle quotazioni.

La soluzione consistente nell'imporre che i trasferimenti di titoli quotati possano avvenire soltanto in Borsa rischierebbe di essere controproducente. Qui si tocca un argomento che avete finito di trattare poco fa con gli agenti di cambio. In Italia, la massima parte degli ordini di vendita e di acquisto di titoli viene raccolta dalle banche, per le quali la convenienza di questo tipo di servizio di intermediazione è il larga misura condizionata dalla possibilità di com-

pensare fuori Borsa gran parte degli ordini di segno opposto ricevuti dai clienti, sottraendo così l'operazione alla duplicazione di costi di intermediazione che sussiste ove la banca debba a sua volta girare l'operazione agli agenti di cambio che hanno attualmente il monopolio dell'intermediazione in Borsa. Vietando alle banche le compensazioni fuori borsa si rischierebbe di scoraggiarle dall'interessarsi al mercato azionario e ciò potrebbe portare un ulteriore durissimo colpo alla funzionalità di tale mercato, atteso che in Italia il grande serbatoio del « risparmio delle famiglie » potenzialmente devolvibile agli impieghi azionari è costituito dalle banche. Per la massima parte di tale risparmio la banca è il « consigliere professionale » e lo strumento di intermediazione naturale ed unico per la scelta e l'attuazione degli impieghi. Comparata l'entità potenziale del lavoro che le banche, avvalendosi di tale loro posizione, potrebbero utilmente svolgere per lo sviluppo degli impieghi azionari, il loro impegno attuale in tale settore, pur se in assoluto cospicuo, è ancora largamente insufficiente per un più efficace funzionamento del mercato finanziario. Così stando le cose la soluzione semplicistica consistente nel vietare l'effettuazione di operazioni fuori Borsa potrebbe peggiorare profondamente la già insoddisfacente situazione attuale, turbando i calcoli di convenienza delle banche relativamente ai loro servizi di intermediazione azionaria e fornendo un cospicuo sostegno obiettivo alla tendenza di molte banche a limitare il proprio impegno in tale settore di intermediazione al fine di evitare lo sviluppo di una forma di impiego considerata concorrente rispetto al lavoro bancario tradizionale.

Sembra perciò preferibile una soluzione ispirata a quella accolta in Germania, Svizzera, Olanda, Svezia, Lussemburgo, ove la concentrazione delle operazioni in Borsa viene favorita attraverso l'ammissione delle banche all'esercizio dell'intermediazione in Borsa e ciò attraverso la creazione di una situazione nella quale, venendo meno la duplicazione degli oneri di intermediazione, viene a cadere il principale motivo che induce

le banche a compensare fuori Borsa gli ordini ricevuti. Un'analoga impostazione del sistema di intermediazione si ritrova negli Stati Uniti d'America. Qui la situazione differisce da quella europea per il fatto che la funzione di raccolta degli ordini di acquisto e di vendita dei titoli è svolta, anziché dalle banche, dalle *commission houses*, potenti organizzazioni commissionarie che hanno migliaia di uffici e di corrispondenti sparsi in parecchie centinaia di città e che costituiscono il perno del mercato; ma anche negli Stati Uniti è evitata la duplicazione degli intermediari perchè le *commission houses* sono ammesse all'esercizio dell'intermediazione in Borsa.

A favore del tipo di soluzione sopra indicato milita anche la considerazione del rilevante vantaggio per la stabilità dei corsi derivante dalla presenza in Borsa di intermediari che siano in grado di operare in proprio e di offrirsi come « contropartita ». Per attuarla non sarebbe nè indispensabile nè opportuno smantellare il sistema, preordinato alla garanzia del pubblico risparmio, consistente nell'affidare in via esclusiva l'esecuzione delle contrattazioni in Borsa alla categoria degli agenti di cambio, selezionati mediante un pubblico concorso. Ma si potrebbe consentire alle banche e agli agenti di cambio di stabilire tra loro un rapporto stabile di preposizione, di guisa che le banche opererebbero in Borsa attraverso loro agenti a ciò preposti.

Come contropartita si dovrebbe prescrivere alle banche, che intendessero avvalersene, l'obbligo di far passare per la Borsa tutte le contrattazioni relative ad ordini di vendita o di compera, salvo casi di eccezione da determinare in modo tassativo.

Come utile complemento dei congegni del mercato finanziario si potrebbe anche prevedere la formazione di società intermediarie altamente organizzate e specializzate, idonee a fornire efficace assistenza ai risparmiatori e sostegno al mercato e ad integrare, sotto entrambi questi profili, l'azione delle banche. A questo fine si dovrebbe prevedere che società di tal genere possano essere ammesse ad esercitare l'intermediazione in Bor-

sa con le stesse modalità previste per le banche, subordinando tale ammissione a precise garanzie e sottoponendo le società stesse ad un penetrante controllo continuativo da parte della Commissione per le società e la borsa.

Passando ad altro argomento e problema, è verità generalmente riconosciuta — e vi ho già accennato con riguardo al problema della rivalutazione monetaria — che un'adeguata informazione del pubblico da parte delle società è una condizione necessaria per un largo interessamento del risparmio verso gli impieghi azionari poichè è evidente che qualora l'insufficienza di informazioni sulla situazione delle società precluda un'adeguata valutazione della convenienza dell'impiego in azioni il risparmio è scoraggiato da tale forma di impiego.

In questa materia la legge n. 216 detta un'ampia e incisiva disciplina innovatrice. È previsto per tutte le società di capitali un radicale miglioramento del valore informativo dei resoconti annuali grazie all'imposizione di uno schema molto analitico per il conto profitti e perdite e all'obbligo di fornire un adeguato ragguaglio sulle partecipazioni possedute. Per quanto riguarda, in particolare, le società quotate sono previsti la certificazione obbligatoria dei bilanci ad opera di organismi specialmente qualificati e un congegno di controllo sulla sufficienza e la veridicità dell'informazione affidato all'istituenda Commissione nazionale per le società e la borsa, alla quale compete, tra l'altro, il potere di imporre alla società la pubblicazione di dati e notizie necessari per l'informazione del pubblico, in aggiunta a quelli risultanti dal bilancio e dalla relazione. Alla stessa Commissione è inoltre demandato il compito di rivedere e completare la disciplina delle contrattazioni di borsa; per questa via sarebbero auspicabili interventi atti a regolamentare le vendite a termine, dalle quali, particolarmente se allo scoperto, derivano i maggiori pericoli di deteriorazione speculazione che falsa e discredita la funzione del mercato borsistico.

Queste innovazioni potranno contribuire in modo sostanziale a stabilire un clima di

fiducia del pubblico dei risparmiatori verso le società azionarie e quindi alla valorizzazione del canale di finanziamento azionario e del mercato di Borsa. Ma l'effettivo conseguimento di tale risultato dipenderà essenzialmente dalla composizione della Commissione per le società e la borsa e dal credito che essa saprà meritare nell'opinione pubblica. È essenziale, a tal fine, che siano chiamati a farne parte persone che diano assoluta garanzia di obiettività, di competenza tecnica, di totale aderenza al fine di tutela del mercato e dei risparmiatori.

P R E S I D E N T E. Mi pare che la relazione sia stata molto chiara ed ampia; in più è, in alcuni punti, convergente con quella che abbiamo testè ascoltato dall'Asso-bancaria. Pertanto penso che la discussione possa essere piuttosto semplice.

