

SENATO DELLA REPUBBLICA

— VII LEGISLATURA —

6^a COMMISSIONE

(Finanze e tesoro)

INDAGINE CONOSCITIVA SUL FUNZIONAMENTO DELLE BORSE VALORI IN ITALIA

(articolo 48 del Regolamento)

Resoconto stenografico

7^a SEDUTA

MERCOLEDÌ 18 MAGGIO 1977

Presidenza del Presidente SEGNANA

INDICE DEGLI ORATORI

PRESIDENTE	Pag. 159, 165, 171 e <i>passim</i>	MORLINO, ministro del bilancio e della pro-
ALETTI (DC)178, 185	grammazione economica
ANDREATTA (DC)	176	Pag. 159, 175
GRASSINI (DC)	175	180 e <i>passim</i>
LUZZATO CARPI (PSI)	180	PANDOLFI, ministro delle finanze .165, 176, 177
PINNA (PCI)	171	
VISENTINI (PRI)176, 181	

6ª COMMISSIONE

7° RESOCONTO STEN. (18 maggio 1977)

Intervengono, a norma dell'articolo 48 del Regolamento, il ministro del bilancio e della programmazione economica Morlino e il ministro delle finanze Pandolfi.

La seduta ha inizio alle ore 10.

L U Z Z A T O C A R P I, segretario, legge il processo verbale della seduta precedente, che è approvato.

P R E S I D E N T E. L'ordine del giorno reca il seguito dell'indagine conoscitiva sul funzionamento delle Borse valori in Italia.

Ascolteremo oggi il ministro del bilancio e della programmazione economica Morlino e il ministro delle finanze Pandolfi, che ringrazio sentitamente a nome della Commissione per avere accolto il nostro invito.

M O R L I N O, ministro del bilancio e della programmazione economica. Devo innanzitutto ringraziare lei, onorevole Presidente, e la Commissione per avere cortesemente invitato anche il Ministro del bilancio e della programmazione economica a questa indagine conoscitiva sul funzionamento delle Borse valori in Italia.

Per la verità, alla prima lettura dell'invito, mi era venuto qualche dubbio sulla opportunità di questa presenza, atteso che alla conclusione dell'indagine conoscitiva, proprio perchè arricchita della diretta partecipazione di alcune fonti, poteva sembrare sufficiente, stante la collegialità del Governo, la presenza di un singolo ministro. Approfondendo il problema è parso anche a me, invece, che vi fosse una puntuale ragione per la presenza del Ministro del bilancio e della programmazione economica, dati i riflessi propri delle Borse, nella prospettiva che la indagine non è fine a se stessa. Infatti, indubbiamente le Borse valori rappresentano un istituto tipico di una economia di mercato, come la nostra — per scelta costituzionale — che è tale, contrariamente a quello che si immaginava nei dibattiti di quegli anni, nella misura in cui è programmata. Ripristinare nella pienezza della propria funzione un istituto come la Borsa è, quindi,

uno degli elementi tipici per il rilancio della programmazione economica. Un rilancio che faccia tesoro del giudizio critico, serio, pur positivo, sulle prime esperienze di programmazione non può non avere riferimenti istituzionali precisi e, quindi, non può non includere dei dati istituzionali, dei quali la Borsa è elemento fondamentale.

Ciò che avviene in Borsa è rivelatore — anche se non perfetto, allo stato, per difetti del meccanismo — della struttura finanziaria del nostro sistema produttivo. E, allora, la ripresa di un tipo di programmazione che sia capace di dominare la congiuntura e, contemporaneamente, di preparare le prospettive di un nuovo sviluppo evidentemente non può prescindere da questo dato di fatto.

Devo anche aggiungere che questa indagine appare tempestiva, nella misura in cui sarà uno degli elementi che assumeremo a base di una ripresa programmatoria, così come quella sulla finanza derivata dello Stato, e in particolare quella delle Regioni, è stata determinante, perchè proprio in conformità a quel documento conclusivo si è sviluppata tutta la legislazione successiva. Quindi l'indagine appare tempestiva per la tematica che stiamo affrontando; ma, in un certo senso, è anche intempestiva per la completezza delle dichiarazioni, proprio perchè siamo in una fase elaboratoria delle linee della nuova programmazione.

Ora passerò alla enunciazione di alcuni punti sull'argomento delle Borse valori, con la riserva di fornire successivamente alcuni dati che sono in corso di iniziale elaborazione, rispetto ad alcune domande rivolte circa la possibilità di distinguere tra la situazione finanziaria delle imprese della mano pubblica e quella delle imprese private. In proposito abbiamo approntato e stiamo approntando, con la collaborazione delle sedi più specializzate in materia, una serie di dati che dimostrano la utilità dell'aver chiesto la disaggregazione degli stessi in base ai due elementi, perchè, rivelando notevoli differenze, portano a considerazioni di un certo interesse. Nella misura in cui questi dati fossero elaborati in tempo con i lavori della Commissione, ve li invieremo altrimenti.

6ª COMMISSIONE

7° RESOCONTO STEN. (18 maggio 1977)

ti costituiranno un'aggiunta alle conclusioni dell'indagine.

Fornirò ora delle indicazioni di ordine generale, nella speranza che esse non siano ripetitive di quanto è già stato detto, nella sfera della sua competenza, dal Ministro del tesoro, e sicuramente senza alcun accenno a quanto appartiene alla competenza specifica del Ministro delle finanze.

Come è noto, il grado di dissociazione fra centri di formazione del risparmio e centri di decisione degli investimenti è in Italia assai più elevato rispetto agli altri principali paesi industriali. Esso è enormemente cresciuto nell'ultimo triennio, durante il quale il disavanzo finanziario del settore statale e delle imprese, che indica la dimensione dell'eccedenza degli investimenti sulla formazione di risparmio interno, ha raggiunto il 20 per cento del reddito nazionale, contro valori compresi fra il 4 e il 9 per cento negli anni 1964-69.

In particolare, per il settore delle imprese il disavanzo finanziario è cresciuto dal 3-4 per cento del reddito nazionale negli anni '60, all'8 per cento in media nel triennio 1974-76, nonostante la flessione del tasso di aumento degli investimenti rispetto al reddito. Per il settore pubblico consolidato il disavanzo finanziario è aumentato più rapidamente, essendo passato dal 3-4 per cento del reddito nazionale nel primo periodo ad un livello di circa il 12 per cento nel secondo.

Non sembra opportuno, in questa sede, soffermarsi ad analizzare le cause che hanno condotto a siffatta situazione, la quale è tanto più precaria perchè si è accompagnata ad una fase di rallentamento del tasso di accumulazione. Esse possono essere sinteticamente indicate, in quanto sufficientemente note ai membri di questa Commissione, per il settore pubblico, nel divario crescente fra l'aumento delle spese, specialmente per servizi pubblici e per trasferimenti soprattutto di parte corrente, poste a carico del bilancio dello Stato e la dinamica delle entrate tributarie, che ha condotto a partire dal 1971 alla formazione di un costante disavanzo di parte corrente. Per le imprese le cause vanno individuate nella caduta del tas-

so di profitto e nel tipo di distribuzione del reddito, che ha privilegiato la remunerazione del fattore lavoro rispetto all'attività imprenditoriale e al capitale.

Per quanto attiene in modo specifico all'oggetto dell'indagine sul funzionamento delle Borse valori, mette conto sottolineare che la situazione descritta richiede, come condizione primaria per il finanziamento degli investimenti e in certi periodi anche per il fabbisogno della gestione, la funzionalità del mercato dei capitali e una grande capacità d'intermediazione e trasformazione degli intermediari finanziari. La maggiore dipendenza delle imprese italiane dal finanziamento esterno, rispetto alle imprese degli altri paesi, aumentata sensibilmente negli ultimi anni, rende, infatti le stesse particolarmente esposte alle variabili condizioni dei mercati finanziari, essendo minimi gli ammortizzatori sui quali esse possono contare per contrastare le sollecitazioni provenienti dal mercato del credito.

La caduta del livello dei profitti e l'avversione dei privati per l'acquisto di azioni hanno reso infatti il ricorso al credito delle banche e degli istituti speciali il canale prevalente di copertura del fabbisogno per investimenti: la quota di debiti nei bilanci delle imprese, comprendendo quelle quotate e quelle non quotate, le pubbliche e le private, è passato dal 60 per cento a metà degli anni '60 all'80 per cento circa a metà degli anni '70. Per le imprese quotate aventi grande dimensione il livello dei crediti è ancora più elevato, come pure più elevato risulta per le imprese pubbliche del settore industriale (90 per cento dei finanziamenti complessivi nel decennio 1966-75).

Ciò premesso, occorre tuttavia sottolineare che la disponibilità del capitale e il livello del suo costo occupano, in una situazione normale, una posizione subordinata fra le variabili che spiegano le decisioni di investimento, essendo quella principale occupata dai profitti attesi e dal grado di utilizzazione della capacità produttiva esistente.

Si riconosce cioè ai problemi della copertura finanziaria, in una situazione di equilibrate strutture finanziarie delle imprese, una

importanza secondaria sussistendo nel breve periodo un'elevata sostituibilità fra i diversi strumenti di finanziamento, e a quelli di parte reale, essenzialmente alle prospettive di profitto, un'importanza strategica. Peraltro nella situazione attuale, nella quale il forte aumento dell'indebitamento ha fatto crescere concretamente l'eventualità del fallimento delle imprese, i problemi del costo del capitale e delle forme di copertura finanziaria del fabbisogno per investimenti, sono diventati particolarmente delicati anche nel breve periodo.

Passerò ora al finanziamento degli investimenti e all'andamento dei profitti. Come è noto, il processo di accumulazione passa attraverso le fasi di aumento degli investimenti, aumento del debito — inizialmente nella forma di prefinanziamento a breve e poi di indebitamento a lungo termine — e aumento dei profitti. Quindi la situazione finanziaria dell'impresa, che risulta deteriorata nel periodo di avvio del programma d'investimento, torna in equilibrio man mano che le nuove iniziative entrano nel ciclo produttivo, per l'aumento del risparmio interno e per una maggiore raccolta di capitale di rischio sul mercato; nell'ipotesi di una sufficiente funzionalità di questo ultimo e di un'adeguata politica di dividendi.

La situazione rimane però squilibrata se gli investimenti non danno luogo, per problemi di gestione aziendale o per mutamenti inaspettati nel mercato, a un aumento nel flusso dei profitti e, di conseguenza, del risparmio interno. Il mercato finanziario, inoltre, quale conseguenza della situazione dell'impresa, nell'ipotesi che rifletta adeguatamente il mutamento di prospettive, non accresce l'offerta di capitale di rischio.

Nel primo caso il processo di accumulazione non incontra ostacoli di ordine finanziario e perciò, a parità di altre condizioni, continua; nel secondo evidentemente rallenta, cozzando contro ostacoli sia di natura reale che finanziaria.

Risulta di immediata evidenza che questa seconda esemplificazione rappresenta in modo adeguato la situazione delle imprese italiane negli ultimi anni. Il tasso di profitto,

misurato dal rapporto fra l'utile netto e i mezzi propri, per un gruppo di imprese manifatturiere comprese nel campione dell'indagine della Banca d'Italia, è passato dal 3 per cento negli anni 1963-69 all'1,7 per cento negli anni 1970-75. La flessione risulta in parte attenuata da questo tipo di rapporto per la diminuzione dell'importanza relativa dei mezzi propri rispetto alle passività totali. Un andamento del tutto simile presenta il rapporto fra il margine lordo e il fatturato, per le società comprese nell'indagine condotta da Mediobanca, che comprende un campione più numeroso di imprese (757 nel 1975): il rapporto fra il margine lordo e il fatturato è passato dal 6,5 per cento negli anni 1968-69 al 3 per cento circa negli anni 1970-75. In termini di risultato di esercizio lo stesso campione di imprese presenta una serie continua di perdite a partire dal 1970.

