

# SENATO DELLA REPUBBLICA

————— VII LEGISLATURA —————

## 6<sup>a</sup> COMMISSIONE

(Finanze e tesoro)

---

### INDAGINE CONOSCITIVA

### SUL FUNZIONAMENTO DELLE BORSE VALORI IN ITALIA

(articolo 48 del Regolamento)

### Resoconto stenografico

---

1<sup>a</sup> SEDUTA

MERCOLEDÌ 23 MARZO 1977

---

Presidenza del Presidente SEGNANA

---

## INDICE DEGLI ORATORI

PRESIDENTE . . . . .	Pag. 3, 7, 13 e <i>passim</i>	CESARINI . . . . .	Pag. 3, 13 16 e <i>passim</i>
ALETTI (DC) . . . . .	21, 22, 23 e <i>passim</i>	MIGNOLI . . . . .	.7, 14, 18 e <i>passim</i>
ANDREATTA (DC) . . . . .	14, 16, 17 e <i>passim</i>		
ASSIRELLI (DC) . . . . .	19		
BEVILACQUA (DC) . . . . .	20		
GRASSINI (DC) . . . . .	.13, 20		
TARABINI (DC) . . . . .	23		

*Intervengono alla seduta, a norma dell'articolo 48 del Regolamento: i professori Francesco Cesarini dell'Università Cattolica di Milano e Ariberto Mignoli, dell'Università Bocconi di Milano.*

*La seduta ha inizio alle ore 10.*

**LUZZATO CARPI**, segretario, legge il processo verbale della seduta precedente che è approvato.

**PRESIDENTE**. L'ordine del giorno reca l'indagine conoscitiva sul funzionamento delle Borse valori in Italia: audizione di docenti universitari, ai sensi dell'articolo 48 del Regolamento.

È questa la prima audizione sui problemi del funzionamento della Borsa valori in Italia ed abbiamo l'onore di avere nostri ospiti stamattina il professor Francesco Cesarini, professore straordinario di Tecnica bancaria all'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, ed il professor Ariberto Mignoli, professore di Diritto commerciale alla Università Bocconi di Milano.

Era prevista anche la presenza del professor Enrico Filippi, professore straordinario di Economia aziendale all'Università di Torino, ma è stato impossibilitato ad intervenire a causa dello sciopero in atto a Roma e nel Lazio.

Rivolgo ai due illustri ospiti un vivissimo ringraziamento per aver accettato l'invito della Commissione a partecipare ai lavori della nostra indagine e per le osservazioni ed i suggerimenti che potranno fornirci in ordine ad un problema di enorme importanza, che si è acuito soprattutto in questi ultimi tempi, ponendo in evidenza aspetti particolarmente preoccupanti. Gradiremmo avere, perciò, dal professor Cesarini e dal professor Mignoli, delle indicazioni in ordine anche ad aspetti di carattere legislativo pratico, da poter poi indicare nelle conclusioni alle quali perverremo come Commissione.

Do quindi senz'altro la parola al professor Cesarini.

**CESARINI**. Desidero innanzitutto esprimere il mio ringraziamento per l'onore

concessomi di riferire in questa sede. Sono docente di Tecnica bancaria all'Università Cattolica di Milano ed ho tenuto l'incarico d'insegnamento, che tuttora ricopro, di Tecnica bancaria dal 1967-68.

Premetto che il mio intervento si articola sostanzialmente su tre punti: in un primo momento farò alcune considerazioni sull'attuale situazione del mercato obbligazionario; quindi mi soffermerò su alcuni aspetti del funzionamento del mercato delle emissioni azionarie; ed infine, mi permetterò di avanzare alcune considerazioni ed esprimere dei suggerimenti a proposito degli aspetti strettamente tecnici della Borsa valori.

I problemi del mercato obbligazionario sono attualmente molto gravi e se talune tendenze non venissero tempestivamente controllate, rischierebbero, a scadenza non lontana, di paralizzarne completamente la funzione di tramite, di collegamento diretto tra i richiedenti di fondi e i risparmiatori individuali. Il mercato obbligazionario, è ben noto, ha conosciuto un enorme sviluppo — pur con una accentuata variabilità dei flussi annualmente intermediati e con sensibili oscillazioni dei tassi di interesse — a partire dalla metà degli anni sessanta. Orbene, tale sviluppo, soprattutto nel periodo più recente, è avvenuto in maniera del tutto artificiosa grazie dapprima ad una serie di interventi di supporto, diretti ed indiretti, operati dalla Banca d'Italia e, soprattutto dalla metà del 1973, per effetto di disposizioni amministrative, quali il « vincolo di portafoglio », che hanno costretto le banche ad incanalare verso i titoli a reddito fisso una quota cospicua dei depositi da esse raccolti.

Se è doveroso riconoscere alle autorità monetarie il merito di aver favorito la crescita del mercato — e quindi la continuità del finanziamento a medio e lungo termine della pubblica amministrazione e dei più importanti settori del nostro sistema economico — credo non si possa ignorare che i provvedimenti adottati hanno prodotto, collateralmente, una serie di conseguenze negative che ritengo abbastanza importanti: non solo l'allungamento dei circuiti di intermediazione che, per il puro e semplice effetto degli oneri organizzativi ricollegabili ai singoli passag-

gi, si riflette anche in un aumento del costo del denaro per i prenditori finali, ma, soprattutto, l'instaurarsi di un circolo vizioso che tende a concentrare la canalizzazione del risparmio familiare pressochè esclusivamente verso i depositi bancari — raccolti a tassi elevati — e, conseguentemente, attraverso la concorrenza che le Banche si fanno nella raccolta dei depositi stessi, finisce con lo sfavorire l'acquisto diretto di titoli di qualsiasi specie da parte dei risparmiatori individuali. Altra conseguenza è l'irrigidimento e la burocratizzazione dell'attività delle banche, che finiscono con il perdere il controllo sulla destinazione di una parte delle risorse raccolte.

Occorre, a mio parere, che il legislatore rifletta se questi fenomeni (che possono in definitiva considerarsi sottoprodotto di uno sviluppo economico sostenuto pressochè esclusivamente da una massiccia dilatazione dei finanziamenti a titolo di credito) siano a lungo andare compatibili con il mantenimento di un sistema creditizio e finanziario articolato, concorrenziale e soprattutto capace di svolgere efficacemente ed a basso costo la propria funzione in ordine ad una corretta distribuzione delle risorse.

Allo studioso compete, in questa sede, sottolineare che le tendenze in atto nel mercato del reddito fisso portano ad una progressiva emarginazione dei risparmiatori individuali, come acquirenti e come detentori di titoli a reddito fisso, e ad una radicale trasformazione della struttura tecnica del mercato stesso; ad un mercato, cioè, che sarà completamente sostenuto dall'intervento delle banche in generale e dalla Banca d'Italia.

Ho fatto pervenire, insieme ad una memoria scritta, anche una tabella riassuntiva dei dati relativi alle consistenze di titoli obbligazionari per settori utilizzatori e per settori detentori. Ebbene, da questa tabella risulta che a fine 1961 i risparmiatori individuali detenevano il 60,7 per cento delle obbligazioni in circolazione, mentre la quota delle Banche era del 25,2 per cento e quella delle autorità monetarie di appena il 3,9 per cento. A distanza di quindici anni, a fine 1975, la situazione risulta drasticamente rovesciata ed il mercato obbligazionario appare completa-

mente sostenuto dalle banche e, ciò che deve fare particolarmente riflettere, dalle stesse autorità monetarie; la quota dei risparmiatori individuali era infatti scesa all'esiguo livello del 25,1 per cento, mentre quella delle banche era salita al 50,7 e l'apporto delle autorità monetarie addirittura al 18,8 per cento.

Ora, per cercare di interrompere, o almeno rallentare, tali tendenze — per effetto delle quali, nel giro di pochi anni, si registrerà la definitiva scomparsa dei risparmiatori individuali dal mercato obbligazionario, a meno che essi non vengano obbligati ad assorbire titoli da provvedimenti simili a quelli recentemente adottati in relazione all'operatività della scala mobile sugli stipendi più alti — si rendono necessari interventi diretti a favorire una più corretta struttura dei saggi di interesse, rispetto alla scadenza e al rischio tecnico, dell'insieme degli strumenti finanziari. Tuttavia, nel breve periodo, si potrebbero quanto meno apportare talune modifiche all'attuale regime di disciplina del vincolo di portafoglio per evitare che esso penalizzi, in linea di fatto, quelle aziende di credito che sarebbero disposte a favorire il collocamento di titoli presso la propria clientela e per impedire che il vincolo stesso continui a costituire un indiretto fattore di accentuazione della concorrenza sui tassi della raccolta bancaria e, quindi, una concausa di irrigidimento del costo dei prestiti. Un suggerimento in tal senso ho avanzato in un recente saggio su « Economia del lavoro ».

Passando al secondo punto, concernente il mercato delle emissioni azionarie, è di comune dominio l'osservazione secondo cui il flusso di nuovo capitale di rischio che i risparmiatori individuali trasmettono al nostro sistema industriale si colloca da tempo su livelli assolutamente modesti. Si tratta in buona sostanza, oggi, di poche decine di miliardi annui che passano dall'operatore famiglia al sistema industriale; e la situazione — come ha ricordato in apertura il Presidente — si è notevolmente aggravata nell'ultimo periodo di tempo.

Basti pensare che nel periodo 1965-74 — quindi in un arco di tempo abbastanza esteso, in cui i fattori negativi e positivi hanno

potuto compensarsi, in certa misura — appena l'1,2 per cento del flusso del risparmio familiare si è indirizzato al settore azionario.

Tale situazione — nella quale come è noto agiscono, come fattori sfavorevoli agli investimenti in capitale di rischio, una nutrita serie di fatti economici sostanzialmente esterni al mercato azionario — è da considerare realisticamente, a mio avviso, come priva di vie di uscita ortodosse, almeno in breve periodo. Tuttavia, preoccupazione del legislatore dovrebbe essere quella di porre oggi le premesse perchè questi investimenti possano riprendere, non appena l'incidenza negativa di fattori generali, cui prima accennavo di sfuggita, potesse essere rimossa o mitigata.

A mio avviso, l'intervento dovrebbe opportunamente concentrarsi in due direzioni.

La prima, in ordine alla quale la CONSOB o le autorità monetarie ritengo posseggano già ora gli strumenti necessari, riguarda una impostazione rigorosa delle operazioni di offerta pubblica di vendita e sottoscrizione di nuove azioni, non solo sotto il profilo dell'informazione dei risparmiatori, ma soprattutto dal punto di vista del corretto svolgimento tecnico delle operazioni stesse. Non bisogna dimenticare infatti che all'origine dell'attuale atteggiamento dei risparmiatori nei confronti degli impieghi azionari sta anche — certo non solo — il ricordo delle brucianti esperienze dei collocamenti operati nel biennio 1973-74, alcuni dei quali condotti con un notevole grado di spregiudicatezza e con una accentuata mentalità speculativa.

La seconda — e sicuramente più importante — linea di intervento dovrebbe riguardare la revisione del trattamento fiscale del finanziamento mediante capitale di rischio, sia presso le società emittenti sia presso i detentori di azioni. Sotto il primo profilo, occorrerebbe realizzare una certa parificazione del trattamento fiscale del costo del finanziamento esterno delle imprese, sia che esso derivi da indebitamento, sia che si realizzi mediante apporti di capitale di rischio. Si tratta di una proposta piuttosto vecchia, ed è per me piuttosto frustrante ripeterla oggi; ritengo tuttavia che possa esser presa in considerazione, anche al di là dei limiti accettati dal-

la legge Visentini, che per l'appunto esenta il dividendo privilegiato corrisposto sulle azioni di risparmio dalla imposizione sul reddito della società emittente.

Sotto il secondo profilo del trattamento dei frutti del capitale azionario, il legislatore dovrebbe proporsi un graduale riordino del trattamento fiscale del reddito di tutti gli strumenti finanziari, percepito ovviamente dai risparmiatori individuali.

In linea teorica, si offrono al legislatore due alternative, entrambe valide a mio avviso, purchè perseguite con chiarezza, coerenza e stabilità nel corso del tempo, senza improvvisi e sostanzialmente ingiustificati ripensamenti o soprassalti.