P A Z I E N Z A. Effettivamente la relazione è stata molto ampia, chiara e documentata; essa esprime, in molti punti, il pensiero che la mia parte politica ha più volte vivacemente affermato. Io non posso non sottolineare quella frase della relazione, all'inizio, laddove si dice che la crisi è dovuta non soltanto a carenze proprie del congegno del mercato borsistico, ma anche — e in massima parte — a fattori che stanno a monte della borsa; indubbiamente l'angolo visuale era questo e la relazione è rimasta nel tema; quando si parlò delle azioni di risparmio ebbi occasione di dire che, così come era congegnato il sistema, non ne avremmo visto una e la relazione che abbiamo ascoltato conferma quanto avevo previsto; sui fondi d'investimento, sulla politica del risparmio siamo completamente d'accordo, pertanto desidero farle solo due domande: lei ritiene che su queste deficienze, e su questa asfissia abbiano avuto influenza — e quale — la nazionalizzazione delle industrie elettriche e il principio della nominatività dei titoli?

D E F A L C O. Diceva il senatore Pazienza che una delle ragioni della crisi è la

6^a COMMISSIONE

3° RESOCONTO STEN. (11 febbraio 1975)

nominatività dei titoli azionari; ma questa nominatività dura da 40 anni!

P A Z I E N Z A . Ho fatto delle domande tecniche, alle quali si può rispondere soltanto in forma tecnica, non politica.

D E F A L C O . In questi 40 anni ci sono stati degli alti e dei bassi in Borsa e c'era la nominatività, quindi la questione è un'altra. Io direi che questa crisi è incominciata e si è acuita al momento della stretta creditizia, e per altri motivi. Quando, cioè, le banche non hanno più fornito fondi agli speculatori, che sono la unica fonte del movimento di Borsa, evidentemente è mancata la base essenziale per le operazioni su questo mercato. Precedentemente ho avuto occasione di dire che la Borsa, come tutti quanti sappiamo, tratta azioni emesse da società, ed è il termometro, io direi, dei fasti e dei nefasti delle società per azioni, naturalmente senza voler generalizzare.

Si dice che la Borsa è in crisi e che mancano gli apporti di capitale di rischio, ma questi sono sempre mancati, a meno che non ci siano stati degli allettamenti, perchè io ricordo a me stesso che la remunerazione in Borsa non è mai stata una cosa eccezionale: il capitale di rischio è stato sempre remunerato all'1-2-3 per cento sul nominale.

S E G N A N A . Magari nello stesso momento, però, i titoli si rivalutavano del 150 per cento!

D E F A L C O . Allora il risparmiatore non c'entra! Infatti il presidente Rodinò, si è soffermato sulla rivalutazione per svalutazione monetaria e mi pare che una cosa del genere sia già avvenuta nel 1952.

R O D I N Ò . Esattamente nel 1957 e nel 1962.

D E F A L C O . E questa fu una delle condizioni che portò al boom di Borsa; in quell'occasione molti risparmiatori — sempre relativamente all'Italia — si avvicina-

rono alla Borsa e i titoli andarono alle stelle. Poi ci fu, a mio giudizio, una manovra organizzata e ci fu il crollo, con la conseguenza di far allontanare quei risparmiatori che si erano avvicinati, più o meno per la prima volta, alla Borsa. Ora è mai possibile che quando si enumerano le cause, molte delle quali obiettive e legate alla situazione economica che stiamo attraversando, si parli soltanto della crisi economica e non, come dicevo prima, dei fasti e nefasti delle società per azioni, che condizionano strettamente l'andamento delle borse? È mai possibile cioè che non si dica mai con chiarezza che la Borsa rispecchia in ultima analisi le condizioni e il comportamento delle società per azioni, anche se non si può fare di tutte le erbe un fascio.

Una domanda che pongo a me stesso e ai signori qui presenti: quale relazione ha la crisi economica con le vicende delle società di Sindona? Si tratta di società anonime o no? Quale relazione ha la crisi con tutto ciò che è avvenuto in queste società?

C A R O L L O . Loro non hanno parlato delle società di Sindona!

D E F A L C O . Ne parlo io. La crisi economica ha influito su ciò che è avvenuto nelle società di Sindona? Io credo di no, perchè se Sindona avesse avuto il credito necessario — dice lui e io credo che sia vero — si sarebbe salvato, cioè avrebbe continuato a fare gli imbrogli che ha fatto, anzi li avrebbe ingigantiti. Allora la crisi ha influito soltanto per un aspetto, cioè per il fatto che il Comitato del credito non ha concesso a Sindona l'aumento di capitale che egli chiedeva. E si è trattato di una delle poche azioni lungimiranti compiute dal Comitato del credito!

Il Presidente diceva che è necessaria l'esenzione fiscale per la rivalutazione monetaria. Io sono convinto che un'operazione del genere porterebbe la Borsa ad una decisa rivalutazione dei corsi delle azioni; ma questo significherebbe per lo Stato un danno per centinaia di miliardi. Perchè se non vengono tassate le rivalutazioni monetarie è chiaro

che ne deriva un danno, anche nel senso di una previsione mancata.

Ma quando si dice, giustamente, che la rivalutazione si farebbe se i bilanci venissero tassati al lordo e non al netto, io domando: che cosa c'entra la crisi in tutto questo? Intanto è avvenuta la svalutazione e i fondi di ammortamento restano congelati. Io sono convinto che noi dobbiamo modificare l'attuale assetto della Borsa innanzitutto affinché essa sia lo specchio di tutto ciò che avviene nel mercato mobiliare. Però domando: hanno una grande importanza, per esempio, tutte le deleghe che senza l'intermediazione delle banche le società non avrebbero? Praticamente, se è vero che le banche assorbono la maggioranza delle operazioni di borsa, è anche vero che le deleghe dei clienti influiscono in misura notevole e miscono poi col dare voto favorevole alle società quotate e ai loro pacchetti di comando, a danno dei piccoli azionisti.

E vero che la miniriforma ha previsto qualcosa a questo riguardo, ma secondo me occorrerebbe una riforma veramente radicale che ci consentisse per lo meno di adeguarci a ciò che avviene nelle Borse di Londra e di New York, dove tutte queste questioni sono state già risolte da tempo.

P I N N A . Nella sua pregevole relazione l'ingegnere Marcello Rodinò ha tra l'altro affermato che una ripresa duratura è condizionata alla possibilità di incremento delle disponibilità di capitale di rischio, occorre cioè incrementare l'autofinanziamento azionario che hanno subito un processo di rallentamento. «Ni siamo convinti della validità di questa affermazione, e siamo nello stesso tempo convinti del fatto che nel nostro Paese, che è forse il fanalino di coda per quanto riguarda l'autofinanziamento rispetto ai paesi della Comunità europea, esistono le condizioni per canalizzare il risparmio verso il capitale di rischio, anche se in realtà poi i piccoli risparmiatori si orientano in tutt'altro senso. E ciò perchè il piccolo risparmiatore dice: se le aziende non fanno uno sforzo e non indirizzano una quota parte degli utili all'autofinanzia-

mento, perchè mai io, piccolo risparmiatore del Sud, debbo, tramite i fondi comuni di investimento, dare una disponibilità di risparmio?