Alla riduzione del risparmio interno ha corrisposto una diminuzione del capitale raccolto sul mercato, di conseguenza la quota di mezzi propri delle imprese nell'accezione più ampia è passata dal 42 per cento delle passività finanziarie complessive alla fine del 1968 al 21 per cento alla fine del 1976; momentanei miglioramenti nel rapporto fra mezzi propri e indebitamento sono avvenuti negli anni 1972-73 in connessione con la concessione di agevolazioni fiscali sugli aumenti di capitale.

La connotazione negativa di questo andamento va individuata nel fatto che esso si è accompagnato ad un rallentamento del tasso di accumulazione. Il rapporto fra investimenti lordi e reddito nazionale è passato dal 20 per cento nel periodo 1970-73 al 18,5 per cento nell'ultimo triennio, collocandosi al livello più basso, fatta eccezione del Regno Unito, fra i paesi della Comunità economica europea. La flessione risulta più netta se il confronto viene instaurato sugli anni estremi del periodo sotto rassegna, essendo il rapporto passato dal 21,3 per cento nel 1970 al 17,4 per cento nel 1976 contro valori minimi superiori rispettivamente al 22 e al 20 per cento nei due anni negli altri paesi della CEE.

L'indicata caduta del risparmio interno, riflettendo quella dei profitti d'impresa e le incertezze sulle prospettive stesse di profitto, hanno negativamente influenzato i corsi delle azioni sul mercato italiano e accresciuto il costo del capitale di rischio.

Come ho già ricordato, avendo riguardo alle esigenze e alle scelte dell'impresa, il capitale di rischio e quello da indebitamento, sono legati nel lungo periodo dal rapporto di complementarietà, mentre nel breve può risultare prevalente il rapporto di succedaneità. Di questa succedaneità gli imprenditori italiani si sono ampiamente avvalsi e per periodi che vanno oltre il breve termine. Il consolidarsi di situazioni finanziarie caratterizzate da un equilibrio precario si è riflesso in una minore disponibilità, del mercato in generale e dei creditori in particolare, per ulteriori erogazioni di capitale tanto di partecipazione che di credito. L'indicatore più immediato di questa situazione è costituito dall'aumento del costo del credito in parte accentuato dalla pressione inflazionistica, tramite il quale si fa pressione sull'impresa perchè accresca il capitale di rischio.

La situazione debitoria attuale delle imprese italiane può, infatti, essere stimata al di là della fase in cui il ricorso all'indebitamento risulta favorevole, perchè abbassa il costo complessivo del capitale investito. Ciò si realizza, come è noto, per la natura di costo di gestione degli interessi pagati sul debito. Un ulteriore ricorso all'indebitamento provoca un aggravamento del rischio finanziario e di conseguenza un aumento sia del costo dell'indebitamento, sia di quello del capitale di rischio.

La possibilità di sostituire la riduzione dell'autofinanziamento con una maggiore raccolta di capitale di rischio sul mercato è risultata alquanto limitata. In realtà le due grandezze, autofinanziamento e raccolta di capitale sul mercato, sono strettamente correlate, perciò proprio quando l'esigenza di fare ricorso al mercato è stata più forte, il mercato si è mostrato meno disponibile a soddisfarla. Mentre l'alternativa fra il ricorso al debito e l'aumento di capitale sul mer-

cato segue la logica innanzi descritta, quella fra risparmio interno e aumento di capitale non appare una via percorribile, neppure nel breve periodo, per l'avversione del pubblico ad assumere rischi rilevanti.

Si è innescato un circolo vizioso che, influenzando l'orientamento generale dei risparmiatori, ha finito per penalizzare anche le imprese sane, che avrebbero potuto proficuamente realizzare i loro piani d'investimento se una maggiore funzionalità del mercato azionario avesse loro consentito di raccogliere il capitale necessario.

L'imperfezione del mercato, che rende incerta la raccolta di capitale e ne accresce il costo, non ha peraltro spinto le imprese italiane a privilegiare l'autofinanziamento rispetto alla distribuzione dei dividendi, per l'importanza quale segnalatore dei profitti che viene assegnato a questi ultimi: il rapporto fra dividendi distribuiti e azioni emesse è stato fino al 1973 più elevato per le grandi imprese italiane rispetto alle imprese tedesche e francesi. La caduta degli ultimi anni deve essere imputata a un pari andamento dei profitti piuttosto che a una loro diversa distribuzione. È caduto infatti tanto il rapporto dividendi/azioni emesse che quello fra risparmio interno e investimenti.

Dirò ora di alcuni aspetti che hanno influenzato negativamente il mercato azionario. Sul piano della funzionalità del mercato azionario alcuni passi avanti sono stati compiuti negli ultimi anni, sui quali non intendo soffermarmi essendo stati ricordati dagli esperti che in questa sede mi hanno preceduto. Purtroppo le esigenze di accrescere le entrate fiscali hanno condotto ad aumentare anzichè a ridurre la discriminazione fiscale sui dividendi azionari, in un periodo nel quale la forte ascesa dei tassi d'interesse per impieghi del risparmio a breve termine costituiva un motivo di allontanamento dall'investimento privato in azioni. L'esigenza di una maggiore neutralità fiscale rispetto ai diversi strumenti finanziari, viene però ormai riconosciuta a tutti i livelli e il Ministro delle finanze ha, come è noto, predisposto un provvedimento che tende a ridurre so-

stanzialmente la doppia imposizione sui dividendi.

Gli altri motivi di debolezza del mercato azionario e di sollecitazione al ricorso al debito possono essere indicati nella politica di allargamento del mercato obbligazionario perseguita negli anni '60 e nella diffusione dei circuiti finanziari privilegiati. Contemporaneamente alla riduzione del costo del debito, che ha influito sulla domanda di capitale perchè ha reso più conveniente per le imprese un maggior grado di indebitamento, hanno anche operato elementi di indebolimento dell'offerta. Innanzitutto la richiamata caduta del tasso di profitto delle imprese che ha interessato tutti i paesi industriali e in modo particolare l'Italia.

L'aumento del rischio industriale e di quello finanziario si sono concretizzati in ampie perdite a carico dei possessori di azioni. L'obiettivo dei risparmiatori privati, di massimizzare il reddito e di minimizzare il rischio, è stato quindi nell'investimento azionario completamente mancato. La distinzione della posizione del piccolo azionista, che per la modestia del capitale posseduto ha più le caratteristiche del creditore che quelle del partecipante all'impresa, da quella del grande azionista, il quale trae motivi di convenienza dal possesso azionario che vanno al di là del puro reddito delle azioni, non conduce a giudizi fra i due tipi di investitori sostanzialmente diversi da quelli finora formulati. La distinzione è però fondamentale ai fini degli ulteriori approfondimenti legislativi.

Se si assume, infatti, che i primi hanno maggiore interesse per i risultati realizzati, soprattutto per il reddito percepito, e i secondi tengono in maggior conto le prospettive di sviluppo dell'impresa, la valutazione attuale delle imprese quotate in Borsa, che fa il mercato, appare assai deludente per entrambe le categorie di azionisti.

Relativamente al problema delle opportunità alternative di finanziamento delle imprese, occorre sottolineare che l'esigenza di interventi a favore delle aree e dei settori meno sviluppati e che presentavano le maggiori diseconomie esterne, è stata nel corso

degli anni '60 e anche di recente ampiamente condivisa da quasi tutto l'arco delle forze politiche e dell'opinione pubblica; se mai, i rilievi hanno riguardato l'insufficienza di una politica di orientamento degli investimenti.

Un altro dato che bisogna prendere in esame — con cautela, anche se va inserito in questo tipo di problemi — è il fatto che la politica di incentivazione del credito adottata, necessaria per certi versi, ripropone l'esigenza della neutralità degli interventi agevolati rispetto agli strumenti di finanziamento utilizzati. In una situazione ottimale di mercato sono gli imprenditori a scegliere il tipo di finanziamento. Se, per altro verso, ragioni di politica generale richiedono un massiccio ricorso all'indebitamento, questo non deve farci riconoscere che le forme di incentivazione realizzate fundamentalmente per il ricorso al credito ordinario hanno contribuito a creare la situazione finanziaria distorta, delle imprese. Quindi al momento di trarre le conclusioni, in base ai dati di cui disporrete alla fine di questa indagine, è opportuno che affrontiate questo problema, perchè l'attuale tipo di incentivazione fa venire meno quella neutralità che l'imprenditore dovrebbe trovare all'esterno dell'impresa, rispetto agli strumenti di finanziamento utilizzati, siano essi l'indebitamento o l'aumento di capitale.

Circa le possibilità alternative d'investimento per i risparmiatori occorre ricordare che esse sono anche connesse con la copertura del crescente disavanzo del settore pubblico. La realizzazione dei piani pluriennali di intervento nell'economia — basti pensare a quelli dal primo « piano verde » in poi, al finanziamento delle pensioni nel 1968 — è stata resa possibile nel corso degli anni '60 con un maggior collocamento di titoli a lungo termine presso il pubblico, stimolato da un'attiva politica di stabilizzazione dei corsi dei titoli sul mercato secondario.

La riduzione del rischio di perdite in conto capitale ha portato ad accrescere la quota delle obbligazioni nel portafoglio delle famiglie, passata dal 15,5 per cento sulle consistenze nel 1963 al 18,6 per cento nel 1969.

Per contro, nello stesso periodo il valore delle azioni rispetto al totale delle attività finanziarie possedute dalle famiglie passava dal 23,7 per cento al 12,4. Questa riduzione si deve interamente attribuire alla cessione e alla mancanza di nuovi acquisti di azioni rispetto alle altre attività, essendo l'effetto della variazione del valore di mercato delle azioni possedute in tale periodo assai modesto.

Nel periodo più recente, le difficoltà attraversate dalla nostra economia, che hanno condotto ad un'alternanza delle politiche di controllo e di stimolo dell'attività economica, hanno consigliato una più flessibile politica dei tassi d'interesse, anche nel comparto a lungo termine. Di conseguenza, il pubblico ha trovato troppo rischiosi anche gli impieghi in obbligazioni e in titoli di Stato a lungo termine spostandosi verso i depositi e verso i titoli a breve termine.

La pressione della domanda di fondi degli operatori del settore pubblico, tenuto conto delle mutate preferenze del pubblico e degli intermediari, si è spostata nel comparto a breve termine. La sua dimensione è pressochè triplicata nel corso degli anni '70, rispetto agli anni '60.

Come negli anni '60 si era fatto ricorso alla politica di stabilizzazione dei corsi dei titoli per facilitare il finanziamento degli interventi pubblici, negli ultimi anni si è tentato di stimolare la propensione del pubblico verso la detenzione di attività finanziarie offrendo tassi d'interesse che consentano di neutralizzare gli effetti dell'inflazione sul capitale investito.

Ed ora toccherò una questione sulla quale vi siete soffermati nella seduta precedente. Il problema della riduzione del disavanzo del settore pubblico riveste, così un'importanza primaria per restituire maggiore elasticità e funzionalità ai mercati finanziari. Lungo questa direttrice il Governo si sta muovendo, avendo ridotto nel 1976 il disavanzo finanziario di alcuni punti rispetto al reddito nazionale e prevedendo ulteriori riduzioni per l'anno in corso.

In sintesi, il mercato dei capitali ha riflesso le distorsioni che si sono manifestate

negli ultimi anni nei conti delle imprese e del settore pubblico. Lo sforzo di intermediazione ad esso richiesto è stato particolarmente elevato e le pressioni della domanda di fondi sono state soddisfatte a prezzo però di distorsioni nei flussi finanziari e di un aumento del costo del capitale che hanno comportato l'attuale fragilità delle strutture finanziarie delle imprese e una certa precarietà nella copertura del disavanzo pubblico.

I problemi che ne emergono non possono verosimilmente essere appianati unicamente attraverso un miglioramento dei canali di finanziamento, a meno di attribuire l'attuale struttura e dimensione dell'indebitamento delle imprese soprattutto a una scarsa efficienza del mercato azionario. Nel caso contrario, che sembra più verosimile, occorre operare perchè l'attività di intermediazione e di trasformazione richiesta al mercato venga ridotta dalla ripresa della formazione del risparmio nei settori delle imprese e dell'operatore pubblico. Nello stesso tempo le premesse per un miglior funzionamento del mercato dei capitali poste in essere di recente dovrebbero produrre effetti positivi.