La prima via consiste nell'adottare metodi e aliquote di tassazione uniformi per il reddito di tutti i principali strumenti finanziari, in modo da rendere indifferente per il risparmiatore, sotto il profilo del trattamento fiscale, la scelta dei canali attraverso i quali trasmettere le proprie risorse finanziarie al sistema economico.

La seconda alternativa (alla quale va la mia personale preferenza) prevede che le aliquote differenziate di tassazione oggi in vigore vengano progressivamente e gradualmente rivedute, in coerenza con un determinato obiettivo di canalizzazione e di composizione del risparmio delle famiglie, che i pubblici poteri ritengono desiderabile raggiungere in relazione ad un preciso disegno di politica dei flussi finanziari.

Tengo a ripetere, comunque, che qualunque linea di intervento venga prescelta, è necessario che questa sia seguita coerentemente e con stabilità nel tempo; e mi sembra necessario, in ogni caso, innovare profondamente l'attuale regime di imposizione dei dividendi, che appare oltretutto scarsamente giustificabile, data anche la purtroppo modestissima dimensione della base imponibile. Per quanto riguarda i problemi del mercato borsistico in senso stretto, desidero sottolineare che ritengo essenziale che tutte le parti interessate cooperino concordemente al compito fondamentale di ripristinare la credibilità e la efficienza della Borsa valori; credibilità ed efficienza ormai indubbiamente perse,

6<sup>a</sup> COMMISSIONE

1° RESOCONTO STEN. (23 marzo 1977)

a causa di una miscela corrosiva, veramente micidiale, costituita da una serie numerosa di fattori negativi esterni, e talora interni, alla Borsa stessa. Questo compito — certamente molto difficile e dal quale non ci si possono attendere risultati di breve periodo — può indubbiamente iniziare con una pulizia del listino, che garantisca uno *standard* qualitativo minimo dei « prodotti » venduti.

Questo primo obiettivo, tuttavia, deve essere perseguito con gradualità e con modalità tali da salvaguardare l'oggettivo interesse dei risparmiatori alla continuità delle negoziazioni sui titoli. La CONSOB dovrebbe così anzitutto rivedere i requisiti di ammissione dei titoli alla quotazione, soprattutto per quanto riguarda quello della sufficiente distribuzione delle azioni tra il pubblico, garantendo nel contempo che tali requisiti siano sempre presenti al momento dell'introduzione in Borsa.

Contestualmente la CONSOB, o chi per essa, dovrebbe introdurre una normativa, eventualmente meno restrittiva, che determini i requisiti che il titolo deve possedere per mantenere la contrattazione a termine, per essere oggetto di scambi borsistici, cioè, che sono sostanzialmente fondati sul credito.

Trascorso un periodo congruo — congruo e soprattutto pubblicamente annunciato dalla CONSOB o dagli organi competenti — le azioni per le quali non risultassero più soddisfatti i requisiti di permanenza alle contrattazioni a termine, dovrebbero a mio parere essere trasferite alla negoziazione esclusivamente per contanti.

Ritengo questa soluzione nettamente preferibile al depennamento del titolo dal listino, che danneggia gli azionisti e gli operatori in modo piuttosto grave; essa consente inoltre di dar luogo alla graduale formazione di un mercato per contanti, che renderebbe di per sé più sicure, almeno sotto certi profili, le contrattazioni di borsa. Nelle operazioni per contanti, infatti, la rapidità con cui arriva il momento della liquidazione, rispetto a quello in cui il titolo viene acquistato o venduto in Borsa, impedisce sostanzialmente all'operatore di operare allo scoperto, e quindi per dimensioni che siano eccessive

rispetto vuoi al flottante del titolo, vuoi alle sue stesse capacità finanziarie.

L'altro problema modale riguarda quella che potrebbe essere definita — in modo evidentemente semplicistico — la « affidabilità » degli intermediari e la « sicurezza » delle transazioni. Nel nostro attuale ordinamento sono numerose le autorità di Borsa che hanno titolo per controllare l'operato degli agenti di cambio, particolarmente per quanto concerne il divieto di operare in proprio e la correttezza dei loro rapporti con la clientela. Personalmente, data la crucialità di questo aspetto agli effetti di un ripristino della « immagine » della Borsa, preferirei che il controllo venisse affidato ad un solo organo per evitare che la sovrapposizione di competenze renda possibile il ripetersi di insolvenze che contribuiscono moltissimo a danneggiare la credibilità della Borsa e ad allontanarne gli investitori. Semplificazione, dunque, degli organi di controllo, ma effettivo svolgimento dei controlli stessi.

In funzione dell'accennato obiettivo di rafforzamento della neutralità che gli agenti di cambio, in quanto mediatori, devono mantenere nei confronti delle azioni che trattano per conto della clientela, mi auguro che possano essere attentamente valutati i suggerimenti che mi accingo ad enunciare.

In primo luogo, l'imposizione agli agenti di cambio del divieto di effettuare riporti in diretta contropartita con la clientela. Infatti — e qui vorrei essere molto chiaro — se gli agenti di cambio intendono mantenere la loro posizione di mediatori ufficiali, cioè di intermediari che negoziano esclusivamente per conto terzi, mi sembra coerente che essi non debbano poter svolgere alcuna attività di intermediazione finanziaria che possa anche marginalmente entrare in conflitto con le funzioni di esecuzione di ordini che la legge affida ad essi.

Il secondo aspetto, o suggerimento, è dato dall'accrescimento dei mezzi patrimoniali (cauzione, fondo individuale e fondo comune di garanzia) che sono chiamati a rispondere in caso di insolvenza degli agenti di cambio. Basti osservare al riguardo che gli importi in gioco, stabiliti oltre quarant'anni or sono,

sono divenuti assolutamente inadeguati rispetto alle esigenze che potrebbero manifestarsi pur in presenza di controlli più efficaci.

Infine, riterrei opportuna l'autorizzazione di associazione tra agenti di cambio in vista di rafforzare la loro struttura patrimoniale e la loro capacità di svolgere funzioni strettamente collaterali all'attività di mediazione e di ridurre i costi della loro organizzazione.

Il suggerimento, prima avanzato, di trasferire — certamente con un'opportuna gradualità — una parte delle azioni quotate alla contrattazione al solo contante, potrebbe costituire, a mio parere, un contributo di rilievo alla soluzione anche del problema collaterale della sicurezza delle contrattazioni. Per il conseguimento di detto obiettivo, ritengo sia altrettanto importante la proposta — anch'essa di vecchia data — di attribuire ad un organo sufficientemente a contatto con la realtà del mercato il potere di stabilire percentuali minime obbligatorie per i margini di copertura richiesti sui contratti a termine: cioè la quota parte del valore dell'acquisto o del valore della vendita che deve essere pagata immediatamente all'intermediario da chi intenda fare acquisti e vendite di titoli. Quindi, l'aumento proposto è bilaterale: bisogna non solo chiedere, come ha fatto la CONSOB, un margine di copertura sulle vendite, ma anche sugli acquisti. Naturalmente, questi scarti dovrebbero essere applicati anche all'esecuzione dei riporti.

Queste percentuali di copertura — che ovviamente l'organo cui ho fatto cenno dovrebbe essere autorizzato a variare sia in relazione alla situazione complessiva del mercato di Borsa, sia in rapporto all'andamento dei singoli titoli — dovrebbero essere rigorosamente ed uniformemente applicate da tutte le categorie di intermediari di Borsa (si tratti di agenti di cambio o di aziende bancarie) sotto l'effettivo controllo dell'organo stesso, o per meglio dire, sotto il controllo, che mi auguro effettivo, delle autorità competenti. Strumentale rispetto all'esercizio di tale potere — e alla stessa necessaria informazione del mercato — sarebbe evidentemente l'obbligo di denunciare il volume delle po-

sizioni al rialzo e al ribasso, nonché a premio, sui singoli titoli in occasione di ciascuna liquidazione mensile. Naturalmente esiste tutta una serie di problemi tecnici che attengono alle contrattazioni di Borsa. Mi limiterò, in questa sede, a richiamare l'attenzione sull'opportunità di procedere ad una pluralità di « chiamate » — ma è problema che può essere risolto dall'organo locale di Borsa — durante la medesima seduta di borsa, quanto meno per i titoli trattati a termine. Un'innovazione del genere renderebbe anzitutto più concreto l'attributo di negoziabilità che la Borsa valori tende ad attribuire ai titoli; oggi si ha infatti, per la maggior parte dei titoli, un solo prezzo: quello di chiusura. Ma soprattutto, limiterebbe la possibilità di « incroci » di ordini di segno opposto che, quando diventano eccessivamente numerosi, finiscono con lo svuotare di significato i prezzi ufficiali.

Per quanto riguarda, infine, l'altro problema della densità delle negoziazioni e la significatività dei prezzi, personalmente sarei favorevole ad un graduale accentramento su due o tre piazze delle negoziazioni a termine sulle azioni, limitando i compiti delle borse locali alla trattazione a contanti degli altri titoli e alla « acclimatazione » di valori azionari emessi da società di prevalente interesse regionale.

Sarei favorevole anche a soluzioni più drastiche, che non sarebbero altro che un puro e semplice riconoscimento ufficiale di una situazione di fatto. Tuttavia, occorre, per attuare l'una o l'altra, che sia risolto il problema di individuare opportune formule di associazione degli intermediari ufficiali delle Borse minori con quelli che operano nelle Borse principali.

**P R E S I D E N T E .** Ringrazio il professor Cesarini della sua relazione più che esauriente e passo senz'altro a dare la parola al professor Mignoli.

**M I G N O L I .** Ringrazio in primo luogo la Commissione per l'invito rivoltomi a partecipare ai suoi lavori. Desidero anche informare che ho depositato, presso la Segrete-

nia, una memoria scritta a completamento di quanto avrò l'onore di dire in questa sede da un punto di vista non più di un economista o di tecnico della Borsa, bensì di un cultore di diritto commerciale e, in particolare, di diritto delle società, cioè di un istituto il quale, nella sua accezione moderna di forma adottata dalla grande impresa, è stato seguito quasi immediatamente dalla nascita dell'istituto della Borsa. Infatti, la Borsa di Amsterdam è nata poco dopo il 1602, con la partecipazione di tutto il pubblico, per cui molti potevano partecipare all'investimento azionario.

Sono dell'avviso che una riforma delle società che sia rigorosa ed attenta a quelle che sono le situazioni del reale, può consentire nuovo fiato alla Borsa: alla quale Borsa giova ricchezza di informazione, trasparenza dei conti, controllo sul comportamento corretto degli operatori che agiscono nel suo ambito. Ovviamente bisogna avere una certa rassegnazione quando si pensa di poter fare della Borsa qualche cosa che non può essere obiettivamente realizzabile. Ricordo che il primo trattato sulla Borsa di Amsterdam, compiuto nel 1640 ad opera di un esule portoghese in Olanda, Leon De la Vega, era intitolato « Confuçon de confuções ». E la Borsa di Amsterdam già allora aveva delle tecniche e delle dimensioni moderne.

Ora, la nuova legge n. 216 del 1974, pur avendo un carattere parziale, ha certamente rotto quelle che erano le ingiustizie più clamorose: anzitutto, le partecipazioni incrociate, e le deleghe in bianco, ed ha istituito una commissione di controllo sull'operato della Borsa; ha stabilito norme particolarmente severe in materia di bilanci e, in particolare, di conto profitti e perdite che in passato erano lasciate alla buona grazia degli operatori societari.

Tale riforma, però, non ha toccato due aspetti fondamentali; e cioè: la disciplina dei gruppi di società e lo statuto dell'impresa pubblica da un lato; dall'altro, non ha osato spingersi verso quelle che sono le nuove frontiere del diritto azionario, al quale sono invece giunti paesi di più recente formazione e di meno avanzato sviluppo, come, ad esempio, l'India, per un conto, ed il Brasile, per

un altro. Non parliamo poi di tutti i paesi del centro America, dell'Australia o della stessa Asia del sud.

Questa riforma deve essere condivisa, anche se tuttavia ha portato ad una eccessiva sofisticazione e ad un appesantimento dello strumento societario, il quale deve essere agile, avere grandi possibilità di movimento. Si sa quanto l'istituto sia stato burocratizzato, attraverso tutta una raccolta di dati, alcuni dei quali estremamente analitici: ed è noto che, più sono analitici, meno significativi possono essere.

E vengo ai due punti fondamentali di cui dicevo. Da un lato, i gruppi di società, dall'altro l'impresa pubblica.