C'è una contraddizione di fondo in tutto questo. Bisognerebbe cioè cercare di chiarire che se non si migliora il volume dell'autofinanziamento, difficilmente il mercato azionario potrà ottenere una effettiva rivalutazione.

P R E S I D E N T E . La prego di chiarire la domanda perchè non mi pare che sia stata capita perfettamente.

P I N N A . La domanda è la seguente: come può il risparmio fluire verso il capitale di rischio, sia pure attraverso l'intermediazione dei fondi comuni di investimento, quando è noto che il tasso di autofinanziamento delle imprese italiane è inferiore al tasso di autofinanziamento di tutte le altre imprese del MEC? Quindi, quale propensione vi può essere da parte del piccolo risparmiatore verso questa direzione?

Un'altra questione: tra non molto, almeno ce lo auguriamo, dovrebbe entrare in funzione la famosa — non tanto per quello che ha fatto ma per quello che dovrebbe fare — Commissione nazionale per le società e la borsa. Essa dovrà durare in carica cinque anni ed avrà, tra l'altro, il compito di accertare il conto dei profitti e delle perdite; potrà chiedere alle società quotate in borsa i ricavi e i costi imputati all'esercizio e, per quanto si riferisce specificatamente ai profitti, i ricavi delle vendite delle prestazioni raggruppate per categorie omogenee, i proventi degli investimenti mobiliari, i dividendi delle partecipazioni a società controllate o collegate, i dividendi di partecipazioni in altre società, gli interessi di titoli a reddito fisso, gli interessi di crediti verso le banche, gli interessi di crediti verso società controllate o collegate, gli interessi di crediti verso la clientela, gli interessi di altri crediti non meglio specificati, e infine le plusvalenze derivanti dall'alienazione di beni non computabili tra i ricavi, nonchè gli incrementi di impianti e di altri beni per la-

6^a COMMISSIONE

3° RESOCONTO STEN. (11 febbraio 1975)

vorì interni, i proventi e i ricavi diversi da quelli indicati precedentemente, le rimanenze finali di materie prime, semilavorate, prodotti finiti e via dicendo.

Si apre così un ampio ventaglio all'interno del quale la CONSOB può esercitare un controllo che dovrebbe alla fine comportare quella tanto auspicata trasparenza del mercato azionario, onde poter valutare veramente su quali fondamenta si basano i titoli quotati e quindi consentire un riavvicinamento del risparmio al capitale di rischio e una conseguente rivitalizzazione della *Ecisa*.

Nella sua relazione, tra l'altro, giustamente a mio giudizio, si auspica anche il controllo da parte della CONSOB nei confronti dei fondi comuni d'investimento. E qui posso addirittura anticipare il pensiero del Gruppo comunista nel senso che, ove non entrasse in funzione la CONSOB, dei fondi comuni d'investimento non se ne dovrebbe neanche parlare; perchè vogliamo che prima la CONSOB sia funzionante, in maniera che si possa esercitare un controllo attivo e il piccolo risparmio non corra i rischi che ha corso in varie circostanze e poi si potrà procedere alla regolamentazione di questo delicato settore.

A questo punto, sarebbe opportuno conoscere il parere degli intervenuti su questo nuovo strumento, sulla sua validità per i fini che si prefigge; nonchè quali controlli essi ritengano utili e sopportabili dalle società per azioni, considerato anche il fatto che è prosima la discussione dei decreti con i quali si andrà ad organizzare le società di revisione e certificazione.

CAROLLO. Vorrei iniziare con una brevissima premessa, che non so se considerare come domanda da rivolgere all'ingegner Rodinò o come domanda da rivolgere al collega Pinna.

Il collega ha fatto cenno al problema dell'autofinanziamento e mi è sembrato di capire — se ho capito male chiedo scusa — che questo rappresenterebbe un fenomeno di manomissione non dico dei bilanci ma della volontà di conduzione aziendale; tanto che ad un certo punto il senatore *Pinna*, per-

lando di conti profitti e perdite quasi ha fatto aleggiare in questa sala l'impressione che i profitti esistono ma vengano in certo modo distorti, sì da non poter più consentire il normale processo di autofinanziamento. Tutto ciò scoraggerebbe l'operatore di borsa.

Io non entro nel merito del ragionamento poichè mi sembra molto sofisticato, per non dire altro. Rivolgo però un quesito al riguardo all'ingegner Rodinò.

BORSARI. È stato detto che mentre le aziende impoveriscono le famiglie arricchiscono, perchè portano all'estero i risparmi

CAROLLO. È veramente difficile accedere al concetto che le aziende impoveriscano e le famiglie arricchiscano, a meno di non pensare a mezzi illeciti. Ma questo è un altro discorso. Noi stiamo per parlare della fisiologia di un'economia la quale si avvale di strumenti di intervento, quali la Borsa, il capitale di rischio e così via, e che presenta certamente anche aspetti patologici.

PINNA. Un aspetto patologico, ad esempio, è costituito dall'episodio — da noi denunciato — di Barilla che esporta i capitali all'estero, per oltre 2.500 milioni, e se la cava ancora. Di che cosa si meraviglia, il collega Carollo?

CAROLLO. Io non mi meraviglio di niente. Vorrei che non si esagerasse.

DEFALCO. Il senatore De Ponti annunciò che ci avrebbe portato dei bilanci dimostrativi.

DEPONTI. Questo non ha niente a che fare con l'autofinanziamento.

DEFALCO. Appunto. Però la vera sostanza è questa.

DEPONTI. Mi piace quell'« appunto ». È un « appunto » che va bene.

6^a COMMISSIONE

3° RESOCONTO STEN. (11 febbraio 1975)

P R E S I D E N T E. Il senatore Carollo prosegue nelle sue domande.

C A R O L L O. Per la verità mi basterebbe, come al collega De Ponti, quell'« appunto » del senatore De Falco. Questi, cioè, ammette in sostanza che il fenomeno dell'autofinanziamento è connesso alla globalità della dinamica economica e che altra cosa è l'illecito, il quale coinvolge problemi particolari di ordine morale: ossia tutta una serie di problemi i quali attengono alla patologia dell'*homo oeconomicus*, indegno di far parte della società.

Ora, però, stiamo parlando dell'autofinanziamento e chiediamo se la modesta entità del suo apporto negli equilibri finanziari aziendali rappresenti una remora, vuoi per la salute delle aziende, vuoi per l'incoraggiamento degli stessi investimenti. Non mi riferisco a coloro che comprano allo scoperto, a termine, e neanche a quelli che comprano a premio, perchè io personalmente proibirei, o almeno renderei impossibili, operazioni del genere operazioni nel merito delle quali non vorrei entrare. Tutto ciò che è speculativo, che è connesso al concetto che il denaro debba fare il denaro, senza la mediazione della produzione, è a mio avviso negativo, in qualsiasi tempo e sotto qualsiasi caratterizzazione politica.

Dal 1960 al 1974 — più che altro dal 1969 in poi, quando l'autofinanziamento è più un mito, una chimera: una grossa ispirazione ma anche una grossa amarezza — è avvenuto almeno secondo alcuni dati pubblicati dall'ISCO, che su 31 società quotate in Borsa, a fronte di investimenti complessivi per oltre 80.000 miliardi di lire, si è avuto un aumento di capitale sociale pari a 642.962 milioni. Il capitale gratuito, per i soliti fenomeni, è presente con appena 99 miliardi; quello a pagamento con 471 miliardi: troppo poco, a fronte di un investimento così notevole. Se non di un fenomeno patologico dobbiamo parlare ormai di un fenomeno fisiologico.