Partendo da quell'angolo visuale diverso di cui ho detto, riteniamo che un bilancio e una programmazione economica non possono non farsi carico di questo tipo di problemi, come non possono non farsi carico della funzionalità, dell'arricchimento di alcuni istituti, come la CONSOB, i cui rappresentanti avete già ascoltato in questa indagine. D'altra parte, non bisogna dimenticare anche quello sforzo legislativo che si sviluppò di fronte agli ostacoli ideologici nei confronti della cedolare secca, tutto quel processo di studi e di iniziative parlamentari in materia di processi di accumulazione di capitale, della sua destinazione alla spesa pubblica e al sistema produttivo, e in materia di regolamentazione delle società per azioni (oggi si parla di statuto di impresa). Gran parte di quello sforzo legislativo è stato accantonato ed è stato ripreso solo per la CONSOB. Anche il Ministro dell'industria ha parlato — in risposta al presidente della Confindustria — del cosiddetto statuto di impresa, ma si trat-

ta di una ripresa degli studi relativi alle società per azioni, dell'analisi delle iniziative in materia di processi di accumulazione di capitali.

Anche se un'economia di mercato è affidata alle scelte dei privati, una programmazione seria deve porsi il problema della spesa non solo per il settore della pubblica amministrazione ma anche per tutto il sistema finanziario che regge l'economia, deve quindi farsi anche carico della posizione delle imprese, i soggetti tipici di tale economia. Si impone, perciò un tipo di legislazione in questa materia, indipendentemente dalla situazione propria dell'istituto di cui vi state occupando; a prescindere, poi, dagli studi tipici dei ministeri direttamente responsabili, quelli del Ministero dell'industria, ad esempio. Anche il Ministero del bilancio ha avviato gli opportuni approfondimenti per la soluzione dei problemi esistenti in questo campo.

Ringrazio il Presidente per averci invitato a partecipare a questa indagine, riconoscendo così il ruolo che in questo settore può essere svolto dal Ministero del bilancio e della programmazione economica.

P R E S I D E N T E. Ringrazio, per il contributo dato alla nostra indagine, il ministro Morlino, che avevamo invitato appunto in quanto il mercato dei capitali è estremamente collegato a tutto il problema della programmazione.

P A N D O L F I, *ministro delle finanze*
Signor Presidente, onorevoli senatori, cercherò di recare un contributo a questa audizione disposta nell'ambito della indagine conoscitiva sul funzionamento delle Borse valori in Italia, ponendomi il più possibile nell'ambito dei problemi affidati alla competenza del Ministero delle finanze, problemi quindi di carattere tributario.

Dal punto di vista fiscale credo che due siano le questioni che debbono essere viste distintamente: una prima, minore questione, che chiamerei interna al funzionamento delle Borse, cioè interna al meccanismo di negoziazione dei titoli; la seconda, maggiore,

esterna, di carattere più generale, che riguarda il mercato in quanto tale, la sua diffusione e la sua espansione, l'affluenza di capitali verso questa forma di risparmio rispetto ad altre, in relazione alla disciplina di carattere tributario sugli utili delle società e sui dividendi percepiti dagli azionisti: in sostanza lo sviluppo del mercato azionario in quanto dipendente da questa variabile che è il sistema tributario.

La minore questione, che comunque credo meriti una qualche attenzione da parte della Commissione, in quanto interessata a conoscere il punto di vista del Ministro delle finanze, è quella dell'attuale regime tributario previsto per la negoziazione dei titoli. Le contrattazioni per contanti, a termine e di riporto che riguardano azioni, ma anche obbligazioni e titoli di analoga natura, contrattazioni fatte secondo l'uso di Borsa, sono soggette alla tassa sui contratti di Borsa. Il meccanismo dell'imposizione è per scaglioni di 100.000 lire per i contratti aventi per oggetto titoli, e si hanno aliquote diversificate a seconda del tipo di contratto, della durata, nonché anche delle persone che intervengono nelle operazioni, a seconda che si tratti di agenti, di istituti di credito o di contraenti diretti. Per quanto riguarda le modalità della riscossione, essa viene effettuata mediante l'uso di speciali foglietti bollati, integrati all'occorrenza con marche. Gli istituti di credito e gli agenti di cambio possono essere autorizzati — e il Ministro delle finanze firma spesso decreti di autorizzazione — a versare il tributo in modo virtuale, in base alla denuncia annuale sulle operazioni effettuate nell'anno precedente. Le norme in proposito risalgono al 1923 e sono state successivamente modificate sino alla legge n. 947 del 1964, che ha ridotto ad un quarto le aliquote preesistenti sulla negoziazione di azioni, obbligazioni e titoli di analoga natura fatta secondo gli usi di Borsa.

Credo che sia importante rilevare che complessivamente si tratta di una imposizione molto blanda. Le disposizioni per quanto riguarda l'accertamento sono le più permissive possibili, in quanto l'imponibile non è soggetto a rettifica dagli uffici finanziari:

disposizione che si giustifica con l'intento di non creare eccessive remore al mercato. Nel 1976 la tassa sui contratti di Borsa ha dato un gettito complessivo di 5,5 miliardi di lire: un valore, quindi, piuttosto modesto. Esistono però alcuni problemi circa la disciplina del tributo — molto remota nel tempo — la quale avrebbe bisogno di una operazione di semplificazione e di riordinamento, che dovrebbe avvenire secondo le linee del provvedimento che si sta elaborando in sede di Comunità economica europea, direttiva che avrà valore vincolante per gli Stati membri. Per dare qualche esempio in proposito, si tratta di disciplinare la doppia tassazione dei contratti stipulati in paesi diversi; di semplificare le tariffe stabilite per le aliquote dei contratti a termine e di riporto; di una migliore definizione dell'oggetto imponibile. Ponendo infatti a raffronto i diversi testi della nostra legislazione, si può riscontrare qualche indeterminatezza circa l'oggetto imponibile del tributo.

In sostanza, non mi pare che esistano da questo punto di vista degli ostacoli particolari allo sviluppo del mercato borsistico.

Vorrei ora aggiungere due parole per altri due tributi che potrebbero influenzare il mercato — l'imposta sulle successioni e donazioni e quella di registro — per concludere, però, che anche questi tributi non determinano apprezzabili difficoltà. In virtù del disposto del decreto n. 637 del 1972, che regola l'imposta sulle successioni e donazioni, le quotazioni di Borsa costituiscono la base per la determinazione del valore venale delle azioni, obbligazioni e altri titoli ammessi alla quotazione, quando siano trasferiti *mortis causa*.

Questa è una disposizione sulla quale non esistono contrasti. Vorrei, ricordare, infine, che potrebbe influire sullo sviluppo del mercato borsistico il tributo di registro. Ma a questo riguardo vorrei dire che la quotazione di Borsa non esercita alcuna influenza. Gli atti di negoziazione dei titoli sono regolati in base all'articolo 8 della tabella allegata B del decreto n. 634 del 1972, che è il decreto che ha modificato l'imposizione, sono soggetti al pagamento dell'imposta fissa per

cui non va determinata alcuna base imponibile all'effetto dell'imposizione di registro.

Per concludere su questa prima questione, che ho chiamato minore, del regime fiscale applicato al contratto, al trasferimento dei titoli, secondo gli usi di Borsa, vorrei dire che non esistono motivi di rilievo perchè si possa dedurre un qualche effetto negativo dal regime dell'imposizione sull'andamento del mercato borsistico.

Ovviamente, quando si apra il discorso sull'altra maggiore questione, cioè l'influenza del fattore tributario sull'alimentazione del mercato azionario, sulle preferenze, le cose stanno in maniera molto diversa, anche se un giudizio su questa parte deve essere circostanziato, meditato. Si tratta di materia che tratta molto da vicino la struttura del nostro ordinamento tributario, così com'è stata modificata in maniera molto ampia ed organica con la recente riforma; e quindi le indicazioni che si possono dare non possono essere avulse dalla coerenza dell'ordinamento tributario. Ciò rende complessa la questione perchè limita la libertà di movimento.

D'altra parte, noi abbiamo il dovere di mantenere il più possibile la coerenza dell'ordinamento tributario, ed è a questo criterio che si atterrà l'esposizione che mi accingo a fare su questa maggiore questione di carattere esterno. Intanto, vorrei toccare brevemente il punto che riguarda il ruolo che può essere assegnato, o che di fatto compete oggi, all'ordinamento tributario rispetto alle finalità che sono alla base dell'indagine conoscitiva che la Commissione sta svolgendo. A mio giudizio esiste il rischio, che dipende probabilmente dalla maggiore praticabilità dello strumento fiscale, di attribuire al fattore fiscale un'importanza eccessiva, cioè di sopravvalutare l'incidenza del fattore valutario. Il rischio esiste. E l'aver forse ceduto a questa tentazione nella valutazione degli strumenti adatti per rianimare il mercato azionario ha prodotto qualche delusione nel passato più recente. Vorrei ricordare, ad esempio, che quando, con l'articolo 20 del decreto-legge poi convertito nella legge 216 del 1974, si stabilì la reintroduzione delle ritenute a titolo di imposta sui dividendi azio-

nari, ci si immaginò un contraccolpo molto favorevole. Sappiamo che una misura pur così energica non ebbe gli effetti desiderati; come non hanno avuto gli effetti desiderati anche alcuni incentivi di carattere tributario che sono stati introdotti, sempre, per esempio, con la legge 216, agli articoli 14-15-16. Vorrei ricordare anche l'ulteriore agevolazione stabilita dalla legge n. 576 del 1975 per quanto riguarda la deducibilità dei dividendi. Si tratta di apprezzabili elementi di carattere tributario, ma possiamo dire che non ne sono derivati gli effetti desiderati.

Vorrei ricordare due elementi che concorrono con il fattore tributario, ma che hanno finito per avere una importanza predominante nel determinare le sorti degli investimenti azionari e lo svilupparsi della Borsa valori come mercato, come confluenza di domanda e offerta. Anzitutto vorrei ricordare le fonti alternative di finanziamento per le imprese all'esterno, che nel nostro attuale sistema hanno preso uno sviluppo enorme, per cui la fonte più classica dell'alimentazione delle imprese attraverso azioni ha finito per risultare progressivamente emarginata. Noi abbiamo teorizzato in Italia questa caratteristica del sistema di intermediazione finanziaria basato sui grandi istituti di credito speciale con la funzione di trasformare in prestiti a medio ed a lungo termine i depositi a breve presso il sistema bancario.

Ebbene, l'aver dato grande impulso al sistema degli istituti di credito, l'aver accompagnato questa struttura con disposizioni di carattere creditizio (come, ad esempio, il vincolo di portafoglio); l'aver stabilito anche qualche trattamento fiscale particolarmente favorevole per i depositi in conto corrente bancario e loro interessi; tutto questo ha concorso ovviamente a stabilire una tale preferenza e vantaggiosità reale nel sistema per questa fonte alternativa di finanziamento delle imprese, che è venuta ad assumere via via un carattere sempre più marginale la forma di alimentazione attraverso l'emissione di azioni e l'incremento del capitale di rischio. Quindi va posto l'accento su modificazioni che interessino questo regime di carattere più generale e strutturale. È chiaro che se

battiamo sempre la strada del credito agevolato, per usare un'espressione semplice, risulterà sempre più difficile spostare l'accento su fonti di finanziamento alternativo. È noto che le preferenze dei risparmiatori si indirizzano verso forme di investimento che hanno carattere di semplicità, di praticità e che l'acquisto di azioni non incontra molto favore.

Sono lieto di constatare che la Commissione, nel corso delle udienze che ha via via promosso, abbia potuto acquisire importanti elementi sia a livello di dottrina, sia da parte di autorità di Governo, come il Ministro del tesoro, il Ministro del bilancio e della programmazione economica, nonché del Governatore della Banca d'Italia.