1) Quando in una economia moderna, si parla di società, si fa riferimento ai gruppi di società. La Fiat, la Montedison, sono gruppi di società; società che devono essere disciplinate, sia nell'interesse dell'economia nazionale e della libertà di movimento dei gruppi, sia per la tutela degli azionisti di minoranza.

Da un lato, i gruppi di società sono continuamente condizionati e frenati nelle loro attività dalla norma sui conflitti di interesse; d'altro canto, però, occorre tutelare gli azionisti di minoranza, cui non si può imporre che gli interessi della società cui partecipano siano quelli del gruppo o addirittura della capogruppo, ma devono essere comuni a tutti i soci. Una soluzione potrebbe essere trovata, come già nel '48 dalla legge inglese, per la quale, nell'ipotesi in cui qualcuno conquista il 90 per cento del capitale societario, questi può espropriare gli azionisti di minoranza, a condizione che paghi loro il prezzo più alto pagato per le azioni precedentemente acquistate. Dall'altro lato, però, gli azionisti di minoranza hanno una grossa difesa: se vogliono, possono imporre coattivamente l'acquisto a chi già detiene il 90 per cento, perchè le loro azioni sarebbero praticamente sterilizzate.

Da un lato, pertanto, bisogna evitare quelle che, al di là di ogni eufemismo, potrebbero chiamarsi vere e proprie estorsioni; dall'altro lato non svilire la partecipazione delle minoranze.

Che qualcuno da noi si sia opposto a questa disciplina dei gruppi, rigidamente stabilita in altri Paesi e in corso di direttiva in sede di Comunità economica europea, si spiega con il timore che espropriare gli azionisti di minoranza, o comunque consentire loro un recesso, secondo certi parametri rigorosamente fissati dalla legge, potrebbe essere estremamente oneroso. Naturalmente, mi riferisco non solo alle società in mano privata, ma anche e forse soprattutto a quelle in mano pubblica.

2) Il secondo punto concerne l'impresa pubblica. È inutile a questo proposito che ripeta cose note. Dirò soltanto che l'impresa pubblica si sta allargando a macchia d'olio, conquistando uno spazio sempre maggiore. Quando c'era una monarchia assoluta mostruosa come quella di Luigi XIV, questi sceglieva lui stesso i suoi azionisti: azionisti di nomina regia. Ebbene, anche noi siamo azionisti « di nomina regia », dell'IRI o dell'EGAM, cui siamo chiamati a partecipare perchè scelti dal Re!

Sono queste le grosse lacune di una disciplina della società per azioni. Ma vediamo quelle che io chiamo le nuove frontiere del diritto azionario, quei temi cioè su cui ormai le riforme nei diversi Paesi sono già avanzate, mentre d'altro canto il dibattito è sempre vivo e aperto. Si tratta di quattro punti:

- 1) offerta pubblica di vendita e sottoscrizione,
- 2) offerta pubblica di acquisto,
- 3) problema della vendita o cessione del pacchetto di controllo,
- 4) questione dell'*insider trading*, degli iniziati cioè, di quelli che godono e abusano dell'informazione privilegiata. A questo proposito la nuova legge canadese dedica quasi un quarto delle norme alla repressione dell'*insider trading*. Eguale il caso della legge israeliana, così come del resto in Australia, Brasile e India.

Quanto al primo punto è urgente una disciplina in proposito. Il Comitato direttivo della Borsa di Milano aveva stabilito un suo

codice di comportamento, che è stato regolarmente disatteso dagli operatori economici. Gli stessi agenti di cambio, riuniti nella ora disciolta Compagnia finanziaria degli agenti di cambio, non lo seguivano.

Il problema è quello del « prospetto », e per esso si sta decidendo la CEE. Soltanto nel nostro Paese non esiste un prospetto. Mi riferisco ancora a quando i membri della Comunità erano soltanto sette: un eufemismo diceva che le norme che la Comunità stava studiando erano meno severe di quelle che erano state adottate in sei Paesi su sette. E già il settimo, il nostro, non aveva adottato alcuna norma ...

Il prospetto è il documento che contiene ogni utile informazione per il pubblico investitore: informazioni riguardanti l'ammissione alla quotazione, informazioni di carattere generale sulla società, sulla sua attività, il suo patrimonio, attività finanziaria e risultati; sull'amministrazione, la direzione e la sorveglianza, l'evoluzione recente e le prospettive in cui essa si muove.

In Inghilterra il Gowell (che è andato in Nigeria ad occuparsi di quella legislazione) sosteneva che le *issuing houses*, le case di emissione inglesi, non hanno bisogno di essere controllate, perchè non intendono correre il rischio di perdere la loro reputazione appoggiando progetti poco seri. Le case inglesi, cioè, hanno raggiunto un grado elevato di integrità e di serietà e si sono date una rigorosa disciplina, sì da rendere superfluo ogni pesante intervento legislativo.

Questo perchè si ha fiducia nelle case di emissione inglesi. La stessa cosa non si può dire per le nostre, il cui modo di procedere, a mio avviso, è lungi dall'essere soddisfacente. Esse, infatti, non sanno darsi una rigorosa autodisciplina. Continua così — malgrado il codice di comportamento di Milano — la prassi della chiusura anticipata delle offerte di vendita e di sottoscrizione senza preavviso; permane l'incertezza dei criteri, e la segretezza che copre sovente le modalità, lo svolgimento, l'esito delle offerte. Come dice il Marchetti, queste circostanze fanno sì che non di rado il risparmiatore, il quale pure si attenga alle istruzioni ufficiali, non abbia in

pratica alcuna possibilità di vedere soddisfatta la propria domanda, con evidente pericolo di abusi da parte degli *insider* e di danno per sè stesso.

E passiamo al secondo punto, relativo alle offerte pubbliche di acquisto e di scambio.

Dopo le OPA aggressive, che hanno caratterizzato decenni recenti (e voglio fare riferimento, in particolare, a tre emissioni: in Inghilterra quelle ICI-Courtauld, in Francia l'emissione pubblica ancor più drammatica delle BNS-Saint Gobin, e in Italia quella Bastogi) e che sono state espressione di un capitalismo selvaggio, molto si è detto e scritto sull'argomento, specie in Francia. I francesi, del resto, sono stati i primi a fare marcia indietro anche perchè l'OPA, come diceva Tullio Ascarelli, è certo lo strumento più pulito e più idoneo per dare la scalata alla società, perchè tutti possono optare fra i vecchi dirigenti e quelli che si propongono come nuovi; l'OPA è uno strumento normativo, uno strumento estremamente utile verso quelle che *Le Monde* qualificava le società « Necropoli » e le società « letargiche ». Nei confronti di queste società, cioè, l'OPA offre l'opportunità agli azionisti di far fuori quei dirigenti che non sono più in grado di continuare a svolgere un certo tipo di attività con determinati risultati, sostituendoli con forze nuove più propulsive.

Ora, sull'offerta pubblica di acquisto, esiste il Codice di comportamento della Borsa di Milano che, fra l'altro, ha riscosso consensi ed adesioni anche in sede comunitaria; c'è poi il progetto Valiante (n. 372), che viene rinviato di legislatura in legislatura; e, adesso, anche il progetto Aletti (n. 524) che si spera possa essere in tempi brevi varato dal Parlamento. Sono dell'avviso, infatti, che in questi momenti di petrodollari vaganti, una disciplina si imponga. La Francia e la Germania, ad esempio, hanno già predisposto misure adeguate non già per impedire che gli arabi entrino nei loro paesi ma per controllarli. Anche da noi, quindi, si dovrebbe fare qualcosa, in considerazione del fatto che un domani ci potremmo trovare in casa non solo Gheddafi ma un emiro del Kuwait o del Qatar.

Altro tema sul quale desidero porre l'accento è quello relativo alla cessione del pacchetto di controllo.

Qui bisogna assolutamente rimediare ad un dato di fatto a cui la Borsa di Milano ha reagito. Sono a tutti noti certi episodi recenti; accennerò solo al penultimo in ordine di tempo, che ha destato grande scalpore a Milano. Allorchè la « Carlo Erba » aveva raggiunto una quotazione di dodicimila lire dei suoi titoli, si è saputo che la Montedison aveva acquistato il pacchetto di maggioranza di quella società ed il titolo della « Erba » è precipitato ad ottomila lire. Gli agenti di Milano hanno deplorato ufficialmente il fatto. Queste cose non dovrebbero accadere. Il fatto è che in Italia, come spesso succede, si è discusso a lungo su problemi di scarsa importanza come, ad esempio, sul diritto del socio al dividendo, agli utili prodotti. Sono questioni che ormai hanno lasciato il tempo che trovano: si pone l'accento su uno dei diritti patrimoniali dell'azienda, lasciando in ombra, invece, l'altro diritto: quello alla quota di liquidazione che, in una prospettiva più aderente alla realtà, è un diritto che non può essere rinviato allo scioglimento della società.

Abbiamo visto quanti sovvertimenti ci sono stati: soprattutto in un periodo in cui più non esiste stabilità delle posizioni di comandi, e i passaggi dei pacchetti di controllo, generalmente sottobanco, sono all'ordine del giorno, il piccolo risparmiatore è escluso dalla partecipazione al pacchetto; pacchetto che è tanto più lauto quanto più è durato il suo digiuno di dividendi.

Sarebbe perciò opportuno, a mio avviso, arrivare ad una soluzione sull'esempio di quanto fatto in Francia con la legge del 6 marzo 1973. Tutti gli azionisti, cioè, devono beneficiare del plusvalore realizzato dal gruppo di controllo in occasione del passaggio di mano del pacchetto di maggioranza ed evitare il rischio della caduta dei titoli che inevitabilmente si verifica all'indomani della cessione. In forza di quel provvedimento, inoltre, chi intende acquistare un pacchetto azionario di controllo è obbligato non solo a dare pubblicità all'operazione — che deve

essere comunque effettuata in Borsa — rivelandone le finalità, ma è anche obbligato ad acquistare allo stesso corso al quale è stato preso il pacchetto di controllo qualsiasi altro quantitativo offertogli di titoli della medesima società.

Ritengo che ciò sia indilazionabile; d'altro canto, tutti i paesi ormai si stanno muovendo su questa strada e non vedo perchè non dovremmo farlo anche noi.

Il problema dell'abuso di informazioni privilegiate è oggi, nel nostro paese, una questione non di diritto penale: non ci si muove cioè nel campo dei reati ma in una specie di « limbo », di figure giuridiche non nate, di terra di nessuno, dove ogni scorreria è possibile senza neppure il rischio della rappresaglia. Al campo dell'informazione privilegiata hanno accesso, in primo luogo, gli amministratori (per inciso è bene precisare che molto spesso sono proprio loro a decidere i fatti oggetto della notizia); ma possono pervenire ad essa i parenti e gli amici degli amministratori e dei dirigenti, i dipendenti della società, la stampa finanziaria. E qui mi fermerei.

Dipendenti della società, ho detto. Ebbene, negli Stati Uniti, per esempio, è stato condannato un geologo, dipendente di una società di estrazioni petrolifere, il quale, venuto a conoscenza che un certo pozzo dava un elevato gettito di petrolio, ha comprato delle azioni. In Francia si sono registrate una serie di condanne proprio per abuso d'informazione privilegiata. Il problema, poi, riguarda anche la stampa finanziaria e non va certo sottovalutato. In Svezia, una commissione di quel Parlamento e una commissione della Borsa hanno iniziato un discorso comune e coordinato per cercare il modo di disciplinare il funzionamento di quel certo tipo di stampa. La stessa cosa è accaduta in Inghilterra.

In effetti, la stampa specializzata può avere un effetto distortivo. Conseguentemente, a mio parere, vanno prese misure adeguate per impedire tali distorsioni. Intendiamoci, non è che sia molto favorevole a trasformare penalmente norme che potrebbero essere indirizzate in maniera diversa; non è con la pena severa, per dirla con Beccaria, che si

giunge a risultati positivi; non è con la galera che si risolvono i problemi; indubbiamente, ci sono altri metodi. Però, nella fattispecie, è chiaro che si deve procedere con estremo rigore. Perchè non sfugge a nessuno che quando si è conquistata la ricchezza, si pensa subito ad un'altra cosa: si pensa al potere.

Vorrei soffermarmi, ora, sulla CONSOB. Devo dire che alle impazienze, alle sollecitazioni spesso di segno diverso, agli inviti pressanti alle quali è stata sottoposta la CONSOB, alle invettive di cui essa è stata bersaglio, abbiamo sempre contrapposto un atteggiamento di benevola attesa.