Allora io chiedo all'ingegner Rodinò — e per la verità la domanda è superflua perchè la risposta era già contenuta nella sua espo-

sizione iniziale — quale sia la prospettiva che si pone, in ordine a queste situazioni, nel caso in cui si dovessero continuare a registrare dati del genere, che tuttora ostacolano la ripresa dell'economia italiana indipendentemente dall'andamento della Borsa. La Borsa rappresento cioè l'effetto della suindicato fenomenologia, che, persistendo, crea situazioni sempre, più gravi. E mi chiedo anche quale sia la posizione, l'atteggiamento, la possibile prospettiva di comportamento dell'apparato produttivo italiano.

Vorrei fare un'ultima domanda. Su un documento del Mercato comune, « Elementi del mondo economico », fra le altre cose è detto: « Certi movimento di aumento di capitale verificatisi specialmente nel primo quadrimestre del 1974 — ma si fa riferimento anche agli anni precedenti — non riflettevano effettivi miglioramenti aziendali, riflettevano piuttosto la svalutazione monetaria e la pessima speculazione ». Ora, la speculazione non è certo una invenzione di questi tempi: è una invenzione di tutti i tempi, persino degli imperatori romani che diminuivano il peso dell'oro nella moneta, per diminuire il suo intrinseco valore. Nel documento da me richiamato è detto però « pessima speculazione »: ed in quel « pessima » c'è molto.

Ebbene, dall'ottica dell'apparato industriale come si giudica questo e quali conseguenze, se conseguenze ci sono state, sono state avvertite per via di queste manifestazioni di speculazioni pessime? In altri termini, l'apparato industriale italiano ne ha risentito oppure il fenomeno delle pessime speculazioni vive una sua vita autonoma che ha i suoi travagli, le sue origini, i suoi effetti, ma che non intaccherebbe la conduzione, la vita, la salute, le caratteristiche dell'apparato industriale italiano? Ecco, su questo specifico problema cosa mi possono dire al riguardo? Sempre nello stesso documento è detto inoltre: « Il mercato azionario non riflette più l'effettiva dinamica delle aziende, dei prezzi e dei profitti. La patologia e non la fisiologia è la caratteristica del movimento di borsa ». Per certi aspetti i dati confermano giudizi del genere se è ve-

6^a COMMISSIONE

3° RESOCONTO STEN. (11 febbraio 1975)

ro ciò che ci dicevano giorni fa gli agenti di cambio, che cioè la Borsa lo scorso anno ha fornito all'apparato produttivo italiano — per aumenti di capitale e sottoscrizioni di azioni — oltre 190 miliardi di lire.

Ora, proprio dalla vostra ottica, vorrei conoscere qual è il giudizio su questi fenomeni relativi alla conduzione delle aziende.

B E R G A M A S C O. Credo che dobbiamo essere riconoscenti all'ingegner Rodinò e ai suoi colleghi per avere un poco allargato il quadro delle nostre discussioni dei giorni scorsi ed avere accennato ad alcuni altri grossi problemi che non erano stati ancora trattati, come quello delle azioni di risparmio e quello della rivalutazione dei cespiti attivi di bilancio; considerata come possibile tonico dell'economia, una tale rivalutazione da un lato permetterebbe infatti la distribuzione di azioni gratuite che, come dice la relazione, senza riportare il titolo al livello precedente, lascia sempre un certo margine di vantaggio e d'altro lato consentirebbe un incremento degli ammortamenti. Ha parlato anche di alcuni aspetti fiscali molto interessanti, dei fondi comuni e della relativa legislazione che si è arenata, probabilmente anche in relazione alla situazione generale; ha poi toccato un punto che ci ha tenuto occupati parecchio, quello cioè relativo alla esclusività delle contrattazioni di borsa e alla partecipazione delle banche all'attività di negoziazione dei titoli. A questo riguardo l'ingegner Rodinò ha avanzato dei suggerimenti che mi sembra si mettano a mezza via tra le tesi opposte, che avevamo ascoltato nei giorni scorsi, e che a me paiono estremamente interessanti e meritevoli di studio.

Vi sono però alcune altre questioni sulle quali gradirei conoscere il punto vista dell'ingegner Rodinò. In particolare, gli sarei grato se potessi conoscere la sua opinione in ordine al problema dell'unificazione delle Borse. Esistono infatti in Italia dieci Borse, alcune delle quali svolgono un lavoro minimo, molto meno dell'1 per cento della contrattazione totale, ovviamente ad un costo molto maggiore di quello di altre Borse più importanti. Al riguardo non so se sia opportuno pensare

non tanto alla loro soppressione, quanto piuttosto ad una unificazione secondo il modello inglese.

Un secondo punto, sul quale vorrei conoscere l'opinione dell'ingegner Rodinò e del quale ci siamo occupati anche in passato, è quello che concerne il mercato ristretto e la relativa disciplina, che oggi manca completamente; mercato ristretto che appare necessario in quanto è la stazione di acclimatamento per i titoli che passeranno un giorno nella Borsa, quando le condizioni saranno più favorevoli, ed è anche la sede più appropriata per quei titoli che, per avere un interesse puramente locale, non passeranno mai nella Borsa e il cui ambito di negoziazione rimarrà sempre limitato ad un determinato mercato locale. Ciò non toglie che — a nostro avviso — anche il mercato ristretto dovrebbe essere regolato e controllato meglio di quanto lo sia attualmente.

S E G N A N A. Ho apprezzato moltissimo quanto è stato esposto nella relazione dell'ingegner Rodinò: mi limiterò pertanto a fare solo una richiesta di maggiori chiarimenti in ordine ad un problema in essa accennato.

Gradirei, in particolare, avere delle indicazioni precise in ordine alle misure di carattere fiscale che l'Assonime ritiene di poter suggerire per ottenere la maggiore remunerazione dei capitali e quindi per rivitalizzare conseguentemente il mercato azionario.

B O R S A R I. Desidero anche io associarmi al ringraziamento generale per l'esposizione che cortesemente, in modo così dettagliato ed estremamente interessante, ci è stata fatta dal Presidente dell'Assonime.

Gradirei quindi porre dei quesiti all'ingegner Rodinò. In primo luogo, considerato che una questione che giustamente, secondo me, è stata qui sottolineata è quella relativa alla capacità di incentivare, di invogliare il risparmiatore a partecipare al capitale di rischio, offrendogli ogni garanzia attraverso una situazione, per così dire, di trasparenza, nella quale sia possibile vedere chiaro evitando quegli alti e bassi che snaturano le si-

tuazioni obiettive, deali, e che, in molti casi, si ripercuotono ai danni del piccolo e medio risparmiatore — mi riferisco ai giochi al ribasso e al rialzo, nonché alle operazioni di rastrellamento che si fanno per conquistare un sindacato di controllo — chiedo quali suggerimenti vengono dati, anche in vista dell'entrata in funzione della Commissione di controllo delle società e delle borse, perchè sia possibile evitare appunto tutto questo nell'interesse degli azionisti? Quali suggerimenti possiamo avere noi, visto che stiamo trattando questa materia?