C'è poi un secondo fattore che ha pure la sua importanza. È il regime civilistico in cui vengono inquadrati oggi le società per azioni. Ad esempio, è molto dibattuta anche all'estero la questione della natura e della destinazione delle informazioni contenute nei bilanci aziendali. Si discute se esse debbano avere una finalità interna alla società, dirette cioè ai soci, che devono essere tutelati da queste informazioni; oppure se l'informazione deve essere tale anche per i terzi utilizzatori e per i terzi acquirenti delle azioni. Ecco che la certificazione dei bilanci acquista una rilevanza tutta particolare. Si tratta di porre a disposizione dei terzi utilizzatori tutte le conoscenze più documentate sull'andamento della società che pone sul mercato le proprie azioni.

Sempre per quanto riguarda il regime civilistico, vorrei ricordare che ci sono questioni molto importanti per quanto riguarda il capitale minimo delle società per azioni. Anche in questo caso c'è un'operazione di pulizia da effettuare. Si tratta di espungere dal novero delle società per azioni quelle che oggi, anche per il livello assolutamente esiguo del capitale necessario per costituire una società per azioni, di tali società hanno soltanto il nome, ma non rispondono alle finalità che ad esse sono assegnate dal nostro codice civile. Questi motivi di carattere civilistico hanno una influenza importante. Anche il Parlamento quando svolse il lavoro

che condusse alla legge numero 216 non si limitò a trattare alcuni aspetti di carattere tributario, come previsto nel decreto portato in Parlamento, ma, sulla scorta di interessanti lavori predisposti precedentemente dalla Commissione Marchetti, estese la sua indagine anche a punti importanti di disciplina civilistica. Il lavoro deve essere necessariamente complesso e la parte tributaria, che pure è presente in misura notevole in questa materia, non può essere ritenuta parte dominante e concorrente in maniera molto seria alla sorte del mercato azionario.

Fatta questa precisazione, vorrei esporre brevemente le linee lungo le quali il Governo intende muoversi per far concorrere il regime tributario ad una rianimazione dell'investimento azionario e, conseguentemente, delle Borse.

Confermo alla Commissione che il Governo ha predisposto il testo di un disegno di legge che si intitola: « Modificazioni alla disciplina delle imposte sul reddito delle persone giuridiche e al regime tributario dei dividendi e altre norme in materia fiscale e societaria ». Questo disegno di legge è già stato illustrato dal Ministro delle finanze al Consiglio dei ministri. Vorrei a questo proposito ricordare che l'attuale Governo si è dato alcune regole di lavoro per lo svolgimento delle sedute del Consiglio dei ministri e non soltanto relativamente alla periodicità prefissata delle riunioni del Consiglio (tutte le settimane al venerdì) e alla puntualità dell'inizio delle sedute — queste sono cose che attengono al colore — ma anche per quanto riguarda la procedura con cui il Consiglio giunge all'approvazione di uno schema di disegno di legge. Per le questioni di importanza maggiore, per quelle che hanno un rilievo interdisciplinare, il Consiglio dei ministri svolge il suo esame in due tempi: prima ascolta la relazione del Ministro proponente su uno schema e procede ad un primo esame, mentre l'approvazione definitiva e l'atto formale con cui il Governo consegna al Parlamento il disegno di legge avvengono in una successiva seduta, anche perchè l'approntamento del disegno di legge da parte dei vari ministeri possa avvenire in una forma più

propria e venga indirizzato dalle indicazioni emerse nell'esame preliminare. Lo schema del disegno di legge cui ho accennato ha sostenuto la prima fase dell'esame, ma non la seconda, in quanto il Consiglio dei ministri, essendo stati portati in Parlamento anche altri disegni di legge che finiscono per interferire con questa materia (disegno di legge sulla riconversione industriale, ad esempio), ha ritenuto opportuno concedersi ancora un momento di riflessione prima di congedare il progetto. La mia opinione è che questo disegno di legge debba essere portato in Parlamento con una certa sollecitudine, perchè le Camere possano avere dinanzi quanto meno una ipotesi di lavoro seria, avvalorata dall'adesione del Governo; non si tratterebbe di un testo dogmatico, bensì di un testo su cui il Parlamento possa riflettere e magari perfezionarlo con il proprio contributo.

Illustrerò pertanto sinteticamente le principali linee di indirizzo dello schema, senza entrare nella più minuta struttura degli articoli; a questo non sarei nemmeno autorizzato, non essendo ancora il disegno di legge decisione formale del Governo.

Lo schema del disegno di legge ha un suo primo elemento importante nella scelta di un metodo particolare per la eliminazione di un fenomeno negativo sul quale più volte si è posto l'accento: la doppia percussione dell'imposta, prima sugli utili di una società e quindi sulla parte degli utili che viene distribuita sotto forma di dividendo, assumendo forma di reddito per l'azionista percipiente. Il fenomeno è noto; è stato ampiamente trattato in dottrina, è stato oggetto di revisione legislativa negli altri paesi, in modo particolare nei paesi della Comunità economica europea, ed è stato oggetto di molta attenzione anche nei lavori legislativi del nostro paese. Una soluzione era stata presentata nel disegno di legge delega della riforma tributaria, segnatamente il disegno di legge 1639 (Atti della Camera, luglio 1969), presentato allora dal ministro Reale e che divenne la legge delega n. 825. Si trattava del cosiddetto credito di imposta (« avoir d'impôt », secondo la legge francese che

introdusse questo istituto). Il Parlamento, però, espunse questa parte dal testo della delega. Abbiamo di conseguenza oggi un sistema che vede procedere indipendentemente, e quindi con effetto di sovrapposizione, due forme di percussione, la tassazione degli utili delle società e la tassazione dell'azionista, sia esso persona fisica o giuridica. L'eliminazione di questa doppia percussione avrà un indubbio vantaggio per il contribuente azionista; mentre per quanto riguarda le società finanziarie che hanno per oggetto istituzionale la gestione di titoli, la mancanza di un qualche correttivo avrebbe finito praticamente per rendere impossibile l'esplicazione di questo loro compito.

L'opinione del Governo è che debba essere ripreso il meccanismo del credito d'imposta. Di tale meccanismo molto si parla, ma — devo dire — esso non è molto conosciuto. Ad esempio, si dice che sia macchinoso (il senatore Aletti mi ha rivolto in proposito una domanda per iscritto) e che abbia particolari difficoltà applicative. E invece di una semplicità estrema e anche per quanto riguarda il meccanismo di calcolo non dà preoccupazioni, al contrario, invece, di altri aspetti della nostra legislazione. A parte alcuni sistemi stranieri (la rivista *Fortune* ha definito il sistema americano « oltraggiosamente complicato »), sotto questo profilo le nostre preoccupazioni sono rivolte ad altre questioni: il sistema delle deduzioni, per esempio, crea problemi di macchinosità sia per quanto si riferisce alla documentazione che per la configurazione del modulo di dichiarazione. Invece il sistema del credito d'imposta è elementare. Faccio un esempio: supponiamo che un contribuente abbia 10 milioni di reddito da altre fonti e 10 milioni da dividendi, reddito imponibile complessivo 20 milioni. Si stabilisce una percentuale di credito d'imposta sul reddito da dividendi (10 milioni): quindi, se il credito è del 30 per cento, tre milioni, che si aggiungono al reddito complessivo. Sul totale (23 milioni) si applica l'imposta e poi si scomputa il credito (tre milioni). Quindi, dal punto di vista teorico della disciplina impositiva, il credito d'impo-

sta, se è stabilito nella misura pari all'ali quota dell'imposta sul reddito delle persone giuridiche, ha effetto di sollievo totale, salva la imposizione che scatta sulla maggiorazione di imponibile pari al credito d'imposta (cioè su tre milioni). Non ci sono, ripeto, inconvenienti di macchinosità.

Si dice anche che il sistema del credito d'imposta ha effetti negativi per quanto riguarda la questione della nominatività dei titoli azionari. Certo la questione ha una lunga tradizione anche pubblicistica nel nostro paese, ma vorrei sottolineare un particolare: che l'attuale nostro ordinamento prevede che in sede di accertamento spetti al contribuente dare la prova dei redditi esenti, tutte le volte che sia necessario confrontare, ad esempio, una capacità reddituale desunta da elementi di fatto certi, con la modestia della imposizione evidenziata attraverso la dichiarazione. In tutti i paesi progrediti è interesse del contribuente dimostrare le proprie fonti di reddito; in qualche paese far conoscere tale posizione è addirittura elemento promozionale. Quindi la manifestazione della propria capacità reddituale in termini più analitici di quanto non accada con un regime di imposizione non nominativo non rappresenta generalmente negli altri paesi un ostacolo alla preferenza del risparmiatore per l'investimento azionario. Comunque la questione è aperta, ma c'è, come ho detto, almeno un fatto che limita la forza di questa argomentazione contro il credito d'imposta. Tale sistema è già sperimentato in altri paesi (anche la Germania si avvicinerà a questo sistema), è stato oggetto di ampi studi in sede comunitaria (credo che in proposito si giungerà ad una elaborazione legislativa) ed è coerente con una certa evoluzione della legislazione comparata, in modo particolare della legislazione comunitaria. Ed è un sistema che ha dato frutti interessanti sul piano della preferenza per l'investimento azionario, anche se certamente non può essere ritenuto capace da solo — per le ragioni più generali esposte — di risolvere i problemi evidenziati.

È un sistema che è coerente con il nostro ordinamento tributario. Perché non altera la linea generale del sistema, non altera la

imposizione sul reddito delle persone giuridiche. La mia opinione personale è che il vantaggio per il contribuente sia molto forte. Il Parlamento abbandonò il sistema del credito d'imposta perchè per redditi da dividendi fino a 10 milioni poteva essere frenante il caso del credito di imposta finale, cioè di un rimborso. Quindi il Parlamento, in un certo senso, venne spaventato, vi fu qualche momento di sgomento davanti all'idea di un rimborso generalizzato. Devo dire che il credito di imposta agisce più direttamente sulla psicologia dell'azionista, a preferenza di altri sistemi che comportano invece un vantaggio psicologico per la società che percepisce gli utili. È un sistema classico che si rivolge direttamente alla posizione del contribuente in quanto tale, in quanto azionista, non tanto alla figura della persona giuridica. Questo è l'orientamento del Governo.

Riteniamo che si debba agire anche con qualche ulteriore norma che influenzi lo sviluppo del capitale di rischio sia dal lato della domanda sia dell'offerta di capitale di rischio. Dal lato della domanda di capitale di rischio — ecco il secondo punto del problema — ci si orienta verso la deducibilità delle somme impiegate per la sottoscrizione di azioni emesse a fronte di aumenti di capitale, almeno per un certo arco temporale; deducibilità di queste somme — inclusa tra queste somme anche quella impiegata per l'acquisto dei diritti di opzione — dal reddito imponibile ai fini dell'imposta sulle persone fisiche: e questa è una seconda forma agevolativa diretta e senza precedenti (con un limite fino ad una cifra X, che può essere di due milioni, di cinque milioni).

Abbiamo qui alcune scelte da fare perchè il *quantum* influenza da un lato il gettito e dall'altro lato influenza anche — qui l'influenza è tanto più positiva quanto maggiore è la quota ammessa alla deduzione — la propensione alla sottoscrizione di nuove azioni. Si ritiene di collegare questa disposizione ed eventuali altre norme che facilitino l'emissione di nuove azioni.