Data l'esiguità degli organici e la necessità di un periodo di affiatamento fra i suoi membri, di origine e preparazione diverse, non si poteva pretendere che la CONSOB chiamata ad operare, e proiettata nell'occhio del ciclone, potesse intervenire tempestivamente in situazioni estremamente delicate e difficili. Anzi, a mio avviso, essa è da elogiare per la sua cautela, che le ha evitato interventi precipitosi e forse sbagliati, e per la saggezza e la moderazione di cui ha dato prova nell'espletamento del suo mandato. Saggezza e moderazione che traspaiono anche dalla sua prima relazione, di cui vanno sottolineati l'equilibrio e la compostezza, nonché la completezza dei dati e delle informazioni.

Essa ha dichiarato che « presupposto fondamentale di un'azione concreta in materia tanto delicata e importante risiede nella approfondita conoscenza della complessa realtà su cui operare ed è in tale direzione che è rivolta nell'immediato futuro particolare attenzione », e che l'opera di selezione, che essa ritiene di compiere, è il « risultato di un'indagine condotta in termini globali e non il frutto di spinte nascenti da facili suggestioni. Sarà necessario, quindi, agire con la cautela che la varietà ed a volte la contraddittorietà degli interessi da salvaguardare impone ».

Prendiamo l'esempio che è più vicino a noi, quello della COB francese: questa ha operato, soprattutto nei primi cinque anni del suo mandato, con estrema cautela, sem-

pre sotto forma di suggerimenti, di consigli, anzichè di pressioni troppo forti, o, addirittura, di repressioni. Oggi la COB, appunto perchè ha saputo agire senza lacerare il delicato tessuto sociale economico nel quale è chiamata ad operare, è riuscita ad avere un'autorevolezza, una potenza ed una capacità incisiva di operare sulle imprese che se avesse operato troppo precipitosamente probabilmente non avrebbe raggiunto. In questo senso mi sembra che dovrebbe anche comportarsi la CONSOB. Quando si provvederà al rinnovo dei componenti della CONSOB, che si faccia attenzione a chiamare persone veramente competenti della materia. L'articolo 11 della legge istitutiva dice che devono essere di provata competenza e la legge brasiliana parla di « illibatezza ». Da noi questo non è chiesto.

Devo dire, però, che quello che mi ha colpito nella relazione della CONSOB è questo invocare pene più severe. Mi sembra che invocare pene più severe sia sempre una soluzione di carattere borbonico. Quando non si sa che cosa fare, si invoca la repressione. Quando si manca di fantasia e di immaginazione che cosa si chiede? La galera, come ho detto. Quindi occorre andare molto cauti in questo, perchè potrebbe significare ammettere la propria incapacità ed il proprio fallimento nell'affrontare una realtà viva e molteplice, estremamente complessa e frastagliata.

Non riteniamo che questo sia il caso della CONSOB; essa però deve evitare l'asprità di voler diventare una SEC, senza averne la preparazione, la tradizione e la struttura. Ci converrebbe avere una SEC. Io voglio leggermi una cosa che ho trovato abbastanza divertente sul « Fortune » del mese di gennaio. Dice: « È facile quando non c'è la SEC. 30 novembre 1976: Luca Montezemolo, portavoce ufficiale della Fiat, ha negato fermamente, decisamente, le voci che la famiglia Agnelli stesse negoziando la vendita di un pacchetto di azioni agli arabi. Insistendo che le voci erano completamente infondate, ha aggiunto che la recente salita in borsa delle azioni Fiat rifletteva la solidità finanziaria della compagnia e un largo

appello agli investitori; 1° dicembre: Giovanni Agnelli, presidente della Fiat, ha annunciato che la Libia ha acquistato circa il 10 per cento della società; 8 dicembre: « Non c'è dubbio che un accordo come quello che abbiamo raggiunto con la Banca libica poteva essere raggiunto soltanto se si fosse tenuto riservato il negoziato » ha detto Agnelli. « Se avessimo rivelato i termini dell'accordo probabilmente non si sarebbe raggiunto nessun risultato ». Come è facile agire quando non c'è la SEC.

Da ultimo, qualche rapida osservazione.

Solo il 3 per cento del risparmio, se le mie informazioni sono esatte, è convogliato verso l'investimento azionario. Il risparmio azionario è penalizzato dalla nominatività, in ossequio all'articolo 53 della Costituzione (per il quale « tutti sono tenuti a concorrere alle spese pubbliche in ragione della loro capacità contributiva »). Ma allora perchè l'altro 97 per cento degli investitori non è tenuto a contribuire secondo le proprie capacità contributive alle spese pubbliche? Perchè c'è un 97 per cento che non osserva l'articolo 53 della Costituzione?

Secondo punto. Ho letto che bisogna lottare contro la speculazione. Questo certamente; però il problema non è nuovo. Rathenau diceva: « Il gioco delle azioni e l'agiotaggio sono i pericolosi doni posti sulla culla della grande impresa bambina ». Quindi non c'è da meravigliarsi che in Borsa si faccia speculazione. Del resto, proibire la speculazione in borsa sarebbe come proibire in chiesa le preghiere, perchè le speculazioni si fanno in borsa e le preghiere in chiesa. Se si volesse sopprimere la speculazione, probabilmente si sopprimerebbe la borsa stessa. Ha detto giustamente Visentini che quando uno compra le azioni non investe in Fiat, investe in Borsa, cioè fa una scommessa. Quindi non insisterei nel voler abolire la speculazione perchè ciò significherebbe, probabilmente, la soppressione della Borsa. Quello che si deve fare, invece, è di frenare la speculazione, di tenerla sotto controllo, di evitare la guerra corsara nel suo seno, di evitare i ricorrenti macelli degli azionisti. Quello che è importante, quindi, è

6<sup>a</sup> COMMISSIONE

1° RESOCONTO STEN. (23 marzo 1977)

che chi opera in borsa non giochi con le carte truccate.

**PRESIDENTE.** Ringrazio vivamente il professor Mignoli per la sua relazione. Abbiamo avuto, ritengo, un quadro veramente interessante della situazione e sicuramente non privo di indicazioni anche di carattere pratico, utili per il nostro lavoro di legislatori.

**GRASSINI.** Ho altamente apprezzato le due relazioni fatte dai nostri cortesi ospiti e, proprio perchè le ho apprezzate, vorrei spingere le mie domande un pochino fuori da quello che è stato il tema specifico in entrambe trattate.

Sembra a me che dalle loro relazioni si evinca come il problema più grosso, oggi, non è tanto quello delle società che sono quotate in borsa (mi pare che il professor Cesarini anche a tale riguardo sia stato molto cauto) quanto quello di come far affluire nuove società nel listino della borsa valori. Se consideriamo che alla base di tutto questo discorso vi è la questione della redditività delle imprese e se consideriamo la circostanza che esiste una forte differenza in Italia tra le imprese vecchie e grandi, che sono scarsamente redditizie, per non dire che sono il più delle volte in larga perdita, e le imprese di dimensioni minori, ma sempre di una certa dimensione, nel senso che superano il miliardo di capitale, che mi pare essere il limite minimo per la quotazione in borsa, io domando quali potrebbero essere i modi e gli incentivi che il legislatore potrebbe mettere in essere per favorire questo maggiore accesso in borsa di nuove imprese.

**CESARINI.** Io credo che i compiti di fondo, di riordino di questa terra bruciata che mi pare sia oggi la borsa, siano comunque da considerarsi fondamentali per risolvere il problema che anche a me sta a cuore, senatore Grassini, cioè come far entrare in borsa nuove imprese. Fin quando la borsa è nella situazione in cui si trova attualmente, credo che non ci sia la più pic-

cola speranza di far entrare un numero sufficientemente consistente di nuove aziende. La borsa verrebbe considerata dagli stessi offerenti, dalle stesse società, come è stato in passato e come probabilmente è ancora, solo un terreno aperto alle speculazioni.

A parte i problemi di reddito delle imprese, per i quali personalmente non ho alcuna soluzione pronta nè credo che esista, credo che si possano promuovere alcune condizioni che, in linea di prima approssimazione, favoriscano, tra qualche anno, un afflusso di società in borsa. Qualcosa è già stato fatto. Faccio l'esempio della nuova legislazione fiscale, che porta ad un maggior grado di chiarezza i conti societari, che si presentano più sistemati rispetto a quello che accadeva qualche anno fa. Va altresì ricordato che ormai è diventata molto forte la pressione sul soggetto economico delle imprese per contrastare — finalmente, dovrei dire — il progressivo degrado della struttura finanziaria mediante apporto di capitali di rischio, che non sempre è in grado di fornire direttamente.

Credo che un punto essenziale sia quello del trattamento fiscale dei redditi azionari; ed è mia opinione che se l'impresa fosse messa di fronte non dico a una completa perequazione, ma comunque ad una non eccessiva discriminazione tra costo del finanziamento azionario e costo — totale, evidentemente — del finanziamento a titolo di credito, emergerebbe un maggior interesse delle imprese all'aumento dei mezzi propri. Le istituzioni finanziarie potrebbero forse attrezzarsi per far meglio quel che hanno fatto, speculativamente, nel periodo 1972-74, offrendo cioè correttamente le azioni al pubblico dei risparmiatori; mi sembra, insomma, che il nostro sistema finanziario sia ancora sufficientemente reattivo per dar luogo a queste operazioni.

Qui però si innesta il discorso del legislatore, il quale deve porre le premesse perchè le procedure di ammissione siano impostate su una base di chiarezza. Non è importantissimo stabilire dei traguardi molto alti in tema di requisiti per l'ammissione: le Borse infatti non necessariamente devono

6ª COMMISSIONE

1° RESOCONTO STEN. (23 marzo 1977)

trattare le grandissime società soltanto, la maggior parte di esse, in altri paesi, trattano anche quelle medie e medio-piccole. Sarei personalmente molto severo, piuttosto, sul punto della distribuzione delle azioni.

Non ci sono comunque delle soluzioni immediate. Non credo che, se anche stabilissimo delle norme temporanee per agevolare l'ammissione delle società in Borsa, otterremmo dei grossi risultati. Il problema di fondo è quello di una parificazione del costo del capitale di rischio, di modo che nell'attuale situazione le imprese sarebbero spinte ad evitare il degrado totale della loro struttura finanziaria.

**MIGNOLI.** A mio avviso le società quotate in Borsa sono penalizzate dal verificarsi di un fatto distortivo della concorrenza nei confronti delle imprese pubbliche e di quelle multinazionali. Anche con la nuova disciplina della ammissione di ufficio, non potremo mai costringere le multinazionali ad essere quotate in Borsa: le azioni sono tutte, infatti, in mano della capogruppo, e questa sta all'estero. Si dice anche che non è possibile applicare nei loro confronti questi pesanti obblighi di informazione, perchè non fanno ricorso al pubblico risparmio. Niente di più errato: non lo fanno attraverso la Borsa, ma certo fanno ricorso al credito degli istituti, delle banche italiane, e quindi al risparmio italiano.

La prima misura dovrebbe quindi essere la parificazione, per quello che riguarda gli obblighi della informazione, fra multinazionali e imprese quotate in Borsa. Lo stesso dicasi per le società in mano pubblica, quando le azioni non siano diffuse che in minima parte e quindi non consentano la applicazione della norma sulla ammissione di ufficio.

Qual è allora il vantaggio di un investitore in Borsa rispetto a chi a questa non partecipa? Quello di poter non tanto investire, bensì disinvestire il proprio investimento, quando lo ritenga necessario, vendendo in Borsa e trovando degli acquirenti.

In Francia sono da qualche anno allo studio delle misure per consentire una possibi-

lità di alienazione per quanto riguarda società non quotate. A questo punto, quando fosse trovata questa soluzione, o c'è l'obbligo di essere quotati, per la ammissione di ufficio; o altrimenti non vedo chi possa essere ancora attratto dalla Borsa, in questa situazione di pesantezza e di obblighi relativi alle società quotate rispetto a quelle non quotate.