In secondo luogo, è stato fatto un discorso sul quale si sono soffermati parecchi interventi, in ordine alle condizioni di bassa remunerazione che oggi offre la partecipazione al capitale di rischio. In particolare, si dice che la possibilità di partecipazione al capitale di rischio potrebbe essere incentivata ove esistessero condizioni di autofinanziamento che denunciassero una situazione di prospettiva favorevole anche per chi si immettesse con nuovo capitale. A questo proposito, desidero fare due osservazioni e, quindi, alla fine porre una domanda.

La prima osservazione è la seguente. La situazione economica che scontiamo oggi, e che non si può dire sia facile — non lo è certamente neppure per le imprese e questo è un dato di fatto dal quale non si può prescindere — non può essere riconducibile anche alla misura nella quale quando vi sarebbero state possibilità di autofinanziamento da parte di tutti, non se ne è fatto l'uso che se ne sarebbe potuto fare, oltre che alle fughe di capitali all'estero, fenomeno estremamente grave che si ripete, ripercuotendosi in maniera negativa su tale situazione?

Vi è poi la questione dell'amministrazione degli impieghi. Vorrei domandare ad esempio, quale ripercussione ha per gli stessi azionisti il fatto che grosse aziende, in un momento come l'attuale, nel quale i loro titoli sono in difficoltà nelle quotazioni di borsa, nensino ad investire miliardi per acquistare ad esempio testate di giornali o, comunque, imprese editoriali per le quali si sa *a priori* che le possibilità di remunerazione del capitale sono notevolmente scarse, specie nel campo dei quotidiani. Nel dire questo mi

riferisco, in modo particolare, ad un'azienda che non possiamo considerare un fatto marginale nel contesto dell'economia italiana nè un caso patologico che costituisca un'eccezione trascurabile: alla Montedison.

In che modo questo genere di operazioni si ripercuote sulla possibilità di autofinanziamento di una società?

In passato, il capitale è stato spesso impiegato invece che nella azienda in altre operazioni; ritengo che anche questo possa e debba avere influito sulla possibilità, ad esempio, di realizzare quei tassi di progresso tecnologico che, invece, avrebbero potuto fornire a tutta una serie di attività imprenditoriali una maggiore capacità competitiva e condizioni più favorevoli nel rapporto costi e ricavi.

Su questi punti, dunque, gradirei qualche precisazione.

RODINÒ. Onorevoli senatori, cercherò di rispondere come meglio posso alle varie domande che sono state poste e che, nella maggior parte dei casi, sono piuttosto complesse.

Ritengo tuttavia necessario fare prima una premessa: come gli altri amici qui presenti, io rappresento le società per azioni e si intende che in tale qualità io, come loro, credo in questo sistema che difendo e cerco di far funzionare nel migliore dei modi perchè — per l'appunto — ho fiducia in esso.

E anche evidente che tutti i casi patologici che si verificano all'interno di tale sistema sono contro il nostro modo di vedere e noi non li difendiamo, pur se andiamo evidenziando tutti i vari fenomeni negativi che possono verificarsi ed i pericoli cui con essi si va incontro, il che ci porta ad esporre i rimedi che si possono adottare.

Noi crediamo dunque nel sistema e nel funzionamento delle società per azioni attraverso le quali oggi in sostanza si produce qualcosa come il 50 per cento dei beni e dei servizi nazionali. Come avviene questo? Vi è la raccolta del denaro da parte del risparmio; il risparmio, attraverso le intermediazioni di cui abbiamo detto, porta questo denaro agli investimenti i quali, a loro volta, danno luogo alla possibilità di maggior pro-

duzione e quindi di maggiore ricchezza che può essere redistribuita.

È chiaro che, se questa maggiore ricchezza non si crea, il problema di fondo della distribuzione della ricchezza, pure esistendo, diventa, non dico secondario, ma certamente riflesso rispetto al fatto che la maggior produzione non viene creata; ed è proprio quello che, come tutti sanno, sta oggi avvenendo in Italia.

Fatta questa premessa passo senz'altro a rispondere al senatore Pazienza ricordando che per lunghi anni ho lavorato nella industria elettrica e, quindi, ho buona conoscenza dei vari problemi che la riguardano. È dunque vero che la nazionalizzazione dell'energia elettrica ha danneggiato la borsa? Penso di sì, perchè i titoli elettrici erano considerati sicuri e quindi diffusi in maniera molto capillare. In luogo delle società che sono state eliminate non ne sono subentrate altre di pari capacità finanziaria, economica ed organizzativa per cui non si sono create altrettante nuove positive possibilità di investimento; ma, forse, qui entriamo in un campo che ci porterebbe troppo lontano dalla vostra indagine.

È comunque evidente che anche avendo versato, in pochi anni, i 3.000 miliardi alle ex società elettriche era difficile creare per esse, tolti loro uomini ed organizzazione, un altro sistema produttivo efficiente come quello precedente anche se, evidentemente, ciò sarebbe stato auspicabile.

Un altro problema sollevato è stato quello della nominatività dei titoli azionari. Ebbene, come Assonime, così come è avvenuto anche nell'ambito della CEE, abbiamo cercato di sostenere il sistema della non nominatività di tali titoli e questo non perchè si tenda a non far pagare ciò che si deve pagare fiscalmente sul reddito dei titoli — nei Paesi dove non esiste la nominatività e, anzi, vige il sistema opzionale, tutti sono ugualmente colpiti — ma perchè il fatto stesso della nominatività rappresenta un dato psicologico negativo di scoraggiamento verso l'investimento azionario.

Il senatore De Falco ha toccato vari problemi e ha detto che in fondo la crisi dipende dal fatto che vi sono state le restrizioni

del credito. Non mi fiderei di dire che la Borsa è andata giù e che il denaro non affluisce soltanto per gli ultimi avvenimenti restrittivi del credito; il fenomeno è in atto da più tempo, anche se tali avvenimenti hanno avuto la loro influenza, accompagnandosi la riduzione del credito agli alti tassi conferiti a chi portava denaro alle banche.

Circa l'altra osservazione che il capitale di rischio è stato sempre mal retribuito (1, 2 per cento), rispondo che vi sono stati tempi in cui esso è stato regolarmente ed equamente retribuito e non si è attesa la rivalutazione dei cespiti attivi per la ricompensa. Evidentemente la questione della rivalutazione appare necessaria quando vi sono spostamenti notevoli di carattere monetario, ma in periodo di stabilità tante aziende hanno corrisposto un dividendo normale, l'azionista era tranquillo e soddisfatto ed il denaro affluiva tanto da poter consentire investimenti ed ammortamenti dai quali derivavano l'autofinanziamento e l'equilibrio del bilancio. Comunque, in periodo di stabilità vi erano società di ampia fiducia con azionariato molto diffuso e gli azionisti si accontentavano del dividendo del 5 o 6 per cento. Dobbiamo intenderci poi, quando parliamo di bilanci di società, sulla questione del profitto, il quale è la differenza positiva tra i ricavi ed i costi e non si può condannarlo se non è eccessivo o iniquo; non si può certo dire che il profitto debba essere condannato di per sé, essendo esso la condizione essenziale per la raccolta e la remunerazione del risparmio investito.

B O R S A R I . Se mi consente la tranquillizzo su questo punto; la mia parte politica riconosce una giusta remunerazione di capitale.