C'è poi una terza linea, che è diretta ad agevolare investimenti azionari dal lato del-

l'offerta. A questo riguardo, l'orientamento del Governo è per un'estensione del principio che venne opportunamente introdotto con l'articolo 13 della legge Visentini del 1975. L'articolo 13 della legge n. 576 stabilisce che nella determinazione del reddito imponibile di certe società che hanno emesso azioni di risparmio, i dividendi attribuiti alle azioni di risparmio sono deducibili fino alla concorrenza dell'ammontare corrispondente alla percentuale minima di remunerazione delle azioni, stabilita dalla legge n. 216. Si dovrebbe adesso, sulla scia di questo principio introdotto dall'articolo 13, estendere l'agevolazione nel senso che tutto l'ammontare dei dividendi, anche oltre il limite minimo fissato dalla legge n. 216, sia deducibile al fine dell'imposta sul reddito delle persone giuridiche per le società che hanno azioni di risparmio. So perfettamente che esistono qui molte controversie sulle ragioni che hanno determinato uno scarso successo, una scarsa appetibilità di questa forma di azioni istituita con la legge numero 216. Inviterei a riflettere che le azioni di risparmio, ove avessimo una rianimazione del mercato, sono un istituto tutt'altro che trascurabile, che ha un significato molto importante anche per quanto riguarda la famosa politica della nominatività. Le azioni di risparmio hanno anche un'estendibilità piuttosto ampia, che può arrivare fino alla metà del capitale sociale. Vi è il privilegio della remunerazione sicura. Una volta che si creasse una rianimazione complessiva del sistema, le azioni di risparmio non e che siano un elemento tanto marginale, tale cioè da non presentare elementi interessanti e concreti di vantaggio. È un istituto importante. Abbiamo ritenuto di orientarci verso un privilegio delle azioni di risparmio per la ragione che paiono al Governo uno strumento valido, nonostante il minor successo che ha accompagnato la loro istituzione.

C'è poi una quarta norma, una quarta linea direttrice, relativa alle azioni di risparmio. Si tratta di stabilire la ritenuta di imposta per le azioni di risparmio nella misura ulteriormente ridotta del 10 per cento. Le azioni di risparmio, in altre parole,

fruirebbero anche di un regime di cedolare secca, con un'aliquota che, secondo le intenzioni del Governo, in questo schema di provvedimento viene abbassata dal 15 per cento attuale al 10 per cento. Questa più o meno la linea del provvedimento. Vi sono poi alcuni altri articoli su cui si sta riflettendo anche in materia più strettamente civilistica, ma poichè non abbiamo stabilito con il Ministro di grazia e giustizia esattamente la portata di queste norme, preferisco non fare anticipazioni che sarebbero improprie a questo punto del nostro lavoro. Anche se io sono dell'avviso che sia meglio presentare in Parlamento un disegno di legge imperfetto e che debba quindi essere completato durante il dibattito parlamentare, piuttosto che rischiare di perdere tempo prezioso per completare minuziosamente il disegno di legge in ogni sua parte.

Vorrei soffermarmi ancora su un punto di cui si è già parlato: si dice che il regime fiscale deve essere neutro verso le forme di finanziamento. Con queste proposte, invece, si inverte il tipo di agevolazione esistente ora a vantaggio delle obbligazioni e dei depositi bancari o postali e si favorisce il possesso di azioni. In altre parole, oggi sono più vantaggiosi, dal punto di vista fiscale, il deposito in banca, i conti correnti bancari e postali; con questa nuova disciplina avremo un vantaggio netto per il percettore di dividendi rispetto al percettore di altri redditi. Si garantisce all'azionista, insomma, di recuperare quella parte di imposta che è già stata pagata dalla società.

Colgo l'occasione per invitare cortesemente questa Commissione del Senato a procedere con sollecitudine all'approvazione del disegno di legge per la nuova procedura automatizzata dei rimborsi, già approvato dall'altro ramo del Parlamento. È cura del Governo fare in modo che agli effetti che derivano dalla legislazione sia data concreta rilevanza pratica. Perchè se, ad esempio, il rimborso viene effettuato dopo molto tempo è chiaro che non ha alcun significato. Con il nuovo sistema il rimborso verrà prontamente effettuato con l'invio di un vaglia della Banca d'Italia. Spero che il disegno di legge possa essere approvato prima

del 30 giugno; in questo modo nel secondo semestre potremmo procedere a tutti i rimborsi per la dichiarazione dei redditi.

P R E S I D E N T E . Ringrazio il ministro Pandolfi anche per le anticipazioni che ha voluto fornirci su un provvedimento del quale durante questa indagine si è molto parlato. Non c'è stato tecnico intervenuto che non abbia fatto cenno a questo problema e all'importanza di una misura di carattere fiscale che elimini le remore esistenti nei confronti del mercato azionario e quindi dell'investimento in titoli di questo genere. Dichiaro ora aperto il dibattito.

P I N N A . Signor Presidente, onorevole Ministro, onorevoli colleghi. Nella precedente riunione abbiamo avuto il piacere di ascoltare le relazioni del Ministro del tesoro e del Governatore della Banca d'Italia in ordine all'indagine che questa Commissione va conducendo sul funzionamento delle Borse valori fin dalla scorsa legislatura.

Abbiamo appreso che « le misure adottate e quelle allo studio per restituire capacità di intermediazione al mercato azionario riguardano essenzialmente il campo della funzionalità del mercato stesso, le garanzie per gli investitori e il trattamento fiscale dei redditi azionari, ma tali misure non sarebbero di per sé sufficienti per far crescere stabilmente l'offerta del capitale di rischio, essendo questa fortemente dipendente dalle aspettative di profitto delle imprese ». Tali considerazioni ci trovano senz'altro consenzienti ed è proprio partendo da queste constatazioni che non possiamo non sottolineare che il capitale delle società quotate è passato dal 56 per cento del capitale societario complessivo a fine 1961 al 29 per cento a fine 1976.

A questo punto, avuto riguardo al forte indebitamento bancario delle imprese, alla forte caduta a partire dal 1970 del tasso di profitto, al fatto che le azioni sul mercato risultano scarsamente appetibili, chiedo cortesemente al Ministro delle finanze, nella convinzione che in questi ultimi giorni la Borsa ha segnato i minimi storici, se non ritenga urgente — tra le altre misure che

6ª COMMISSIONE

7° RESOCONTO STEN. (18 maggio 1977)

si riterranno opportune — predisporre un disegno di legge che eviti la doppia tassazione dei dividendi azionari nella convinzione che la conversione in legge del decreto legge 10 ottobre 1976, n. 694, recante elevazione della misura della ritenuta a titolo di imposta dal 30 al 50 per cento sugli utili distribuiti dalle società, abbia dato scarsi risultati, atteso che una gran parte dei titoli quotati sui listini delle Borse valori non hanno dato dividendi agli azionisti. Il Ministro ha testè riferito sull'intendimento del Governo di presentare quanto prima un disegno di legge organico che si muove in questa direzione.

Ma sarebbe anche in questa circostanza quanto mai opportuno, a nostro giudizio, semprechè fosse possibile, e per un più compiuto giudizio sull'accennato provvedimento, sapere quali siano state le entrate fiscali in relazione a quel provvedimento di cui tanto si è discusso nell'altro e in questo ramo del Parlamento in occasione dell'aumento dal 30 al 50 per cento della cedolare secca.

Il provvedimento del Governo, si affermava da più parti, interveniva sul prelievo fiscale per questioni di giustizia perequativa ma esso si è riflesso negativamente sul mercato azionario, atteso che, come dimostreremo più avanti, le misure dirette a promuovere l'allocazione del risparmio verso il capitale di rischio con l'introduzione della cedolare secca hanno conseguito scarsi risultati.

Le disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari sono intervenute con notevole ritardo con la legge 7 giugno 1974, n. 216, quando il cosiddetto « parco nuovi », come si dice in termini spregiativi, vale a dire tutti i piccoli azionisti, erano in larga misura già scappati dal recinto, quanto non hanno subito le gravi conseguenze della tempesta speculativa che ha sconvolto il mercato azionario e mandato in rovina il risparmio finalizzato al capitale di rischio.

Consequentemente, i ritardi di cui andavamo parlando e le stesse difficoltà che va incontrando la Commissione nazionale per le società e la Borsa nel suo iniziale funziona-

mento sono quanto mai indicativi per comprendere l'origine della crisi del mercato mobiliare.

E proprio la settimana scorsa, attraverso l'audizione del professor Miconi, abbiamo appreso quanto sia difficile tale decollo, a meno che i ministri interessati non si decidano a concedere i funzionari necessari per dare l'avvio a questo ente, voluto dal Parlamento.

Vediamo in che si sono andati precisando gli ambiti entro i quali doveva agire la ritenuta d'acconto o di imposta sugli utili distribuiti da società.

Con il decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 598, veniva precisata la istituzione e la disciplina dell'imposta sul reddito delle persone giuridiche, il cui presupposto è fondato sul possesso dei redditi, in denaro o in natura continuativi od occasionali, provenienti da qualsiasi fonte.

Si perviene succesivamente alle « disposizioni comuni in materia di accertamenti delle imposte sui redditi » (articolo 27 del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600) e al decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, sulle « disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari », nel quale viene fissata la ritenuta sugli utili distribuiti dalle società, avanti precisate, all'atto della riscossione nella misura del 30 per cento a titolo di imposta anche sugli utili spettanti alle persone fisiche residenti nel territorio dello Stato.

Appare evidente che la citata normativa, introdotta per facilitare il flusso del risparmio verso il capitale di rischio, si è rivelata del tutto insufficiente, atteso che, come è stato da più parti riferito, la propensione ad una efficace allocazione del risparmio delle famiglie tende verso i depositi bancari e segnatamente verso i buoni del tesoro, in assenza di altri investimenti meno rischiosi e più convenienti.

In questo senso, occorre dirlo, la legislazione citata non si può dire abbia favorito il flusso del risparmio verso il capitale azionario, essendo state ampiamente trascurate le esperienze degli altri paesi, la evoluzio-

ne legislativa, le trasformazioni avvenute nei principali mercati borsistici, gli stessi importanti contributi provenienti dal Congresso mondiale sulle Borse valori, svoltosi a Milano nel 1972.

È stato detto, nell'altro ramo del Parlamento, che il Governo sarebbe anche disponibile a rivedere la normativa generale sull'imposizione societaria, azionaria, obbligazionaria per modo che, sotto il profilo dell'adeguamento della nostra legislazione alla normativa comunitaria, non si stravolga il mercato azionario. Questo problema risulta urgente se si tiene conto dei ricordati apporti del Convegno mondiale sulle Borse valori.

Il Ministro, nell'illustrare le linee di indirizzo di uno schema di disegno di legge ha confermato l'intendimento di eliminare la doppia imposizione e di riprendere il meccanismo del credito di imposta; provvedimento che dovrebbe contribuire alla rivitalizzazione del mercato azionario, assieme alla nuova normativa sul meccanismo di negoziazione dei titoli ed alla minore questione del regime fiscale sui contratti di Borsa. Tale provvedimento, assieme ad altri, deve essere adottato quanto prima.

Contrariamente, l'indebitamento delle aziende si aggraverà ancora di più in relazione al maggior costo del danaro, e l'industria italiana verrà mortificata sul piano concorrenziale con una maggiore dipendenza nei confronti del capitale bancario, e l'istituto borsistico diventerà solo un cadavere eccellente.

Anche su un altro problema desidero richiamare l'attenzione del signor Ministro per sapere se il Governo abbia in animo anche mediante nuovi poteri alla CONSOB di radiare e di sospendere dalla quotazione quei titoli (ben 48 se non ricordo male) che ormai da diversi anni non danno più dividendi agli azionisti. Tale normativa appare opportuno venga al più presto approntata se si vuole efficacemente tutelare il piccolo azionista o comunque il risparmio.

Mi pare infine che sarebbe ugualmente utile conoscere gli eventuali orientamenti del Governo circa la emanazione di una legge che disciplini la trattazione dei pacchet-

ti di controllo, trattazione che — come è noto — avviene generalmente al di fuori del mercato borsistico (per pacchetti di controllo intendo quelli che sono idonei ad ottenere il controllo di una società mediante il possesso diretto od indiretto, tramite società controllate od interposte persone della maggioranza delle azioni aventi diritto al voto nelle assemblee ordinarie o comunque, il possesso di un quantitativo di titoli che in aggiunta ad altri già posseduti consenta di esercitare una influenza dominante sulla società emittente).

Anche per quanto si riferisce — infine — alle società di certificazione occorre predisporre gli opportuni regolamenti che diano piena attuazione alla legge n. 216 per ottenere la trasparenza necessaria nei bilanci, senza la quale il risparmio non potrà certamente affluire verso il capitale di rischio.

Sarebbe opportuno conoscere l'opinione dei presenti sull'utilità o meno delle Borse valori e sulla possibilità che, invece, come da varie parti si sostiene, i mezzi finanziari per le industrie vengano rimediati attraverso le banche. In questo caso sarebbe utile conoscere in quale misura le banche forniscano credito verso il capitale di rischio e in che modo, attraverso quali strumenti persuasivi, indichino ai loro clienti l'investimento nel capitale di rischio.