**A N D R E A T T A .** Anch'io sono grato al contributo brillante dei nostri due relatori. (Semplicemente, vorrei suggerire al Presidente che, come mi sembra sia prassi del Congresso americano, vengano distribuiti in precedenza ai membri della Commissione gli *statements* iniziali, in modo che la discussione possa essere più meditata da parte nostra). Il professor Cesarini ha accennato ad alcuni problemi, che tendono a creare sul mercato italiano dei capitali situazioni del tutto anomale, spingendo i tassi dei depositi in maniera da scoraggiare impieghi diretti del pubblico in valori mobiliari. Ora, credo che in queste condizioni di contorno sia piuttosto significativa una serie di comportamenti che hanno portato ad accentuare le successive trasformazioni dei depositi in obbligazioni. Citerei in particolare la riduzione del ricorso diretto della pubblica amministrazione al mercato dei depositi, la politica cioè di mortificazione che da parte dei ministeri delle poste e del tesoro si è condotta nei confronti del risparmio postale, e la trasformazione delle nostre istituzioni di risparmio, in particolare le Casse di risparmio, in banche generali, banche cioè che hanno la stessa struttura di costi e la medesima complessità di servizi delle banche commerciali, le quali operano in segmenti particolarmente complessi e sofisticati del mercato. Abbiamo eliminato ogni tipo di banca povera, che altrove — in particolare nella esperienza americana — costituisce sia un elemento di concorrenza (le *Saving Banks* hanno forse costituito un fattore importante di concorrenza nei confronti delle banche commerciali), sia, attraverso una specializzazione nella raccolta di depositi a risparmio vincolato, un elemento di trasfor-

mazione diretta di un risparmio a scadenza più bassa in mutui a scadenza più lunga (tipico il caso delle *building societies*, per il finanziamento dell'attività edilizia). Questo mi pare uno dei tanti elementi significativamente importanti come massa di flusso, che ha avuto come necessaria conseguenza un infittirsi di emissioni obbligazionarie, con effetti anche sugli altri settori del mercato dei capitali. Un certo tipo di svolgimento della legge bancaria e un certo tipo di gestione degli interessi delle Casse di risparmio, nei confronti appunto del credito postale e delle altre banche, secondo me hanno avuto effetti piuttosto importanti nell'obbligare — soprattutto per quanto riguarda la gestione della Banca d'Italia negli anni 1963-1974 — questa enorme intermediazione sul mercato finanziario.

Penso anche che ci siano degli elementi a monte per quanto riguarda la propensione delle società ad emettere azioni. Conosciamo l'esistenza di problemi fiscali, il particolare sviluppo che in Italia ha avuto il credito industriale, soprattutto collegato alle incentivazioni che hanno determinato delle condizioni in cui non era utile, non era necessaria l'emissione azionaria. Naturalmente, in periodo di maggiore instabilità monetaria ci troviamo di fronte a risultati negativi, in quanto gli oneri finanziari sono prefissati, non esiste l'elemento di flessibilità che sarebbe rappresentato dal reddito variabile di un solido rapporto tra capitale proprio ed indebitamento. Ma mi domando anche se questo non sia derivato dall'assenza nella pratica bancaria italiana e nella regolamentazione di questa pratica da parte delle autorità o del legislatore, di una classificazione degli affidati, dei clienti, che, distinguendo varie classi, portasse gli istituti bancari ad imporre ai loro clienti certe strutture finanziarie. Mi domando se non si sia favorito un eccessivo finanziamento attraverso il credito anziché attraverso l'assunzione di emissioni azionarie; e una delle vie attraverso cui potremmo indurre il sistema della intermediazione finanziaria ad agire per avere strutture più solide non sia appunto questa di una clas-

sificazione dei crediti bancari o, almeno in una certa fase, l'imposizione di certi rapporti ai clienti.

Il professor Cesarini ha detto che probabilmente non esistono vie di uscita ortodosse. E, almeno nell'immediato, occorre pensare a vie di uscita diverse. Ora forse sarebbe il caso che egli approfondisse questo punto. In un suo scritto, esaminando lo studio dei mercati finanziari europei, il professor Cesarini ha considerato che un potenziamento delle emissioni azionarie debba avvenire attraverso il rafforzamento classico degli istituti del mercato mobiliare, attraverso interventi diretti del pubblico. Quando egli dice che le vie di uscita ortodosse non sono possibili, pensa che anche per i capitali di rischio è necessario conseguire forme di intermediazione? Vale a dire, prendendo atto della propensione del pubblico alla liquidità, che lo porta allo spostamento del suo portafoglio verso impieghi molto liquidi, è ancora possibile immaginare a breve termine — nel termine che è necessario per sfruttare, per utilizzare un certo rafforzamento immediato delle strutture finanziarie delle imprese —, è ancora possibile, dicevo, pensare che l'istituto della Borsa, visto che la propensione diretta del pubblico ad acquistare azioni ovunque sta riducendosi, possa intermediare quelle diverse migliaia di miliardi che sono necessari oggi per un certo minimo rafforzamento delle strutture dei bilanci delle imprese italiane, ovvero una qualche via di uscita ortodossa non comporta anche la necessità di intermediazioni non ortodosse del sistema bancario o di altri operatori sul mercato azionario?

L'uno e l'altro dei nostri ospiti hanno accennato ai problemi dell'equiparazione del trattamento fiscale. Ci sono varie tecniche con le quali portare avanti questa equiparazione. Una tecnica estrema è quella di considerare che tassabili sono i profitti operativi, cioè i profitti prima del pagamento degli oneri finanziari; altra tecnica, quella contenuta nel progetto di riforma fiscale del credito di imposta. Ma il professor Cesarini ha anche detto che occorre discriminare a favore di quei flussi che sono stra-

6ª COMMISSIONE

1° RESOCONTO STEN. (23 marzo 1977)

tegici. Si può pensare a forme di acquisto in azioni permettendo una certa deducibilità dalle imposte dirette sul reddito delle persone fisiche del risparmio che va alzo l'acquisto di nuove azioni. Sarebbe forse opportuno — dato che noi siamo quella fantomatica autorità che gli studiosi definiscono « potere legislativo » —, sarebbe forse interessante avere degli elementi più puntuali a questo proposito.

Da ultimo, non ho capito, nella relazione del professor Mignoli — quando egli parla di una legislazione nella cessione dei pacchetti — quale sia la differenza di procedimenti accennata. Ho bisogno di qualche chiarimento. Chiederò ancora se tutti i problemi di comportamenti devianti degli amministratori di società possano essere regolati sotto il profilo dell'*outsider information* oppure se non sia possibile introdurre anche nel nostro Paese quei controlli sul patrimonio degli amministratori delle società che la legislazione inglese ha rafforzato.

**C E S A R I N I .** Ringrazio il professor Andreatta.

Sul secondo punto dei suoi quesiti, devo dire che se gli istituti di credito industriale avessero seguito gli inviti dello stesso Governatore della Banca d'Italia nel 1970 ad imporre alle imprese che usufruivano dei prestiti agevolati anche determinati obblighi di incremento del proprio capitale azionario, non saremmo arrivati alla situazione presente.

Il sistema bancario non ha seguito tale invito, vuoi perchè non ha potuto, vuoi perchè non ha voluto (su questo non sarei in grado di rispondere). Credo, però, che non si sia mai fuori tempo in queste cose. Se oggi le stesse cose venissero dette con forza dalle autorità monetarie e fossero accompagnate da qualche potere sanzionatorio, senza peraltro imporre dei rapporti prefissati estremamente analitici e minuziosi, io credo che saremmo ancora in tempo a spingere le imprese ad emettere richieste di capitale di rischio.

Sono, invece, un po' più incerto sul primo aspetto della domanda. Se le banche oggi fossero obbligate a classificare i loro prestiti nell'attivo di bilancio in categorie corrispondenti a diversi gradi di sicurezza e di esigibilità (dai prestiti sicurissimi giù fino alle altre categorie di prestiti meno sicuri), credo che la maggior parte dei crediti delle imprese sottocapitalizzate finirebbero nella prima categoria, a meno che l'autorità, la Banca d'Italia, l'organo di vigilanza, non decidesse che i prestiti alla Montedison, ad esempio, appartengono all'ultima categoria.

**A N D R E A T T A .** Come non potrebbero non esserlo?

**C E S A R I N I .** Lo sono di fatto, ma una dichiarazione pubblica in tal senso non la ritengo molto realistica come ipotesi di lavoro; dobbiamo poi stare attenti a toccare il meccanismo bancario: costringere le banche a ventilare i loro prestiti pubblicamente, in relazione al grado di rischio come mi pare abbia accennato il senatore Andreatta, potrebbe avere conseguenze negative quanto ai loro rapporti coi risparmiatori.

Il secondo gruppo di questioni è, evidentemente, molto complesso. Sono molto ortodosso nelle mie opinioni e devo dire che rimango del parere che sia in ogni caso indispensabile il potenziamento dei canali di scambio dei titoli azionari. Mi rendo peraltro conto che da soli gli acquisti diretti di titoli da parte del pubblico dei risparmiatori non sono in grado di fornire, appunto, le migliaia di miliardi necessari; dunque, qualche forma di intermediazione occorre che venga svolta (parlo di forma di intermediazione in senso stretto, di intermediazione finanziaria) per il capitale di rischio. Quali, però, è difficile dire. Abbiamo spuntato uno dopo l'altro tutta una serie di strumenti che sembrava potessero servire allo scopo. Abbiamo parlato di fondi comuni di investimento e li abbiamo visti salire e poi crollare. Forse, però, qui una legge . . .

A N D R E A T T A . Le leggi lussemburghesi sono comodissime in assenza delle leggi italiane!

C E S A R I N I . Abbiamo sciupato l'occasione dell'allargamento delle possibilità di investimento delle compagnie di assicurazione. Non sono aperte molte linee ortodosse, in punto di intermediazione nel settore del capitale di rischio.

Per quanto è possibile, lascerei fuori le banche, nel senso di non farle diventare intermediarie nel settore dei capitali di rischio, per mantenere un minimo di ortodossia nella struttura del nostro sistema finanziario.

Per quanto concerne l'ultimo punto, devo confessare francamente di non essere esperto di problemi fiscali (è un peccato che non sia qui presente il professor Filippi, che potrebbe essere estremamente utile); però posso dire che l'aspetto toccato dal senatore Andreatta, cioè le forme di incentivazione all'acquisto di nuove azioni, potrebbe essere preso in considerazione. In fondo, si colloca nella prospettiva di depenalizzare l'investimento azionario e, possibilmente, di favorirlo. Se non ricordo male, in occasione di una tesi di laurea dedicata al mercato mobiliare spagnolo ho avuto l'opportunità di leggere che erano previste incentivazioni in senso finanziario all'accumulazione di risparmio familiare in azioni; e mi pare, se non ricordo male, che abbiano dato qualche risultato.

Ora, questa mi sembra una via percorribile, ma prima bisogna operare su tutto il resto; poi, eventualmente, il problema ulteriore di favorire esplicitamente le sottoscrizioni di nuove azioni potrà essere preso in considerazione. Mi dispiace di non poter dire quale formula fiscale sia preferibile.

A N D R E A T T A . Le nuove emissioni sul mercato americano sono di due, o tre miliardi di dollari in media all'anno — forse anche meno — ma un minimo di consolidamento della situazione finanziaria delle imprese italiane e di aumento del capitale proprio richiede dimensioni che sono superiori

a quelle medie della borsa americana. Ora, in un Paese che ha risolto tutti i suoi problemi, si risparmia per un solo motivo: per poter equilibrare nel corso della vita, in cui i redditi sono diversi, lo *standard* dei consumi; sostanzialmente, si risparmia per questo scopo. Noi abbiamo un sistema pensionistico basato sulla redistribuzione, e non sull'accumulazione, che toglie progressivamente ogni incentivo al risparmio individuale, che non sia quello di temporanee giacenze. Io ho l'impressione che una difesa, ancora, della identità della banca italiana tolga ogni realismo all'ipotesi di collocare rilevanti emissioni. Non vorrei qui tradire un segreto, ma una società che si trova nella necessità, oggi, di fare un'importante emissione, ha svolto un'inchiesta presso i suoi azionisti ed è risultato che solo la proprietà del 5 per cento delle azioni (non degli azionisti persone fisiche) è disposta a sottoscrivere gli aumenti di capitale. Mi domando se un obbligo a mantenere certi rapporti tra il capitale delle banche, i depositi delle banche e la possibilità o l'obbligo di impiegare il capitale delle banche in investimenti immobiliari, dato che esiste una propensione del pubblico ad acquistare azioni bancarie, non potrebbe in qualche maniera dare un aiuto ad un problema che ha veramente dimensioni che superano qualunque possibilità di operare in maniera ortodossa.