R O D I N Ò . Il punto è proprio questo: il profitto di per sé non può essere ritenuto come fatto economico iniquo ed annullandolo non si sa cosa succederebbe dell'equilibrio economico aziendale che addirittura potrebbe essere invertito. Il discorso può essere quello dell'equità del profitto in periodo di stabilità; oggi poi il problema è molto più grave e la crisi delle società è dovuta proprio alla difficoltà di poter ottenere un

6ª COMMISSIONE

3º RESOCONTO STEN. (11 febbraio 1975)

equilibrio tra i costi e i ricavi, ma questo è un discorso che va molto più in là.

D E F A L C O . Non è una novità che i titoli azionari siano stati sempre remunerati relativamente, io prima alludevo però al valore capitale nominale.

R O D I N Ò . Sì, va bene, però diciamo che se non è una novità è una specie di spiacevole innovazione. Giustamente lei chiedeva quanto di questa situazione dipende dai fasti e nefasti delle società, e certamente questo è uno degli aspetti patologici del tipo di quello cui accennava il senatore Borsari, della fuga di capitali all'estero, fenomeno questo dannosissimo per la Nazione, contro il quale protestiamo e siamo d'accordo con qualsiasi disposizione che lo impedisca.

A proposito poi dei valori dei cespiti attivi, la nostra opinione ci porta alla formulazione di una proposta concreta con la quale, in risposta al senatore Segnana, chiediamo la loro rivalutazione che possa essere fatta in modo che le differenze monetarie vengano messe nella disponibilità dell'azienda, la quale si regolerà nell'amministrarle come le consentirà l'equilibrio dei costi e dei ricavi. Questo sarebbe un correttivo di grande importanza e servirebbe moltissimo a quelle aziende che hanno la possibilità di fare, e farebbero, maggiori ammortamenti e quindi aumenterebbero la possibilità di autofinanziamento. Il fisco potrebbe accertare le nuove situazioni senza perderci nulla, anzi come fatto fiscale potrebbero scaturire nuove fonti di reddito per i singoli, quindi maggiori introiti e non una perdita per il fisco stesso. Bisogna poi intenderci, l'autofinanziamento non è mica una voce del bilancio, ma deriva dall'andamento dei conti economici e dalla differenza attiva tra ricavi e costi perchè, evidentemente, se tale differenza non c'è ed i costi superano i ricavi tutto l'equilibrio aziendale è rotto. S'intende poi che nessuna azienda dovrebbe distribuire utili se non ha provveduto prima agli accantonamenti per ammortamenti, perchè se così non facesse non avrebbe possibilità di continuare a vivere una sana vita industriale e produttiva. Quando poi l'azienda include, come deve, tra i propri costi l'ammortamento, secondo

i limiti consentiti dal fisco (il quale ha spesso concesso agevolazioni per incoraggiare questi accantonamenti), si autofinanzia, perchè il valore degli accantonamenti resta nella sua disponibilità.

Insieme a questa, vi sono altre partite di autofinanziamenti come nel caso degli accantonamenti per la indennità di licenziamento.

Il senatore Pinna chiedeva quali controlli dovrebbe poter far la CONSOB. tutti i possibili, purchè fatti bene, rispondo io; cioè che siano scelte persone, come giustamente indica la legge, indipendenti, competenti non condizionati dal loro inserimento in uno degli infiniti legami oggi esistenti; noi lo auspichiamo fortemente, così come auspichiamo una buona regolamentazione delle società di certificazione, purchè non vengano a costituire soltanto duplicati di quanto già esiste in materia.

Il senatore Carollo ha affrontato il problema dell'autofinanziamento fornendo dati, effettivamente molto significativi. Qui rientriamo sempre nel problema dell'equilibrio tra costi e ricavi e sfioriamo argomenti di carattere sociale la cui complessità è tale che non so sino a qual punto possano essere oggi qui trattati. Indubbiamente entrano in gioco tanti fattori: dalla giusta mercede all'equo profitto, alla produttività, sia quella della manodopera che dell'organizzazione, degli impianti, della loro utilizzazione, eccetera. È un complesso di problemi che chiama in causa l'intera Nazione. Noi ci auguriamo vivamente che tutto ciò trovi un suo equilibrio economico e sociale, perchè se non ci sarà equilibrio tra costi e ricavi, se il risparmio non si tradurrà in nuovi investimenti, se non diminuirà l'eccessivo indebitamento nei confronti del credito esterno, in Italia non si avrà mai quello che pur dobbiamo avere, ossia un sano ed efficiente sistema produttivo. Il senatore Carollo chiedeva ancora quali possono essere i correttivi; essi sono noti e fanno carico da una parte alla classe politica, anzi, al potere politico, e dall'altra a tutte le componenti economiche e sociali che devono cooperare a questo fine per il bene stesso della Nazione.

Il senatore Segnana ha fatto cenno alle agevolazioni fiscali; noi le abbiamo richieste con proposte precise; abbiamo chiesto la

6^a COMMISSIONE

3° RESOCONTO STEN. (11 febbraio 1975)

revisione del trattamento delle azioni di risparmio e delle obbligazioni, la rivalutazione dei cespiti attivi, il trattamento fiscale degli utili aziendali; sono provvedimenti che spero attirino la vostra attenzione e che sarebbero tanto più utili se venissero presi prima dei decreti che la Commissione dei 30 sta esaminando.

Il senatore Bergamasco parlava di unificazione delle Borse; la posizione in Italia è proprio questa: su dieci Borse appena tre o quattro funzionano, quindi noi siamo favorevoli al concentramento che può essere fatto in vari modi anche con collegamento tra le varie città. Effettivamente oggi le Borse funzionanti sono quelle di Milano, Roma, Genova e Torino, anche se per le altre deve tenersi conto di esigenze di carattere locale degne di considerazione: si pensi alle esigenze di collegamento della Sicilia e di tutta l'Italia meridionale.

Per quanto riguarda il problema dei mercati ristretti non ho tanta competenza in materia da poter rispondere utilmente, anche se penso che essi abbiano una loro ragion di essere; spero comunque che la CONSOB riesca ad allargare e rafforzare il mercato di borsa, condizione essenziale per la sua stabilità. Qui rispondo al senatore Borsari che per l'appunto chiedeva suggerimenti per tale stabilizzazione: la stabilità del mercato è legata alla sua ampiezza ed alla sua conseguente solidità. Abbiamo fornito a questo proposito dei dati che sono impressionanti: su oltre tremila società, con almeno 500 milioni di capitali, in Borsa ne sono quotate appena 165, e fra quelle tremila circa la metà hanno capitali superiori al miliardo. Ora la legge n. 216 prevede che la CONSOB possa obbligare determinate società a quotarsi in Borsa, purchè i titoli siano diffusi e abbiano certe caratteristiche; si potrebbe, peraltro, pensare anche a norme più automatiche. Per finire, qualcosa va detta sui capitali che vanno all'estero e sugli speculatori di Borsa: si tratta di fenomeni patologici che vanno contrastati in ogni modo. Io sono portato ingenuamente a pensare e sperare che tutto tenda a funzionare nella regolarità delle leggi, delle norme e del nostro sistema sociale di vita e mi auguro che le società per azioni contribuiscano sempre, come hanno fatto

per il passato, alla maggior produzione di beni e servizi nell'interesse di tutti.