Come è noto, la Commissione nazionale per le società e la Borsa, che dovrà durare in carica cinque anni, ha tra l'altro il compito, nel nuovo regime civilistico ricordato dal Ministro, in base all'articolo 2425-bis del codice civile, di accertare il conto dei profitti e delle perdite; può chiedere alle società quotate in Borsa i ricavi ed i costi imputati all'esercizio e, per quanto si riferisce specificamente ai profitti: 1) i ricavi delle vendite e delle prestazioni raggruppati per categorie omogenee; 2) i proventi degli investimenti immobiliari; 3) i dividendi delle partecipazioni in società controllate e collegate; 4) i dividendi delle partecipazioni in altre società; 5) gli interessi dei titoli a reddito fisso; 6) gli interessi dei crediti verso le banche; 7) gli interessi dei crediti verso società controllate e collegate; 8) gli interessi di crediti verso la clientela; 9) gli

interessi di altri crediti; 10) le plusvalenze derivanti dall'alienazione di beni non computabili fra i ricavi di cui al numero 1).

Ancora, può chiedere di sapere gli incrementi degli impianti e di altri beni per lavori interni, i proventi e i ricavi diversi da quelli indicati nei numeri precedenti e le sopravvenienze attive. Infine, le rimanenze finali di materie prime, semilavorati, prodotti finiti e merci.

Si apre così un ampio ventaglio sull'insieme del quale la CONSOB può esercitare un controllo che dovrebbe alla fine comportare quella « trasparenza » richiesta onde poter valutare veramente su quali fondamentali si basino i titoli quotati in Borsa e quindi consentire un riavvicinamento del risparmiatore verso il capitale di rischio ed una rivitalizzazione della Borsa.

Ora sarebbe opportuno conoscere il parere dei presenti su questo nuovo strumento, sulla sua validità per i fini che si prefigge, sulle ragioni per le quali ancora non riesce ad affermarsi, sugli ostacoli che si frappongono ad una compiuta elaborazione di tutta una strategia che, a quanto abbiamo appreso, la CONSOB ha in linea generale; su come deve muoversi, sull'ambiente che deve sottoporre più direttamente al controllo, a simiglianza di quanto fanno altri organismi di controllo sia negli USA che in Francia, per chiarire sia al Parlamento che al paese la nuova volontà politica che si va manifestando e che dovrebbe essere pregnante, dal momento che con la creazione della CONSOB si è inteso appunto mettere ordine nel mercato borsistico e, perchè no?, anche nelle società per azioni.

Io vorrei chiedere alla cortesia del Ministro qualche informazione relativamente all'approntamento del decreto per l'organizzazione delle società di certificazione. Si tratta di un traguardo molto importante al fine di indicare la possibilità nuova che può anche aprirsi per il piccolo risparmiatore il quale ha in animo di ritornare al capitale di rischio. Dico questo perchè ogni anno, in sede di consuntivo, si formulano auspici per una rivitalizzazione del mercato borsistico ma amaramente si deve constatare che un'altra fetta dei risparmi è andata in fumo.

Abbiamo visto la perdita del 17,2 per cento subita mediamente dalla quota azionaria nel 1970, alla quale si aggiunge un altro 18,5 per cento del 1971 per poi andare via via verso il piano inclinato pericoloso di questi ultimi anni.

Siamo così giunti a minimi « storici », cioè a dire a prezzi mai sognati in passato, ed è quindi palese la crisi del nostro mercato azionario.

Taluni azionisti — perchè non dirlo? — hanno avuto nell'arco di questi ultimi anni la sensazione che i loro titoli stessero per divenire poco più che semplici pezzi di carta, a causa del valore delle azioni che si sviliva a vista d'occhio.

Non ci sfuggono alcuni avvenimenti di carattere internazionale che hanno rappresentato un vero e proprio terremoto, quali, ad esempio, la fluttuazione del marco tedesco e del fiorino olandese, la rivalutazione del franco svizzero e dello scellino austriaco, mentre Francia e Italia mantenevano la linea precedente nei confronti del dollaro.

Vi sono, poi, da considerare i provvedimenti di Nixon per la difesa del dollaro che hanno portato, come i colleghi ricorderanno, alla sospensione della convertibilità del dollaro in oro e ad una sovratassa del 10 per cento sulle importazioni USA.

Si è altresì verificato il fenomeno della improvvisa notorietà di titoli che nel listino azionario avevano sempre occupato un posto di secondo piano e, per contro, il declassamento di titoli di antico prestigio, col risultato noto che alcune aziende primarie non sono state in grado di remunerare il capitale; altre hanno invece dovuto ricorrere, in tutto o in parte, alle riserve.

Si comprenderà, anche a seguito del clamoroso dissesto dell'agente di cambio veneziano Attilio Marzollo e l'insolvenza di qualche altro agente, che ha scosso la Borsa dalle fondamenta, quale sia stato lo stato d'animo che si è determinato all'interno del piccolo risparmiatore.

Ho fatto questa breve premessa su alcuni fenomeni del nostro mercato azionario per conoscere dalla cortesia del ministro Morlino, se non oggi, prossimamente, comunque prima che si concluda la presente

6^a COMMISSIONE

7° RESOCONTO STEN. (18 maggio 1977)

indagine sulla Borsa valori, quali sono le società a partecipazione statale quotate in Borsa che hanno il capitale più diffuso dal punto di vista azionario; quale sia la quota di autofinanziamento di queste società; in quale misura ricorrono al capitale di rischio per i programmi di sviluppo; quali siano i riflessi sulle attività delle partecipazioni statali di un mercato sempre più ristretto e cosa pensa sulla funzionalità della Borsa e quali possibili alternative possono esserci per ottenere la provvista di capitale soddisfacente allo sviluppo economico delle aziende a partecipazione statale.

Termino — non voglio tediare ulteriormente i colleghi — chiedendo alla cortesia del ministro Morlino se e in quale misura risulti vera la notizia secondo la quale, fra quattro mesi, la S.p.A. « Condotte » subirebbe un processo di privatizzazione.

GRASSINI. Vorrei anzitutto ringraziare i ministri Morlino e Pandolfi per l'ampia esposizione che ci hanno fatto e vorrei sottolineare che sono perfettamente d'accordo con ambedue quando hanno richiamato l'attenzione sulla circostanza che prima della Borsa vi è, ahimè, la redditività dell'impresa.

A tale proposito, proprio in questi giorni, facendo un artigianale studio sui dati di ricerca e di sviluppo, prendendo le 40 società industriali private i cui bilanci sono singolarmente analizzati da « R e S », è venuto fuori che il *cash flow* lordo (cioè, l'ammontare degli investimenti più gli oneri fiscali e finanziari, più, o meno, gli utili o perdite dedotta la capitalizzazione) rispetto all'attivo netto delle società aveva dei valori che, se non ricordo male — non ho qui i dati — grosso modo erano di poco superiori al 10 per cento nel 1974 e decisamente inferiori allo stesso 10 per cento nel 1975. Se in questi ultimi anni si toglie la « FIAT », si scende al 6 per cento. Se tale è la situazione, non è più un problema di distinzione fra capitale proprio e capitale di terzi, ma un problema di utilizzo efficiente delle risorse.

Tutto questo per dire che il problema di fondo non lo possiamo risolvere noi. Cio-

nonostante, mi sembra che sia da riproporre al Ministro del bilancio una domanda che ha avuto scarso accoglimento in precedenti audizioni forse perchè il Ministro del tesoro e il Governatore della Banca d'Italia hanno necessariamente una visione più ristretta che non il Ministro del bilancio e della programmazione economica.

MORLINO, ministro del bilancio e della programmazione economica. Ogni Ministro ha una visione ampia.

GRASSINI. Ampia, sì, ma nel suo settore. Credo che se un ministro deve avere una visione ampia, questi è certamente il Ministro del bilancio e della programmazione economica.

Ritengo che in questa situazione, se noi vogliamo dar modo di respirare alla Borsa, ma prima ancora alle imprese, (oltre al sottoscritto anche il collega Visentini l'ha sostenuto) si ponga urgentemente il problema della riduzione dei tassi di interesse *tout court*. Credo che tale problema abbia riflessi diretti sul bilancio dello Stato. Se vogliamo rispettare il famoso *plafond* del Fondo monetario internazionale, penso che sia questa una delle poche voci agibili. Pertanto, alla luce di quanto detto, vorrei conoscere il parere dell'onorevole Ministro del bilancio, poichè mi sembra la prima premessa per riportare non dico l'efficienza, ma un miglioramento della situazione. Al riguardo polemizzerei a lungo, se non fossimo in sede di indagine conoscitiva, con il collega Pinna, il quale ritiene che tutto sia soltanto un fatto di leggi, mentre — ahimè — ho la sensazione che la realtà delle aziende non si faccia solo con le leggi, ma anche con la dialettica quotidiana delle forze sociali e dell'azione di Governo.

Anche se, come mi auguro, il provvedimento delineato stamane non subisse ulteriori ritardi, credo che resterebbe sempre una discriminazione a favore del capitale di credito, considerando un elemento che nelle attuali circostanze a me sembra di grande importanza: la liquidità.

Non per dissentire da lei, onorevole Ministro delle finanze, ma per stimolarla ul-

6ª COMMISSIONE

7º RESOCONTO STEN. (18 maggio 1977)

teriormente nella via molto lodevole intrapresa, volevo porre una modesta domanda e cioè se nell'ambito delle misure da lei opportunamente delineate non vi possa essere in qualche modo il pericolo che le imprese, per cercare di tener conto di questo miglioramento della condizione degli azionisti, non siano indotti ad accentuare la distribuzione di dividendi. È vero che tale distribuzione è il presupposto per l'afflusso di nuovo capitale, ma io mi domando, in termini molto interrogativi, se in una fase congiunturale così difficile come quella che attraversa in questo momento il paese non si potrebbe pensare a dare il credito d'imposta collegandolo direttamente a qualche altra forma di sottoscrizione che lo stesso Ministro ha illustrato quando ha detto di offrire a chi sottoscrive azioni qualche privilegio fiscale.

A N D R E A T T A . Oltre alle attività finanziarie che sono attualmente negoziate nella Borsa italiana, la funzionalità dei mercati creditizi è connessa anche alla possibilità di servirsi di altri strumenti di credito e già in questi ultimi due anni qualche tentativo è stato fatto. Non conosco i termini esatti del trattamento fiscale di tali attività finanziarie, tuttavia mi sembra che esse siano soggette all'imposta di bollo e quando si avessero degli sgravi, ad esempio, nel caso della carta commerciale a tre mesi, avremmo una incidenza sugli interessi che superano di gran lunga la imposta sostitutiva sugli interessi bancari. Io credo che nella fase che si apre, in cui esiste necessariamente un divario tra tassi attivi e passivi bancari — fino a quando si manterrà il *plafond* creditizio — il collocare direttamente sul mercato titoli rappresentativi del credito possa essere un elemento non marginale di concorrenza rispetto al sistema bancario. Dovrebbe, quindi, essere studiata la possibilità di un adeguamento del trattamento fiscale e di eliminare una legislazione che non aveva in mente un più largo uso della carta commerciale portata sui mercati finanziari in maniera che non si creino ostacoli alla negoziazione e all'affermazione di titoli di questo tipo.

Sulle dichiarazioni del ministro Pandolfi vorrei dei chiarimenti. La deducibilità dei dividendi pagati sulle azioni di risparmio si cumula o meno con il credito d'imposta? Qual è il vantaggio rispetto al regime generale del credito di imposta?

P A N D O L F I , *ministro delle finanze*
Vi è una riduzione al 10 per cento.

V I S E N T I N I . Se non viene pagata un'imposta da parte della società non si può avere un credito di un'imposta che non è stata pagata, perchè viene meno la duplicazione.

A N D R E A T T A . Certo! Ma nel regime normale la società paga il 30 per cento; questo 30 per cento viene rimborsato al portatore dell'azione...