Ora, lo stesso professor Cesarini ha detto che occorre trovare mezzi non ortodossi; però tutte le sue proposte hanno un limite di prudenza e sono, di fatto, delle proposte ortodosse.

C E S A R I N I . Quello che spaventa nella situazione attuale è, appunto, l'enormità dei fabbisogni. Ora, io potrei anche convenire — occorrerebbe peraltro una maggiore riflessione al riguardo — sul fatto che la soluzione proposta dal senatore Andreatta sia ortodossa: a fronte del capitale di rischio della banca stanno, in una certa proporzione, azioni industriali detenute dalla banca stessa.

A N D R E A T T A . Molto disperse.

C E S A R I N I . Sì, molto disperse e frazionate. Mi pongo subito, però, un problema quantitativo: anche se volessimo, in ipotesi, fare investire tutto il capitale proprio delle banche italiane, escluse le Casse di risparmio e le Casse rurali che non possono possedere azioni, in azioni, avremmo — io credo — non più di 1.500-2.000 miliardi di sollievo.

A questo punto, quindi, emergono i possibili effetti di controindicazione che questa soluzione del problema provoca. La si potrebbe anche adottare, ma l'apporto che ne deriverebbe sarebbe probabilmente inferiore rispetto alle possibili conseguenze, se si vuole, distorsive che tale « violazione » delle norme classiche provocherebbero. Forse bisognerebbe prevedere degli organismi par bancari che tengano a balia le azioni che qualcuno deve emettere: è necessario, però, che essi siano a loro volta non direttamente supportati dai depositi. In ogni caso rimane vero che la funzionalità della Borsa, o di qualche canale di scambio dei titoli, deve essere migliorata per consentire almeno quei ritocchi di gestione del portafoglio che qualunque investitore istituzionale deve poter fare.

M I G N O L I . Rispondendo alla prima domanda divoltami dal senatore Andreatta, se cioè la cessione del pacchetto di controllo debba avvenire attraverso la procedura dell'OPA, dirò che questo è indubbio: non si tratta peraltro di un'OPA in senso tecnico, perchè non vi è qualcuno che si offre di acquistare, ma qualcuno che è obbligato ad acquistare per un certo numero di giorni al prezzo più alto pagato per l'acquisto del pacchetto azionario.

Per quanto riguarda poi il secondo punto toccato dal senatore Andreatta, dirò inoltre che, a mio avviso, è necessaria una certa cautela nel richiedere controlli sui patrimoni degli amministratori delle società. Una volta — così diceva il professor Carnelutti nel 1956 — le norme di diritto penale societario e fallimentare erano dette « celle a pagamen-

to » del diritto penale; devo precisare che sono celle sempre meno comode e sempre più frequentate dagli amministratori, i quali non solo sono esposti alle norme penali economiche, ma sono anche esposti ad altre norme penali, quali quelle in materia ecologica, in materia infortunistica e così via. Tutte queste norme sono sacrosante e giuste, però provocano in questo momento una fuga degli amministratori: non mi riferisco evidentemente alle grosse società, in cui c'è sempre una questione di principio che spinge ad assumere certe cariche, ma piuttosto a quello che avviene nelle piccole città, ad esempio, del Veneto e della Lombardia, dove nessuno vuole più essere nè presidente nè amministratore delegato. Potrebbe così succedere quello che succedeva a Genova nel 1948-49, quando veniva nominato liquidatore di una società un marittimo che partiva per l'Australia: questo del resto si è verificato anche a Roma recentemente.

Bisognerebbe quindi imporre l'assunzione di cariche, così come accadeva nel Basso impero quando nessuno le voleva assumere perchè troppo onerose. Mi pare però che siamo ancora lontani da questa possibilità; del resto si deve tenere presente che spesso l'amministratore si trova tra due fuochi. In proposito porto l'esempio di quanto avviene in Inghilterra dove, in caso di sommosse popolari, il soldato che ha l'ordine dal suo capitano di sparare, se non lo fa viene fucilato, ma se lo fa e ammazza qualcuno viene impiccato. Quindi, la scelta è fra la fucilazione e l'impiccagione: in questa stessa situazione si trovano oggi molti amministratori.

Mi sembra piuttosto che il problema sia un problema di fondo. Oggi infatti in Germania e in Svizzera si sta discutendo e si stanno elaborando progetti al riguardo, soprattutto, della cosiddetta criminalità economica, la criminalità dei colletti bianchi. Io ritengo che questo sarebbe un discorso da affrontare, anche per dare forza alle società e alla Borsa, non con le attuali norme sparse, contraddittorie e di incerta interpretazione; in materia di diritto penale, infatti, non si può essere incerti, ma si deve sapere esattamente come ci si deve comporta-

re. La difficoltà nell'interpretazione non giova: occorrerebbe quindi che ci fosse una disciplina della criminalità economica organica. Questo mi sembra che sia uno dei compiti primari di una nazione moderna.

**A S S I R E L L I.** Io credo che una delle esigenze essenziali per la nostra economia sia il potenziamento della piccola e media industria: piccola e media industria che, d'altronde, difficilmente può essere valutata in Borsa per l'entità stessa dei suoi limiti.

Ora, in aiuto della piccola e media industria stanno sorgendo delle società finanziarie che garantiscono, in fin dei conti, a colui che investe non solo la possibilità di collocamento dei propri finanziamenti a questa o a quella azienda, ma anche la possibilità, in caso in cui un settore dovesse entrare in crisi, di mantenere un certo equilibrio.

Inoltre, la società finanziaria, prima di concedere i suoi prestiti, indaga, come del resto fa la banca per i suoi investimenti, su quello che è l'investimento, si informa cioè se l'azienda in cui si investe il capitale è una azienda che offre prospettive di sviluppo o è una azienda in crisi. La società finanziaria, quindi, che in qualche maniera fa da intermediaria fra l'azionista e la piccola e media impresa, offre la possibilità di una certa garanzia all'investitore e, nello stesso tempo, offre la possibilità a queste imprese di svilupparsi.

A mio parere, la garanzia più grossa che offrono le società finanziarie è dunque quella di non puntare tutto sulle fortune o meno di una azienda sola, ma di investire di fatto su una gamma di settori che sono differenziati. Io ritengo quindi che lo sviluppo in Borsa dei titoli delle società finanziarie, che oggi in gran parte sono state costituite soltanto da finanziamenti delle stesse banche o di consorzi di banche, potrebbe essere uno strumento che in qualche maniera soddisfi l'esigenza di controllo diretto delle banche come creditrici e quindi come investitrici del risparmio che oggi loro affluisce direttamente, dando pubblicità e garan-

zia al risparmiatore in ordine a tali finanziamenti.

Vorrei quindi sapere quale possibilità di potenziamento esiste per queste società finanziarie, in specie a livello regionale. Infatti, i finanziamenti — ripeto — sono fatti sempre e soltanto dalle banche, che sono le uniche ad avere la possibilità di farli, mentre il singolo privato rimane ancora escluso dalla possibilità di finanziare la nostra economia attraverso il risparmio.

**C E S A R I N I.** Lo strumento testè descritto dal senatore Assirelli è, effettivamente, molto adatto a risolvere i problemi di finanziamento a titolo di capitale di rischio delle piccole e medie industrie; tale sistema è stato anche sperimentato — pur con risultati, tutto sommato, non particolarmente positivi — in altri Paesi, soprattutto negli Stati Uniti con le cosiddette s.b.i.c. e in Francia.

Anche in Italia esistono società finanziarie regionali, ma al riguardo debbo far rilevare anzitutto che è una attività difficilissima quella di fare finanziamenti a piccole e medie imprese sotto forma di capitale di rischio, per di più senza assumere e volerne detenere definitivamente il controllo, ma con lo scopo di smobilitare poi la partecipazione. E in realtà — è questa una osservazione spregiudicata su quello che è successo in punto di finanziarie regionali — si deve dire che non hanno fatto una scelta ben precisa in questa direzione, talora limitandosi a gestire puramente e semplicemente il proprio patrimonio, magari investendolo in titoli a reddito fisso. In secondo luogo occorre che si attui almeno un finanziamento misto di tali società finanziarie regionali; in altri termini, accanto ai promotori, che oggi sono — e forse dovranno continuare ad essere — istituzioni finanziarie, in particolare banche, occorre tentare di attirare il pubblico dei risparmiatori, che troverebbe in questa forma di investimenti diversificata, se pur rischiosa — vorrei continuare a sottolinearlo — un modo di accesso agli investimenti azionari; e soprattutto si favorirebbe il finanziamento

a titolo di capitale di rischio delle minori imprese.

È una prospettiva che merita di essere considerata; ritengo però che il punto fondamentale oggi per le piccole e medie imprese non sia tanto il finanziamento a titolo di capitale di rischio, quanto un supporto tecnico, organizzativo, commerciale, eccetera, alla loro attività, cioè un'opera di assistenza di cui le più modeste, tra le piccole e medie imprese, spesso sono sprovviste. Metterei quindi questo in primo piano, anche se non posso non riconoscere che uno strumento di questo tipo sotto il profilo finanziario potrebbe, in misura limitata, servire.

**G R A S S I N I.** Vorrei richiamare l'attenzione del senatore Assirelli sul fatto che l'esperienza cui ha fatto riferimento il professor Cesarini delle *Small Business Investment Corporations* ha mostrato purtroppo molto chiaramente che, persino in una realtà ricca di tradizioni come quella americana, queste speciali società, che pure godono di incentivi statali, finiscono per impiegare più in finanziamenti di quello che non impieghino in capitale di rischio. Infatti, sono sulla via del declino.

**B E V I L A C Q U A.** Desidero sapere dal professor Cesarini se la trasparenza di un mercato in borsa è maggiormente assicurata dalla neutralità dell'intermediario, nella formazione del prezzo, per vincoli legislativi; ovvero, per deontologia professionale, l'agente di cambio assicura tale neutralità? E come giudica, il professor Cesarini, il progetto ABI, che al contrario propone la presenza delle banche a fianco degli agenti di cambio ed egualmente negli organi tecnici preposti al funzionamento del mercato?

In secondo luogo, desidererei sapere come può essere giudicata la circostanza del risparmio delle famiglie incanalato direttamente o per via indotta verso il sistema bancario il quale, a sua volta, non può reimpiegarlo economicamente.

**C E S A R I N I.** Rispondo subito al secondo quesito. La polarizzazione del rispar-

mio delle famiglie verso i depositi bancari è un fatto che personalmente considero in modo negativo e, come ho cercato di spiegare, occorrerebbe trovare qualche soluzione perchè nel lungo periodo può portare a conseguenze estremamente negative.

Valutazione del progetto ABI sulla riforma delle borse valori. Vorrei attenermi ad alcune considerazioni di massima. Anzitutto osservo che, mentre si sono fatti molti convegni, si sono tenute molte riunioni in cui si è parlato di problemi di borsa — ed anzi direi che ce ne sono state fin troppe rispetto ai risultati conseguiti — in nessuna delle riunioni alle quali ho partecipato è stato mai esaminato collegialmente, da una pluralità di parti, il progetto dell'Associazione bancaria italiana. Il progetto ABI ha un aspetto che può probabilmente essere considerato positivamente: introduce sostanzialmente un nuovo intermediario di Borsa costituito da un'associazione tra banche ed agenti di cambio. Le mie perplessità nascono soprattutto dai motivi che mi accingo a chiarire. In primo luogo non si può, in un disegno di legge, in una normativa che concerne la Borsa valori — cioè, dobbiamo riconoscerlo, un aspetto importante, ma limitato, limitatissimo, dei nostri strumenti e meccanismi finanziari — non si può, dicevo, introdurre un nuovo intermediario finanziario. In secondo luogo, osservo che il nostro ordinamento finanziario conosce già una pluralità di intermediari finanziari, diciamo così, sotto il « dominio » delle aziende di credito. Non sempre questi intermediari finanziari si sono rivelati alla distanza — magari anche sin dall'origine — come autenticamente capaci di svolgere una loro funzione indipendente, separata, diversa da quella delle banche che ne avevano patrocinato la formazione. Sono sostanzialmente organismi di ausilio all'attività bancaria ordinaria, e soprattutto, non più capaci di attingere direttamente risorse dal pubblico.