D U B I N I. Mi sembra che all'inizio della seduta il senatore Viglianesi abbia posto dei quesiti che, in parte, hanno trovato risposta nella documentazione presentata e nelle parole del presidente Rodinò. Resta da rispondere a due punti ed il primo riguarda le quotazioni di società estere nelle nostre borse.

Il mio pensiero — parlo a titolo personale, ma credo di interpretare anche il pensiero dei miei colleghi — è il seguente: partecipiamo ad un mercato sempre più aperto non solo verso la Comunità europea ma verso il mondo intero. E l'Italia deve vivere in un mercato aperto; guai se ci avviassimo verso una chiusura del mercato, perchè sarebbe la fine delle nostre possibilità di sviluppo.

Con il Mercato comune europeo in special modo, ma anche con gli altri paesi, oggi vi è un'enorme facilità per il movimento delle merci. Il MEC è divenuto una grande unione doganale e vi è anche al suo interno una notevole libertà di movimento nel campo del fattore lavoro sia pure con alcuni difetti che debbono essere corretti. È indispensabile che anche per il fattore capitale si arrivi un bel giorno, almeno nella Comunità europea, a formare un unico mercato finanziario! Il mercato è fatto di tutti i fattori e quindi mi auguro che al più presto, così come a Bruxelles o a Londra o a Parigi o a Francoforte sono quotati titoli di altri paesi, anche in Italia vengano quotati titoli esteri. Probabilmente in questo momento ciò non è possibile, anzi non sarebbe certo prudente per ragioni valutarie, ma al riguardo vorrei fare una considerazione.

L'Italia è un paese povero di capitali, specialmente se ci confrontiamo con gli altri paesi della Comunità. Quindi, bisogna che creiamo le condizioni economiche e di fiducia per cui il capitale rimanga qui e non se ne vada, facendo anzi funzionare il sistema borsistico in modo tale che non solo il capitale italiano abbia interesse a rimanere e non ad espatriare ma che anche il capitale estero abbia interesse ad investirsi in Italia. È questo il fine ultimo a cui dobbiamo tendere. L'ideale sarebbe che le condizioni am-

6ª COMMISSIONE

3° RESOCONTO STEN. (11 febbraio 1975)

bientali di funzionamento e di redditività delle aziende rendessero interessante l'investimento estero in Italia. Siccome siamo, ripeto, un paese povero di capitali dobbiamo creare le strutture per consentire al capitale estero di investirsi nel nostro Paese creando una Borsa la più internazionale possibile; ripeto che mi rendo conto che nel momento attuale non sono possibili rapidi passi, ma penso che qualche tentativo possa essere avviato.

Ci è anche stato chiesto, e questo è il secondo quesito, che cosa pensiamo dei poteri della CONSOB, cioè se noi riteniamo che questa debba stabilire degli standard che rappresentino l'automatico obbligo di quotare un titolo in Borsa da parte di una società. Io ritengo che la CONSOB abbia già il potere di far quotare un titolo in Borsa quando ne ravviserà le necessarie condizioni, ma in questa materia bisogna procedere con molta prudenza, perchè si potrebbero allontanare anzichè avvicinare le aziende alla Borsa. Penso che dopo un certo rodaggio la CONSOB si renderà anche conto dei limiti e delle condizioni che bisogna creare prima di stabilire regole forzose. In linea di massima sarei più a favore della volontarietà che non della obbligatorietà della quotazione. Dovrebbe quindi continuare un regime di libertà. Comunque, la cosa più importante che la CONSOB dovrà tener presente è la reale larga disponibilità di titoli disponibili per il mercato, perchè sarebbe inutile quotare un titolo quando non vi siano azioni libere da poter comprare o vendere. Quindi, bisognerebbe avviare alla Borsa le aziende che abbiano una circolazione azionaria già notevole e distribuita fra molti azionisti, siano esse aziende grandi o anche medie o piccole.

Alla borsa di Londra le aziende quotate sono qualche migliaio; e non tutte sono grandi aziende, perchè vi sono anche piccole e medie aziende, ma tutte con larga distribuzione azionaria e tutte con un comportamento comune di pubblicazione di dati e di chiarezza dei loro bilanci.

P E S E N T I. Vorrei rispondere ad un quesito che è stato formulato: come si può

attirare maggiore risparmio verso le borse? Come si può impedire che si verifichino fluttuazioni eccessive nelle quotazioni di borsa, fluttuazioni che si prestano a quelle deteriori speculazioni di cui si è parlato poc'anzi?

Il mercato azionario è un mercato dove esiste da una parte una certa quantità di merce (azioni, obbligazioni) disponibile, e dall'altra un certo numero di possibili compratori che, secondo l'andamento delle quotazioni, offrono denaro in cambio di questa merce. L'opera di intermediazione avviene appunto nella Borsa, dove gli Agenti di cambio, negoziando, trovano il punto di incontro delle contropartite venditrici e acquirenti. Il prezzo al quale avviene ciascuna transazione determina la quotazione, in quel momento, del titolo trattato.

L'istituto tipico, qualificato per la sua stessa vocazione a fungere da equilibratore e ad attenuare perciò gli improvvisi sbalzi nei due sensi delle quotazioni di borsa, dovrebbe essere la società finanziaria.

Intendo parlare delle tipiche finanziarie, che hanno cioè la loro struttura simile a dei serbatoi nei quali si raccolgono azioni di vario tipo, o acquistate sul mercato borsistico a prezzi ritenuti convenienti al momento dell'acquisto stesso, o sottoscritte per promuovere nuove iniziative con capitale di rischio. In quest'ultimo caso, se l'iniziativa è valida e quando gli investimenti raggiungono quotazioni che ad avviso degli amministratori sono interessanti, le società finanziarie sarebbero pronte a fornire il mercato, cioè a vendere. L'operazione inversa si verificherebbe quando il titolo azionario avesse a scendere di valore. Questo naturale comportamento delle finanziarie rappresenterebbe il miglior freno per eliminare quelle cuspidi che abbiamo notato più frequenti negli ultimi anni, specialmente per determinati titoli azionari: cuspidi in alto e cuspidi in basso.

Ho parlato spesso al condizionale perchè in Italia, purtroppo, la legislazione fiscale impedisce praticamente alle finanziarie di operare in siffatta maniera.

Infatti, le vendite che danno luogo a margini di profitto sono colpite da imposta e gli amministratori, quando il titolo sale, non hanno nessuna convenienza a fornire titoli

atti a soddisfare la domanda, nè possono correre rischi eccessivi acquistando quando il titolo è offerto in abbondanza, magari allo « scoperto » (ed in quest'ultimo caso al solo fine di operare un artificioso ribasso), perchè non è possibile trovare nel bilancio riserve economicamente accumulate per far fronte a perdite imprevedibili.

Inoltre, quando il mercato dovesse risalire, anche il margine di guadagno risultante dalla nuova quotazione sarebbe inesorabilmente colpito.

Qual'è il rimedio a questa situazione, facendo sì che non esista un eccessivo aggravio per la società finanziaria e una ingiusta facilitazione fiscale con danni della pubblica amministrazione?