V I S E N T I N I . Viene dedotto il dividendo dell'azione di risparmio, come è stabilito attualmente. Non paga, quindi, il 30 per cento.

A N D R E A T T A . Volevo capire la differenza tra questo regime ed il regime generale in termini quantitativi, cioè se essa è così forte da richiedere l'introduzione di un'ulteriore agevolazione. Nel momento in cui concediamo il credito d'imposta non so se sia opportuno introdurre queste deduzioni.

V I S E N T I N I . Ma queste azioni sono al portatore e quindi hanno la cedolare secca.

A N D R E A T T A . Vorrei conoscere anche gli orientamenti delle altre legislazioni europee in sede di trattamento dei titoli a reddito fisso e le differenze che esistono con il nostro trattamento degli interessi sui depositi e sulle obbligazioni come elemento di costo-opportunità, come elemento di vantaggio competitivo rispetto agli investimenti azionari.

Sul premio fiscale da introdurre per coloro che investono in nuove azioni il Ministro ci ha dato semplicemente il principio

6ª COMMISSIONE

7° RESOCONTO STEN. (18 maggio 1977)

direttivo; non ci ha dato elementi per poterlo apprezzare in concreto. Ma immagino che le somme cui si riferisce questa agevolazione debbano essere necessariamente limitate.

P A N D O L F I , ministro delle finanze
E esatto.

A N D R E A T T A . Mi domando, allora, se la tecnica con cui s'intende procedere, quella della deducibilità, non porti un beneficio relativamente modesto per i maggiori azionisti, per i maggiori contribuenti che investono quote relativamente modeste del loro reddito ed un costo piuttosto rilevante per l'amministrazione finanziaria e se non fosse possibile immaginare di ottenere, con lo stesso ammontare di finanza pubblica, risultati più incentivanti nell'acquisto azionario, con un calcolo, naturalmente, di ciò che il fisco perde e guadagna; tenuto conto che in questo modo si incentivano nuove emissioni azionarie e che queste ultime hanno per il fisco un vantaggio maggiore di un indebitamento mediante mutui o aperture di credito bancarie. Ritengo che facendo un calcolo dei costi-benefici il risultato per il fisco sia pari. Il vantaggio, quindi, di promuovere le emissioni azionarie, ad un certo livello di aliquota, corrisponde alle minori entrate cui il fisco rinuncia per l'introduzione di questo premio.

Mi domando, tuttavia, se esso non potesse essere configurato in maniera tale da essere maggiormente incentivante, specie sul minore risparmio. Temo che sul minore risparmio, dove le aliquote marginali possono essere del 20-25 per cento, questo premio possa non essere sufficientemente incentivante e temo che avremo una certa discriminazione, un certo carattere regressivo che esso finirebbe con l'assumere, invece, nei confronti dei maggiori azionisti.

Chiedo anche come sul piano amministrativo si possa garantire che questo non costituisca un risparmio investito e disinvestito, e quindi che ogni anno non ci si trovi di fronte alla stessa quantità di mezzi che circolano e che ottengono il vantaggio fiscale.

Vorrei chiedere anch'io al ministro Morlino se non senta che lo strumento di redistribuzione a danno dei profitti, in questi ultimi anni che hanno visto cadere i profitti in Italia con una velocità molto maggiore che in altri paesi, non sia stata la politica monetaria non programmata. Cioè credo che una politica monetaria meno soggetta a decisioni erratiche avrebbe permesso, qualunque fosse stata la politica salariale, il trasferimento sui prezzi dei maggiori oneri di lavoro. Credo che realmente non sono stati i sindacati i soggetti della redistribuzione del reddito in questi anni. I sindacati hanno avuto la funzione di mosche-cocchiere; in realtà il grosso della redistribuzione del reddito a danno dei profitti è dovuto ai quattro periodi di restrizione monetaria che hanno caratterizzato dal 1969 ad oggi la gestione della politica economica e che hanno determinato lo schiacciamento dei margini di profitto.

Nota che il ministro Morlino ha rinunciato ad antiche pretese della sua amministrazione ad usare lo strumento del mercato borsistico come mezzo di programmazione economica. Mi pare giusto insistere per avere una conferma, ma ritengo che il suo silenzio su questo piano sia molto rassicurante.

Da ultimo — ma non vorrei qui aprire una disputa forse inutile —, mi domando se le dichiarazioni sull'intenzione di ridurre rapidamente il *deficit* della pubblica amministrazione non siano in qualche modo contraddittorie con l'obiettivo, che egli ha detto importante, di garantire un aggiustamento dei margini di profittabilità delle imprese italiane.

Vorrei ricordare che nel passaggio da governi laburisti a governi conservatori, nell'Inghilterra del 1952 — mi pare — si ebbe una profonda inversione della finanza pubblica con un grosso *surplus* di bilancio dei governi laburisti ed una politica di *defici* dei governi conservatori. L'effetto fu un notevole aumento della profittabilità delle *corporations* dell'economia inglese. E l'interpretazione di economisti di diversa origine era che questo fosse dovuto all'eliminazione dell'elemento di deflazione, di contenimento rappresentato dai *surplus* del bilancio precedente.

Ora, su questo piano credo che nessuno di noi ritenga che sia irrilevante un contenimento dei *deficit* e ritengo che i tempi di questo contenimento debbano essere attentamente analizzati. Di fronte agli investimenti vi sono risparmi degli operatori: estero, famiglie, pubblica amministrazione e imprese. È chiaro che questi saldi devono uguagliare a zero, ed è chiaro, quindi, che una riduzione troppo rapida del *deficit* della pubblica amministrazione si rovescia sia sul *deficit* esterno e questo è un risultato voluto, e sia sui *surplus* o, in questo caso, sui *deficit* del settore imprese. Inoltre, a parità di investimenti, deprime i *surplus* o aumenta i *deficit* del settore imprese.

Credo, quindi, che anche su questo piano il Ministro del bilancio, in una valutazione non aziendalistica della finanza pubblica, deve tener conto che esistono tempi in cui le manovre di stabilizzazione si realizzano, perchè, altrimenti, temo che si avrebbe proprio l'effetto sulla variabile che stiamo analizzando.

A L E T T I. Signor Presidente, le mie domande, redatte per iscritto, sono già state da me consegnate agli onorevoli Ministri, ma desidero richiamare l'attenzione del ministro Morlino sull'opportunità di dedicare, in sede di pianificazione, una maggiore importanza alla ristrutturazione finanziaria e non riservarla solo alla ristrutturazione industriale.

Devo porre l'accento sulla « riprivatizzazione » delle aree pubbliche per aumentare il grado di efficienza economica delle stesse. L'espansione dell'area pubblica ha sulla coscienza — diciamo così — chiaramente — le difficoltà di molte aziende private.

Inoltre, una politica « garantistica », che è stata seguita dallo Stato in tutti questi anni, ha un po' la responsabilità del superindebitamento delle imprese ed ha influito sulla pericolosissima esposizione delle banche nel finanziamento delle imprese; ha condotto molte aziende ad un punto di « non ritorno », ad una condizione d'impossibilità di rimborso dei debiti contratti. Vi è un orientamento che si sta sviluppando in Germania, ma che si sta velocemente diffondendo in Europa, per un rapido riequilibrio

tra mezzi propri e indebitamento. Bisognerà studiare, quindi, un qualche cosa che renda invalicabile un certo limite tra mezzi propri e indebitamento.

Al ministro Pandolfi vorrei ricordare (sono cose, del resto, a lui ben note) che attualmente vi sono 124 mila miliardi di depositi bancari, 23 mila miliardi di buoni ordinari del tesoro, 55 mila miliardi di obbligazioni e 17 mila miliardi di depositi postali. Il totale è mastodontico ed il trattamento fiscale è differenziato: va dal 10 per cento delle obbligazioni convertibili al 15 per cento delle azioni di risparmio, al 16 per cento del deposito postale e dei depositi bancari, a nessuna imposizione per i buoni ordinari del tesoro e per i titoli di Stato. Questo discorso si riallaccia all'opportunità non dell'introduzione di un incentivo ma dell'eliminazione della penalizzazione alla quale è stata soggetto, finora, l'investimento azionario.

Non voglio sembrare al ministro Pandolfi un « Bastian contrario », come diciamo a Milano, un uomo con molto spirito di contraddizione perchè, dopo aver sostenuto a fondo l'opportunità di adeguarci al trattamento del credito di imposta già in uso in tutti i paesi della Comunità europea, faccio adesso una piccola riflessione su questa materia, che mi è dettata proprio dalla prudenza e dalla convenienza di non introdurre norme in un momento sbagliato (perchè è il momento sbagliato; non sono le norme ad essere sbagliate), che potrebbero non dare quei vantaggi sperati — e questo sarebbe il meno — ma provocare dei danni non previsti — e questo sarebbe grave —. Un sistema di credito d'imposta morale, ineccepibile, equilibrante, presuppone, prima di tutto, un funzionamento ineccepibile dell'intero apparato fiscale verso il quale sappiamo quanta fatica lei ed il suo predecessore hanno dedicato.

Però, onestamente, nè lei, nè il suo predecessore, nè tantomeno noi, possiamo affermare che tale obiettivo sia stato per ora raggiunto, nonostante gli sforzi ed i progressi verificatisi finora in questo campo. Occorre un periodo di rodaggio abbastanza lungo perchè l'introduzione del nuovo strumento possa dare i suoi frutti, e non avre-

6ª COMMISSIONE

7° RESOCONTO STEN. (18 maggio 1977)

mo quindi dei vantaggi immediati, mentre la situazione piuttosto drammatica (per usare un eufemismo), richiederebbe qualcosa che incentivasse immediatamente — o almeno nel breve termine — il capitale di rischio.

Bisogna anche tener conto della mancata diffusione di procedure contabili certe, nel nostro paese, la quale pone una seria ipoteca all'effettivo conseguimento degli obiettivi che l'introduzione del credito d'imposta si propone. Quest'ultimo produrrebbe gli effetti sperati, infatti, solo in presenza di un quadro economico ben preciso. Anzitutto, se la redditività delle imprese esistesse — cosa che è tutta da dimostrare — il sistema sarebbe applicabile; ma nella situazione reale attuale cosa possono rimborsare le imprese quando gli utili distribuiti, il più delle volte, non esistono? Si tratta quindi di un sistema che è particolarmente adatto ad essere introdotto in periodo di ripresa economica, non in periodo di crisi, per cui non è che siamo contrari ma riteniamo che non vada introdotto subito. In secondo luogo, potrebbe dare dei frutti se la struttura finanziaria fosse in grado di assicurare l'equilibrio finanziario alle società che, incrementando il rapporto di distribuzione degli utili, potrebbero riconvolgiare i dividendi verso le imprese attraverso la sottoscrizione di aumenti di capitale.

Il credito d'imposta, infine, presuppone che gli azionisti siano disposti a perdere il virtuale anonimato consentito dalla possibilità di optare per la « cedolare secca ». E questo è il punto più pratico, ma bisogna anche tener conto della realtà pratica del contesto verso il quale rivolgiamo le nostre proposte: ora quanto sopra presuppone una educazione civica ed economica che oggi, nel nostro paese, e ancora da completare. Noi abbiamo già sperato e creduto, a suo tempo, che la cedolare secca potesse dare dei vantaggi, ma in proposito devo dire che bisogna tener conto della mentalità del nostro pubblico. Ci arriverà col tempo, probabilmente, ma il grosso pubblico oggi non vuole la schedatura, non vuole essere individuato e magari preferisce altre forme di impiego, anche meno profittevoli, pur di mantenere l'anonimato. Pertanto un siste-

ma che eliminasse l'anonimato avrebbe un effetto negativo dal punto di vista psicologico e sarebbe interpretato dai risparmiatori come un ennesimo disincentivo all'investimento azionario. Tale reazione psicologica non è certo irrazionale, se si tiene conto del fatto che nel nostro paese esistono circa 218.000 miliardi anonimi, rintanati in depositi bancari, BOT, obbligazioni e depositi postali, mentre da anni ci si accanisce contro i 20.000 miliardi rappresentati dai titoli azionari.