Terzo punto. Se si introducono delle grosse aziende d'intermediazione di Borsa, con un capitale che il progetto dice deve essere elevato (sembra dai tre ai cinque miliardi), esse potrebbero essere utilizzate in seguito

— è una supposizione — per finalità diverse da quelle adesso previste. L'organismo dovrebbe in teoria servire esclusivamente all'intermediazione di Borsa, ma in realtà, con la carenza di investitori istituzionali che oggi il nostro paese si ritrova, con i colossali problemi di ricapitalizzazione delle imprese, rischia di essere utilizzato anche per risolvere quei problemi di capitale di rischio cui faceva cenno in precedenza. La funzione di eseguire ordini di Borsa per conto della clientela potrebbe cioè risultare in contrasto con quella di gestire, per averlo acquistato più o meno volontariamente, pacchetti azionari magari di importanti società. Le due funzioni, quella di intermediazione neutrale negli scambi sui titoli e quella di gestione di pacchetti azionari, finirebbero per entrare in conflitto. Quella che certo ne verrebbe a scapitare sarebbe appunto l'indipendenza, la neutralità.

In ogni caso, desidero precisare che queste osservazioni attengono soltanto alla collocazione di questo strumento. A mio parere non è stato sufficientemente analizzato in sede scientifica e non dovrebbe essere inserito in una legislazione che si occupa di Borse valori, tale è la innovazione che comporta rispetto all'attuale ordinamento finanziario.

A L E T T I. Ritengo che questo sia un problema specifico ma che tuttavia rientra in un quadro comune di un Paese che è costretto ad affrontare difficoltà, momenti eccezionali senza avere strumenti adeguati che altri paesi, invece, hanno. Ho sentito nominare più volte, stamane, l'Olanda ed altre nazioni. Ritengo che tutto ciò non sia altro che la constatazione di realtà esistenti in paesi dove queste strutture esistono da decenni se non da secoli. Quindi, a mio avviso, niente può togliere il coraggio: se a noi mancano tali strutture, si tratta di predisporle. Bisogna però essere onesti e non pretendere soluzioni miracolistiche. Ci sono voluti tanti anni per giungere a questa situazione nel nostro paese e non è pensabile che ci sia una bacchetta magica che crei dal nulla la soluzione immediata. Ogni argomento, logicamente, avrà le sue difficoltà,

controlli, verifiche, ripensamenti. Anche nel campo borsistico, perciò, bisogna procedere, a mio avviso, con molta cautela. I problemi che rimangono sono quelli enunciati: chiarezza, per cui la Consob non gestisca la Borsa ma controlli l'osservanza delle leggi. Responsabilità degli amministratori senza però terrorizzarli, in quanto non si troverà più un amministratore. Devo però esser chiaro che chi sbaglia deve pagare.

Sono d'accordo con la proposta del senatore Andreatta, peraltro già da lungo tempo sperimentata all'estero: che cioè gli amministratori effettivamente dichiarino le loro partecipazioni nella società che amministrano. Lo trovo normalissimo.

Sono dell'avviso che, anche se non tutti i problemi finanziari italiani verranno risolti dalle Borse, questo strumento deve essere razionalizzato. Non si può pretendere tutto immediatamente: c'è bisogno di una crescita armonica. La soluzione di questo problema non esclude, ovviamente, la soluzione di altri. Il senatore Assirelli ha accennato alle società finanziarie che agevolino il finanziamento delle piccole e medie industrie. All'estero esistono questi istituti in abbondanza, così come esiste una diversificazione di strumenti che a noi mancano tuttora. Questa bipolarizzazione esistente in Italia — indebitamento pubblico e privato da una parte, depositi bancari dall'altra — è drammatica, se non addirittura comica.

Questa, quindi, la realtà che ci sta di fronte. Dobbiamo allora operare con tutta la buona volontà possibile. Vorrei fare, per non dilungarmi troppo, alcune domande al professor Cesarini:

1) l'esistenza di « canali finanziari privilegiati », che ha alterato i meccanismi della domanda e dell'offerta di fondi per un equilibrato finanziamento dell'apparato produttivo, può essere giustificata con motivi socio-politici? Ciò significa, però, che sono estranee motivazioni di carattere strettamente economico? Praticamente, se noi falsiamo quella che è la natura della società per azioni, che è quella di far profitto, di dare un reddito, la carichiamo di oneri cosiddetti

impropri. In questo caso, comunque, dobbiamo scegliere un altro strumento, che non è quello della società per azioni;

2) un mercato finanziario efficiente deve fornire ai richiedenti di fondi (imprese) e ai risparmiatori un'ampia gamma di soluzioni alternative: ritiene che il mercato finanziario italiano sia sufficientemente articolato o che, piuttosto, sia necessario introdurre e regolamentare nuove e vecchie forme di impieghi (obbligazioni convertibili, azioni di risparmio, accettazioni bancarie, BOT, warrants)? Le società che vogliono finanziarsi o gestire le loro tesorerie sono nella quasi impossibilità di farlo.

Queste sono le domande che vorrei rivolgere al professor Cesarini. Al professor Mignoli ne ho riservate tre:

1) anche nel mercato di Borsa può essere applicata la condizione della concentrazione totale delle negoziazioni, come avviene in altri tipi di mercato, dove rappresenta una garanzia per la formazione di un prezzo equo?

2) Nei mercati mobiliari stranieri l'OPA (Offerta pubblica di acquisto) rappresenta non solo un tentativo regolamentato di scalata al controllo di una società quotata, ma anche uno strumento per una più equa ripartizione del controllo all'interno della società. Quali sono le condizioni che non consentono in Italia di impostare in questi termini il problema? Negli Stati Uniti è vietata la quotazione di azioni con voto limitato;

3) come giudica la tendenza in atto verso la creazione di titoli mobiliari con caratteristiche intermedie fra l'azione e l'obbligazione (obbligazioni convertibili e indicizzate, azioni di risparmio e privilegiate)?

*C E S A R I N I.* I canali di finanziamento privilegiati hanno avuto, e in parte hanno ancora, prevalentemente, giustificazioni di tipo sociale. Oggi, però, i canali finanziari privilegiati sono diventati assolutamente troppo grandi rispetto alle dimensioni del mercato, per cui emergono quei fenomeni distorsivi a

cui lei faceva cenno e che mi sento, in massima parte, di condividere.

Il nostro mercato finanziario è relativamente povero di strumenti finanziari; quindi la moltiplicazione degli strumenti finanziari, a cui lei accenna, mi pare in linea con un mercato finanziario moderno, il quale cresce normalmente appunto perchè si creano alcuni strumenti esattamente rispondenti a certe esigenze economiche dei risparmiatori.

Sono d'accordo per nuovi tipi di titoli, ma bisogna evitare di creare degli strumenti finanziari che finiscano per essere eccessivamente complicati e, in definitiva, incomprensibili se non per una cerchia assolutamente ristretta di operatori.

*A L E T T I.* I fondi pensione in titoli esistono in tutto il mondo, perchè l'Italia deve essere esclusa da un investimento di questo tipo?

*C E S A R I N I.* Non credo che ci siano delle norme che vietino questo tipo di investimento. Mi sembra però che non sia conveniente. I nostri fondi pensione, quei pochi che ci sono ancora, hanno una vocazione immobiliare.

*A L E T T I.* Quelli della Banca d'Italia penso siano validi.

*C E S A R I N I.* Non ho mai visto il bilancio del fondo pensioni della Banca d'Italia, ma credo sia investito prevalentemente in azioni.

La mia avvertenza è, comunque, questa: non si creino titoli eccessivamente complicati, come per esempio le azioni di risparmio. Il professor Mignoli potrà dire che sono un titolo che sacrifica eccessivamente i diritti patrimoniali del socio, oltre che i diritti di voto; appunto perchè l'azione priva di tutti i diritti organizzativi è un'azione postergata, che non interessa.

*M I G N O L I.* Vorrei rispondere alla domanda posta dal senatore Aletti circa la

6<sup>a</sup> COMMISSIONE

1° RESOCONTO STEN. (23 marzo 1977)

concentrazione in Borsa di tutte le operazioni. Fra agenti di cambio e banche esistono aspre tentazioni corporative da una parte e dall'altra. Va riconosciuto però che sarebbe certamente auspicabile che ci fosse la concentrazione per le operazioni di Borsa, ma di quali operazioni? Su quali titoli? Sulle azioni? I titoli a reddito fisso sono acquistati direttamente dalle banche presso gli enti, con un esborso di cifre enormi.

A L E T T I. Il mercato del reddito fisso è un mercato quasi essenzialmente bancario. Per quanto riguarda le azioni, invece, è un mercato di borsa. Obiettivamente devo riconoscere che la legge italiana ha concepito l'agente di cambio come pubblico ufficiale e a lui solo ha demandato quel compito specifico di mediatore di titoli. Allargare questa funzione alle banche sarebbe come se la legge estendesse al farmacista la possibilità di fare un'amputazione di un arto. I chirurghi sono gli unici accreditati a fare questa operazione, anche se le società farmaceutiche potrebbero gradire di mandare un loro impiegato a gestire gli ospedali. Altra similitudine: la giustizia è amministrata dal giudice; non può essere amministrata dagli avvocati. Il commerciante non può fare un prezzo in un mercato perchè lo farebbe a suo favore. Gli agenti di cambio sono nati e istituiti e fanno una professione con limiti ben definiti.

M I G N O L I. Questo è esatto a condizione che si estenda anche ai titoli a reddito fisso. Lei dice di lasciarli fuori, ma allora la negoziazione in Borsa trova un enorme settore che esula dal contesto generale. Anche per questo, quindi, ci dovrebbe essere un intermediario professionale.

A L E T T I. Le banche affermano che questa massa di capitale è in loro mani e perciò la gestiscono loro. A me parrebbe più opportuno, invece, che lo scambio avvenga in Borsa.

M I G N O L I. Quindi, senza l'acquisto diretto.

A L E T T I. La intermediazione deve essere un'intermediazione reale; se si comincia a sconfinare si arriva a pretese corporative.

M I G N O L I. Sì, però nell'ambito della propria competenza specifica.

Per quanto riguarda la seconda domanda rivolta dal senatore Aletti, debbo dire che l'OPA non deve essere usata solo per scopi di scalata, ma per una migliore distribuzione del controllo. La « piccola OPA » in Francia ha avuto sanzione legislativa mentre da noi l'OPA ha suscitato terrore per cui viene guardata con un certo sospetto.

Il terzo punto riguarda i titoli mobiliari, a metà strada fra l'azione e l'obbligazione. Direi, senza arrivare a troppe sofisticazioni, che alcuni titoli devono avere cittadinanza ed anche l'emissione deve essere curata. È il caso delle emissioni di obbligazioni convertibili attraverso metodi indiretti, come quelle della Mediobanca e dell'ICIPU. Sono tutti procedimenti indiretti che dovrebbero avere una disciplina.

Dovrebbe, comunque, essere facilitata la emissione di titoli nuovi di obbligazioni convertibili ed anche l'emissione di obbligazioni cosiddette scambiabili ed anche di quelle indicizzate. Del resto, le obbligazioni indicizzate non sono che obbligazioni partecipanti ed in Francia hanno una larga cittadinanza.

T A R A B I N I. Avevo preparato una domanda da rivolgere al professor Mignoli per quanto concerne l'OPA. Credo, però, che, in linea generale abbia già dato un esauriente chiarimento rispondendo ai quesiti posti dal senatore Aletti.

Poichè dovremo trovarci ad esaminare prossimamente un progetto di legge in materia, vorrei chiedere al professor Mignoli che ha dimostrato di avere una esperienza molto vasta nel campo del diritto comparato, qual è la legislazione che, a suo giudizio, ha meglio risolto i problemi e, comunque, quali sono le preoccupazioni che dovranno essere esaminate nella trattazione di questo argo-

mento e a quali norme principalmente dobbiamo porre la nostra attenzione.

La seconda domanda, rivolta sempre al professor Mignoli, concerne le società a partecipazione statale, quelle cui si è riferito quando ha parlato di « azionisti di nomina regia ». L'esposizione del professor Mignoli è stata necessariamente molto condensata, molti dei passi della sua trattazione meriterebbero un approfondimento. A suo giudizio, quindi, quali modificazioni di diritto societario si impongono? Possono sopravvivere forme privatistiche di partecipazione pubblica nelle aziende di tipo imprenditoriale che consentano, conseguentemente, la possibilità di alimentare, attraverso la Borsa i fabbisogni finanziari di queste società?