Sarebbe sufficiente che il fisco ammettesse che con la plusvalenza realizzata su vendite di titoli di portafoglio si potesse accumulare al passivo un « Fondo oscillazione titoli » esente da qualsiasi imposta fino a tanto che non venga in alcun modo distribuito agli azionisti e dal quale invece l'azienda possa prelevare, o per coprire perdite, o per nuovi investimenti. Le società finanziarie intensificherebbero immediatamente la loro azione sul mercato mobiliare, ne risulterebbe una accresciuta attività delle Borse, una possibilità per gli imprenditori di collocare aumenti di capitale e l'auspicato rinnovo dell'attività borsistica troverebbe pronta realizzazione.

Ma la funzione delle finanziarie è pure un'altra e di non minore importanza. Dobbiamo infatti pensare alle piccole e medie aziende le quali accumulano nel corso degli anni il loro autofinanziamento perchè si preparano a realizzare, con i propri mezzi, miglioramenti ai loro impianti. Non essendo possibile però tutti gli anni investire immediatamente ciò che esse destinano all'autofinanziamento (per realizzare un impianto con caratteristiche tecnologiche progredite esse devono sovente attendere da cinque a dieci anni), vogliono garantire al loro denaro una buona redditività, ma soprattutto una facile liquidità e una sicura conservazione del potere di acquisto. L'oculato investimento azionario risponde a queste esigenze.

Se la Borsa ha fluttuazioni così notevoli ed improvvise quali quelle da me descritte

più sopra, se essa è in mano solo agli speculatori e non vi è invece il sano investimento di risparmiatori che apportano « capitale di rischio », non vi sarà mai piccolo o medio imprenditore il quale abbia il coraggio di ricorrere ad un sia pur transitorio investimento azionario, e ciò malgrado una siffatta operazione sembri a lui congeniale perchè potrebbe offrirgli le richieste garanzie.

Accade allora che tale medio o piccolo imprenditore decida di rivolgersi ad una banca e vi depositi il proprio denaro, anzichè investirelo direttamente. Il deposito bancario, in tempi di normalità nel clima borsistico, può offrire un discreto rendimento e rappresenta certamente una delle scelte che si offrono all'imprenditore.

Il discorso è ben diverso quando avvengono variazioni sì forti nel potere di acquisto della moneta, e ciò sta verificandosi con più o meno grande intensità negli ultimi anni in quasi tutti i Paesi occidentali. Questa svalutazione monetaria porta inevitabilmente ad un impoverimento della ricchezza faticosamente risparmiata e in conseguenza l'imprenditore, di cui rappresentavamo più sopra le esigenze, non può sperare di realizzare gli impianti che egli aveva previsto al momento della creazione di quelle determinate riserve.

Pertanto, la funzione delle società finanziarie dovrebbe essere tenuta in grande evidenza, senza privilegi, ma anche senza carichi che ne impediscano l'armonica gestione e lo sviluppo. Non bisogna dimenticare che è compito delle finanziarie anche quello di promuovere iniziative industriali nelle tecnologie più avanzate quando il capitale di rischio, come avviene nella maggior parte dei casi, non è detenuto dall'imprenditore che dà vita alla nuova iniziativa, perchè nella maggior parte di questi casi esso è un tecnico geniale, che non possiede però i mezzi per concretamente dare avvio ai propri programmi produttivi industriali.

Ho descritto prima la società finanziaria come un serbatoio equilibratore. La stessa immagine può essere rappresentata da un volano che immagazzina energia quando gli viene somministrata senza fare troppo variare il numero di giri ed esegue l'operazione inversa, di somministrare cioè energia quan-

do gliene viene richiesta. Il tutto, anche in questo caso, con un piccolo spostamento nel numero dei giri. Il numero dei giri in più o in meno rappresenta le attenuate cuspidi in più o in meno dovute alle mutevoli e transitorie condizioni del mercato borsistico. Ciò darebbe rinnovata fiducia all'investimento azionario e sarebbe l'auspicato stimolo ad una maggiore attività di movimento di capitali attraverso le Borse italiane.

Un « Fondo oscillazione titoli » esente da imposte fiscali è indispensabile per le finanziarie, perchè esse investono tutto il loro patrimonio in « capitale di rischio » e dovrebbero accumulare forti riserve per fatti imprevedibili quali ad esempio la recente e così imponente variazione verificatasi nel costo delle fonti di energia a seguito del triplicarsi del prezzo del petrolio grezzo. Le perdite causate a molte aziende per la distorsione dei mercati che è derivata dovrebbero poter essere coperte dalle società finanziarie nel modo prospettato, ed esse così sarebbero pronte ad assolvere ancora ai loro compiti in un momento così delicato per l'economia del Paese.

Vorrei aggiungere ancora qualcosa in riferimento alle obbligazioni che pure, come ho detto prima, sono collocate e poi trattate nelle Borse. Da qualche anno gli imprenditori privati non possono più ricorrere a questo sistema di finanziamenti emettendo serie di proprie obbligazioni perchè, a seguito delle decisioni prese dalle autorità competenti, le banche, che sono le prime sottoscrittrici delle emissioni obbligazionarie che poi ricollocano tra i loro clienti, sono invece state costrette a sottoscrivere in maniera massiccia ed a scadenze fisse forti quantitativi di obbligazioni, ma emesse da enti o istituti statali o parastatali.

Non vi è quindi più spazio per l'imprenditoria privata e nello stesso tempo, data la dinamica dei tassi che si percepiscono sui depositi bancari, i titoli obbligazionari hanno perduto una forte aliquota del loro valore causando così grosse perdite ai sottoscrittori.

Per quanto riguarda le banche, l'obbligo della sottoscrizione percentuale rispetto agli incrementi della massa fiduciaria ha fatto

conseguire perdite, che tuttavia sono puramente contabili, di entità ragguardevole.

L'orientamento generale, anche della magistratura, di imporre che i titoli obbligazionari in portafoglio alle banche siano portati in bilancio non ai valori di costo, ma ai valori di mercato, mette in evidenza perdite insormontabili che potrebbero annullare le riserve e anche gran parte del capitale. Ciò, nel caso delle banche specialmente, sarebbe sommamente ingiusto. Infatti la banca, commerciando in denaro, non ha difficoltà a tenere in portafoglio le obbligazioni sottoscritte fino a tanto che esse non siano sorteggiate, o comunque rimborsate alla scadenza. Il denaro così impiegato dalla banca avrà sempre dato una retribuzione e non avrà causato perdite contabili perchè rimborsato al valore nominale.

Se invece, per gli esercizi in cui il possesso obbligazionario da parte della banca è mantenuto, si insistesse nell'obbligo di neutralizzare la perdita conseguita per il diminuito valore rispetto a quello di sottoscrizione del titolo obbligazionario, si annullerebbero riserve che hanno già assolto gli specifici oneri fiscali e forse anche gran parte del capitale, e all'atto del rimborso delle obbligazioni emergerebbero utili che *ingiustamente* verrebbero una seconda volta tassati.

È questo un argomento molto grave e mi auguro che l'onorevole Commissione voglia prenderlo in esame per suggerire alle autorità competenti gli opportuni provvedimenti.

P R E S I D E N T E . Ringrazio allora, a nome della Commissione, tutti coloro che sono intervenuti recando molti elementi ed esponendoli con chiarezza e franchezza. La franchezza si è avuta anche da parte dei parlamentari che hanno preso la parola, e da parte di tutti mi sembra che oggi sia stata manifestata buona volontà ed onestà di intendimenti ai fini di una ripresa dell'economia del nostro Paese.

La seduta termina alle ore 21,15.