Un'altra domanda vorrei rivolgerla al professor Cesarini. In questa sede ripetutamente si è toccato — e lo stesso professor Cesarini lo ha toccato nella prima parte della sua introduzione — il tema dei flussi finanziari dal pubblico alle imprese. In Italia si reclama la creazione di un vero mercato monetario. Quale influenza avrebbe la creazione di un vero mercato monetario su un parallelo efficiente funzionamento del mercato finanziario? Cioè, tutta l'alimentazione del mercato a breve che oggi passa attraverso i depositi bancari e che finisce con l'alimentare il mercato finanziario attraverso il sistema del vincolo di portafoglio, non potrebbe più correttamente avvenire attraverso un funzionamento corretto e fisiologico del mercato monetario da una parte e, quindi, attraverso un funzionamento altrettanto fisiologico del mercato finanziario?

**PRESIDENTE.** Lei, professor Mignoli, all'esigenza che l'impresa pubblica debba avere un vero e proprio statuto. Vorrebbe ampliare questo punto della sua relazione e dirci come lei lo configurerebbe?

**MIGNOLI.** Alla prima domanda del senatore Tarabini (quale, secondo me, la legislazione più adatta e per la regolamentazione dell'OPA?) risponderò con due parole:

una non-regolamentazione; e ricorderò in proposito l'esempio del *City Code* inglese un complesso di norme approvate dalla City di Londra, un codice di comportamento dalla struttura agile, di cui certamente, con i suoi tempi lunghi, non può vantarsi la legge fatta dal legislatore.

Per quanto attiene all'impresa pubblica, uno dei primi punti da tener presenti è quello del suo assoggettamento alla osservanza di tutte le norme cui sono tenuti i privati, sotto pena di introdurre degli effetti distortivi sulla concorrenza, privilegiando una parte piuttosto che l'altra. Non dobbiamo dimenticare poi che il problema di fondo dell'impresa pubblica è quello dell'interesse sociale: l'interesse cioè della società, inteso come interesse comune dei partecipanti, che accomuna maggioranza e minoranza. Questo se le società hanno scopo di lucro. Certo, oggi la parola lucro ha un significato diverso da quello che intendeva il contadino francese del 1832, con il denaro custodito avidamente nella calzetta, però le regole del gioco devono essere osservate anche nell'ambito dell'impresa pubblica, chè altrimenti a quest'ultima sarà consentito financo di fare la corsara nei confronti dell'impresa privata.

**CESARINI.** Questa la domanda, in sostanza: quali sono le possibilità aperte dal mercato monetario? Ebbene, oggi un mercato monetario esiste per i BOT, che hanno conosciuto una espansione veramente notevole dal 1975 in poi, che ha ecceduto la capacità di assorbimento da parte del pubblico dei risparmiatori. Un mercato monetario dovrebbe essere sviluppato invece per le imprese, magari attraverso la formula delle accettazioni bancarie. In proposito credo non esistano ostacoli tecnici, salvo quello fiscale.

Il problema del mercato monetario è tuttavia di altro genere, ed è quello della struttura dei tassi di interesse in funzione della scadenza dei titoli. Siamo di fronte da qualche anno a questa parte, per una serie di interventi tutti astrattamente giustificabilissimi, ad una struttura dei tassi di rendimento che premia l'investimento a breve (depo-

siti bancari e BOT) e scoraggia quello a lungo termine. Ora, con ogni probabilità, il mercato dei BOT e quello delle accettazioni bancarie si inserirebbero più correttamente se appunto mantenessero, sotto il profilo dei tassi di rendimento, una distanza sufficiente rispetto sia ai conti correnti bancari, esigibili a vista, sia ai titoli a scadenza più lunga. Questi ultimi dovrebbero, a mio parere, essere favoriti nel mercato da tassi di rendimento relativamente più alti, in funzione del più alto grado di rischio tecnico e di mercato da essi offerto.

Per il mercato dell'accettazione bancaria, come dicevo, non ci dovrebbero essere problemi, fatta salva la questione fiscale. La banca dovrebbe passare da una forma di finanziamento diretto ad una di garanzia del finanziamento che l'impresa chiede al pubblico, vendendo delle proprie cambiali. Naturalmente questo mercato sarà riservato a un numero relativamente ridotto di imprese (il mercato dell'accettazione bancaria di altri paesi vede come richiedenti di fondi solo le migliori società industriali e commerciali), ma in ogni caso è auspicabile che qualche passo sia compiuto per dargli vita effettiva.

**A N D R E A T T A .** Sulla questione degli intermediari, desidererei conoscere: il numero degli agenti di cambio in Italia corrisponde alle funzioni che essi svolgono? Vi è un problema di riduzione di questo numero? È opportuno immaginare delle forme di società di agenti di cambio? Magari con forme anche di associazioni di capitale, di *partnership* puramente finanziaria, in modo da assicurare quella garanzia anche patrimoniale, alla cui necessità mi pare sia stato accennato?

E inoltre: nell'affrontare il problema dell'articolazione degli strumenti, la nostra legislazione sulle obbligazioni convertibili non è forse troppo tipicizzata, senza quelle possibilità di elasticità che altre legislazioni offrono, in termini di scadenze entro cui effettuare le operazioni?

Inoltre vorrei chiedere un chiarimento, eventualmente con qualche riferimento a le-

gislaioni comparate, per quanto riguarda la possibile esclusione di tali titoli dalle operazioni a termine e le conseguenze che questa può avere.

**M I G N O L I .** Vorrei rispondere sul problema delle obbligazioni convertibili. Il senatore Andreatta ha chiesto se la nostra disciplina è elastica e capace di adattarsi alle varie esigenze che possono soddisfare le obbligazioni convertibili. Bisogna sottolineare che l'articolo 9 della legge n. 216 regola una disciplina ben fatta, innanzitutto perchè è stata elaborata da una persona che conosce a fondo le obbligazioni convertibili, ed è il senatore Visentini. Però, si limita alla emissione diretta. La necessità è quella di procedere alla disciplina delle emissioni indirette.

**C E S A R I N I .** Condividendo in pieno ciò che è stato esposto dal professor Mignoli, aggiungerei che è carente non tanto la legislazione sulle obbligazioni convertibili, quanto il controllo sulla tecnica delle obbligazioni stesse. A nessuno è impedito di emettere delle obbligazioni convertibili. In realtà gli organismi preposti all'autorizzazione non si sono mai preoccupati di stabilire che il periodo di convertibilità non deve essere rinviato alle calende greche. Nulla altresì impedisce alla società di stabilire dei rapporti crescenti o decrescenti.

Il numero degli agenti di cambio, rispetto all'attuale dimensione del mercato borsistico, è eccessivo. Credo che questo comporti e comportava in passato, qualche problema di concorrenza all'interno della corporazione degli agenti di cambio, con pregiudizio del funzionamento corretto del mercato. Sono d'accordo nella istituzione di società di agenti di cambio come rafforzamento della loro struttura patrimoniale.

Quali conseguenze comporta l'esclusione di alcuni titoli dal mercato a termine? In sostanza chi compra e vende titoli deve essere, se è compratore, in grado di pagarne immediatamente il prezzo, se è venditore deve poterli consegnare entro breve scaden-

6<sup>a</sup> COMMISSIONE

1° RESOCONTO STEN. (23 marzo 1977)

za. La conseguenza probabile è che nel primo periodo ci sarà una certa difficoltà di contrattazione sui titoli, però se il passaggio dal termine al contante viene annunciato pubblicamente e il periodo di tempo è sufficientemente lungo, il mercato si prepara a trattare quei titoli solo per contanti. Quindi, ci può essere inizialmente una caduta di negoziabilità del titolo. Questo svantaggio, per così dire, sta a fronte della sicurezza che la transazione darebbe ai due contraenti. Si impedirebbe soprattutto, alle azioni il cui flottante è ridotto ai minimi termini, di conoscere quelle impennate rialziste o ribassiste che credo debbano essere evitate, pur ammettendo la speculazione. Questa speculazione, però, deve esser fatta senza avere le carte segnate e senza trarre dei vantaggi eccessivi.

*M I G N O L I*. Lei, senatore Andreatta, ha chiesto se c'è elasticità o meno nella disciplina delle obbligazioni convertibili, ma questo dipende non tanto dalla mancanza di società, quanto dalla mancanza di fantasia di certi nostri operatori economici nell'adeguare gli strumenti delle obbligazioni convertibili ad una realtà. In Francia l'anno scorso una società finanziaria ha emesso obbligazioni convertibili con tasso variabile in aumento per i tre esercizi successivi, fino al momento della conversione, in previsione delle elezioni francesi. Se vincono le sinistre si aumenta dell'otto, nove o dieci per cento, per dare la possibilità di operare sull'azione, sull'obbligazione avendo però una progressiva remunerazione. Questo si potrebbe fare anche da noi, nessuno ce lo potrebbe impedire.

*P R E S I D E N T E*. Nella passata legislatura, in una delle tante udienze, fu espressa l'opinione dell'utilità, da un punto di vista meno teorico, della concentrazione di tutte le operazioni in un'unica Borsa. Noi, in Italia, abbiamo la borsa di Milano, la borsa di Genova, quella di Roma, di Venezia, di Torino. Abbiamo un mercato ridottissimo, con 170 titoli azionari quotati e con scarsità di lavoro per quanto riguarda il set-

tore obbligazionario. Cosa ne pensate di questa proposta che, naturalmente non vede favorevoli gli agenti di cambio, ma che è stata fatta nei precedenti incontri?

*M I G N O L I*. Personalmente ritengo che il solo fatto che la domanda sia stata posta parlando della Borsa di Venezia, già di per sé contiene la risposta: la necessità di sopprimere le Borse minori, tutto il flusso delle trattative passando attraverso la Borsa di Milano che, mi sembra copra l'80-85 per cento delle trattative. Se si accoglie la proposta del professor Cesarini di fare una pulizia del listino, chi rimane ancora quotato anche alla Borsa di Milano? Si è detto che in Francia sono state cancellate 36 società dal listino della Borsa di Parigi. Ma quante sono quotate? 1 600. Se noi togliamo 36 società dalla Borsa di Milano ne rimangono ben poche.

*P R E S I D E N T E*. Era stata lanciata un'altra idea: per le società a partecipazione statale potrebbe essere utile che una parte del capitale di queste società sia in mano ad azionisti privati per cui, veramente, la società a partecipazione statale sia effettivamente a partecipazione, e che sia quotata in borsa e quindi, assoggettata a tutte quelle azioni di controllo da parte delle minoranze, ed inoltre a quell'azione di certificazione a cui sono sottoposte le società per azioni private.

*M I G N O L I*. A monte esiste un problema politico, quello della privatizzazione delle industrie dell'impresa pubblica. Un esempio di questo è stato fatto dalla Volkswagen, altri esempi sono seguiti per invogliare anche le classi meno abbienti all'investimento azionario. Risolto questo problema si risolve anche quello dell'obbligo della quotazione in Borsa. Se la quotazione in borsa avrà luogo, è chiaro che la società pubblica è soggetta alla stessa disciplina della società privata. Bisogna però chiarire cosa si intende per interesse sociale e scopo di lucro.

A L E T T I . Vorrei ribadire due punti. Per quanto riguarda la soppressione delle borse minori, essa andrebbe attuata armonicamente, in base a considerazioni obiettive, logiche, non a scelte regionali e campanilistiche, di favore per alcuni a danno di altri. Il secondo punto riguarda una lacuna, riscontrata sia nella domanda del senatore Andreatta che nella risposta del professor Cesarini, in merito alle società di agenti di cambio con partecipazione di capitale esterno. Occorre assolutamente evitare che il capitale esterno sia di dimensioni e qualità tali da condizionare l'agente di cambio. Comunque il capitale esterno non deve essere assolutamente bancario e la maggioranza nelle società deve rimanere agli agenti di cambio.

P R E S I D E N T E . Ritengo di interpretare il pensiero di tutta la Commissione esprimendo agli illustri professori Mignoli e Cesarini un vivissimo ringraziamento per il contributo da loro offerto alla nostra indagine conoscitiva.

Non facendosi osservazioni, il seguito dell'indagine conoscitiva è rinviato ad altra seduta.

*La seduta termina alle ore 13,15.*

---

SERVIZIO DELLE COMMISSIONI PARLAMENTARI  
*Il consigliere parlamentare delegato per i resoconti stenografici*  
DOTT. RENATO BELLABARBA