Quando, onorevole ministro Pandolfi, ho parlato di una complessità del funzionamento, non mi riferisco certo a persone, come lei o noi, che abbiano una certa dimestichezza con la materia, per cui il sistema non è complicato ma anzi abbastanza semplice. Bisogna però scendere al livello di quella massa di persone il cui reddito per titoli rientra nell'ordine delle decine di migliaia di lire. Il costo dell'operazione può anche essere nullo, per i percettori del dividendo, ma vi sono le notevoli perdite di tempo che potrebbero far sorgere negli interessati un certo disamore, per cui il numero degli operatori rischia di assottigliarsi sempre di più; ed anche questa è una realtà della quale non possiamo non tener conto. Si avrebbe inoltre — e l'ha già accennato il senatore Andreatta — un ulteriore peggioramento del rapporto di indebitamento. Infatti, le imprese che fino ad oggi avevano destinato utili all'autofinanziamento sarebbero indotte alla distribuzione per far proprio il beneficio fiscale del credito d'imposta. Per distribuire i dividendi molte imprese, naturalmente, non avendo margine, non avrebbero altra via che reperire i fondi presso il sistema bancario. In clima inflazionistico e di alti tassi di interesse il costo sarebbe però probabilmente superiore al beneficio fiscale.

La conclusione cui pervengo, considerando un mondo che credo di conoscere bene per l'attività professionale di tutti i giorni, è la seguente. Non dobbiamo preoccuparci di aumentare l'offerta di sottoscrizione di capitale di rischio perchè credo che questa non ci mancherebbe, essendo tutti pronti a chiedere tale partecipazione, bensì di crea-

re una domanda di capitale di rischio; ed a questo si potrà arrivare contemperando la esigenza di entrata del Ministero delle finanze con quelle del Ministero del tesoro, ma con un incentivo fiscale che stimoli effettivamente l'investitore e gli tolga quelle remore che fino adesso hanno giocato negativamente su di lui. Riavvicinare il risparmiatore all'impiego azionario richiede una ricostruzione molto lenta. Io non sono tra coloro i quali affermano che il risparmiatore ha avuto tali e tanti danni da non riavvicinarsi più all'impiego azionario: quando esisteranno le condizioni economiche favorevoli lo farà ancora, come il contadino torna a seminare anche dopo la tempesta, come in Friuli ciascuno riconosce, dopo il crollo, le proprie case. Si tratta di cose più forti di noi, insite nella natura. Comunque, senza indugiare in altre considerazioni filosofiche, vorrei soffermarmi un attimo su un altro punto, che non mi sembra trascurabile.

Non possiamo continuare in una impostazione che discrimina chi è biondo da chi è bruno. La società, oggi, chiede che sia eliminato per intero il privilegio ed io, pur condividendo il principio che favorisce le azioni di risparmio, non mi sento proprio di affermare che a tali azioni vadano date delle facilitazioni ancora maggiori. Io penso che le facilitazioni vadano concesse a tutti gli azionisti e a tutti gli investitori, lasciando libertà di scelta per quanto riguarda l'investimento; perchè è vero che i titolari di azioni di risparmio avrebbero dei vantaggi, soprattutto dal punto di vista del reddito (quando il reddito esiste), però si toglierebbe loro l'unico favore che, una volta nella vita, potrebbero avere, cioè quello di partecipare alla gestione del capitale. Oggi si parla di coinvolgimento, di partecipazione, e questo è un progetto che, se attuato, priverebbe gli azionisti sottoscrittori di azioni di risparmio di quei vantaggi che invece devono essere estesi a tutti, non riservati ad una parte del capitale.

LUZZATO CARPI. Data l'ora tarda mi limiterò a due brevissime domande, una delle quali già rivolta in passato ma su cui

vorrei una risposta dall'onorevole ministro Morlino.

Molti sono i motivi che hanno allontanato i piccoli risparmiatori dalle Borse, ma tra i più importanti è, evidentemente, quello rappresentato dalla mancanza di una programmazione. Ora si dice, con battuta scherzosa, che quello del ministro Morlino è più un ministero del bilancio che della programmazione economica.

MORLINO, ministro del bilancio e della programmazione economica. L'ho detto io stesso all'inizio, in una intervista, ed ho anche spiegato il perchè.

LUZZATO CARPI. Infatti di programmazione, fino ad oggi almeno, i suoi predecessori ne hanno fatta molto poca.

Vi sono obiettive difficoltà in cui versano le aziende, certe speculazioni spregiudicate, disinformazione, scandali in Borsa per insolvenze clamorose di agenti di cambio, che però non intaccano l'onesta operosità della stragrande maggioranza della categoria, la mancata istituzione dei dividendi, eccetera, tutti elementi che, appunto, allontanano il piccolo risparmiatore.

Ora, noi socialisti siamo preoccupati di un fenomeno che si va estendendo: quello dell'acquisto di proprie azioni da parte delle società. In particolare, quindi, chiedo agli onorevoli Ministri se il Governo si sta occupando di questo problema e se si pensa di regolamentarlo o, quanto meno, se è prevista una penalizzazione fiscale od altri provvedimenti adeguati atti a contrastare un fenomeno che presenta aspetti perlomeno anomali e desueti, anche perchè, in un momento in cui vogliamo incentivare gli investimenti, questa è una forma disincentivante. Fino ad oggi, gli interlocutori ai quali ho rivolto la domanda non mi hanno dato una risposta precisa o, quanto meno, mi pare che il Ministro del tesoro abbia detto che il problema è allo studio del suo dicastero.

La seconda domanda è questa. Noi vediamo con molto interesse le azioni di risparmio di cui ha parlato l'onorevole ministro Pandolfi e le agevolazioni per esse

previste. Però abbiamo sempre qualche preoccupazione nel momento in cui si concedono agevolazioni perchè vi è sempre, poi, in agguato l'evasione. Allora chiedo al Ministro soprattutto quali garanzie si ritiene di porre in essere per evitare abusi e per far sì che siano effettivamente i risparmiatori ad acquistare queste azioni e, inoltre, se non si pensa di far presentare dei bilanci più chiari e più completi, in quanto i bilanci attuali sono spesso ermetici persino per coloro che hanno grande esperienza.

VISENTINI. Nella precedente seduta il Governatore della Banca d'Italia ci ha dato molto di più di una indicazione. Egli ha difeso la funzione degli altissimi tassi attivi applicato dalle banche. Era inevitabile, quindi, che sull'argomento, anche se in parte fuori tema per quanto riguarda strettamente le Borse, si facesse qualche osservazione, come è stata fatta dal senatore Grassini e giustamente ripetuta questa mattina, anche se sotto altro profilo, dal senatore Andreatta.

Cercherò anch'io di limitare, sebbene nessuno l'abbia fatto, il discorso alle Borse. Devo dire che la stessa presenza del Ministro del bilancio e della programmazione economica allarga notevolmente il discorso, così come era avvenuto nella scorsa seduta per la presenza del Governatore della Banca d'Italia. Qui potremmo parlare di tutto, come in parte è anche avvenuto, perchè il problema può riportare alla questione dell'efficienza del paese, alla questione della produzione, siccome tutto lega, si può riportare al problema della politica economica generale e possiamo, quindi, parlare di questi argomenti di tanta ampiezza anzichè delle Borse. Possiamo parlare anche — me lo consenta il collega Pinna — dei provvedimenti Nixon del 1971, sebbene siano morti e sepolti dal gennaio o dal febbraio del 1972. Di tutto possiamo parlare, ma che i provvedimenti Nixon abbiano un qualche collegamento con i nostri problemi delle Borse francamente mi sembra un po' ardito dirlo.

La realtà è che il problema, come vediamo noi stessi sulla base delle relazioni che ci

vengono svolte (quindi, i nostri fuori tema — se mi è consentito — sono i fuori tema delle relazioni che ci sono state svolte, eccezion fatta per quella del Ministro delle finanze che è rimasta molto più aderente al tema; ma non spetta a noi porre alcun limite, spetta, semmai, al Presidente), è proprio quello che ha giustamente sottolineato il Ministro delle finanze, cioè che si dà una eccessiva valutazione ed un eccessivo peso agli aspetti tecnici e quindi anche a quello fiscale, mentre il vero problema è e rimane quello della redditività delle aziende e della situazione di disastro nella quale molte di esse versano.

Pertanto, la questione non è più dei fatti esterni, cioè se la struttura formale del capitale societario, sia, per esempio, al portatore o nominativa (per riprendere il vecchio problema). Il male, ormai, sta all'interno dell'impresa, perchè quando abbiamo emesso le azioni al portatore (l'abbiamo ripetuto tutti, credo, più volte), rendiamo le perdite al portatore, che è di assai scarso interesse per il risparmiatore. Quest'ultimo vorrebbe gli utili al portatore. Occorre, inoltre, tener presente i due aspetti che presenta la redditività aziendale per il titolare di azioni: il dividendo, che molte volte rappresenta lo aspetto minore, e l'utile accumulato dalla società, che il risparmiatore si ritrova nel momento in cui vende le azioni. Da noi, anche se vengono dati modesti dividendi, spesso utilizzando riserve o ricorrendo a qualche arzigogolo di bilancio (come risulta chiaramente dalle relazioni dei bilanci stessi per chiunque le legga), e quindi alle spese del patrimonio aziendale, manca ogni reale accantonamento di utili da parte delle società.

Non soltanto, quindi, i due elementi non concorrono (quello del dividendo, magari modesto, e quello dell'accantonamento a riserva, più importante, che l'azionista si ritrova come maggior valore dell'azione nel momento in cui la vende), ma quel poco che viene dato come dividendo è a spese del patrimonio della società. Quindi l'azionista lo perde da quell'altra parte, parlando proprio in termini aritmetici. Il problema di fondo, comunque, rimane quello che

6^a COMMISSIONE

7° RESOCONTO STEN. (18 maggio 1977)

ho indicato. Tutto il tecnicismo fiscale, della Borsa, eccetera, cade e si rivela inutile di fronte ad esso.

Abbiamo un esempio clamoroso nel paese più forte e più ordinato anche in queste cose, e più efficiente, negli Stati Uniti d'America: la duplicazione tra la tassazione a carico della società e la tassazione a carico dell'azionista esiste in pieno. Non c'è alcun congegno che eviti l'imposta (che è di oltre il 50 per cento) a carico della società e l'imposta progressiva a carico dell'azionista. Siccome il rendimento delle imprese è altissimo, nessuno si lamenta. Devo però soggiungere che, avendo le aziende una grande importanza come dimensioni, sostanzialmente, anche in regime di concorrenza, ed avendo tutte il medesimo trattamento fiscale, hanno la possibilità di traslare sul consumatore l'onere dell'imposta che grava sulla società. In Italia, invece, le nostre medie e piccole imprese (quelle che a noi paiono grandi, sono a mala pena medie imprese a livello internazionale) non hanno questa possibilità di traslare l'imposta sul consumatore, ed è per questo che da noi il problema della duplicazione esiste (personalmente sono sempre stato contrario alla duplicazione delle imposte che esiste nel nostro paese e l'ho sempre criticata come un grosso errore). In un paese sano, ripeto, il problema viene superato perchè i margini della redditività sono tali che la duplicazione non pesa. Nessuno, inoltre, si sognerebbe, negli USA, di chiedere che le azioni fossero al portatore e nessuno penserebbe che il rimedio per la Borsa si debba trovare nell'anonimato del percettore del dividendo.

Un sistema serio funziona colpendo con l'imposta personale e progressiva l'azionista, ma prima di tutto rendendo possibile un reddito alle imprese: nell'ambito di questo sistema efficiente e funzionante anche il fisco opera non per espedienti, come siamo costretti spesso a fare noi — e lo dico a me stesso — attraverso soluzioni non rimediate, quali la detrazione, ai fini dell'imposta della società, del dividendo attribuito alle azioni di risparmio e via dicendo. In Germania l'azione di risparmio

è un istituto che ha sempre funzionato benissimo: dalla legge sulle società per azioni del gennaio 1937 riconfermata (con un aumento della percentuale consentita) con la legge del 1975, che ha portato al 50 per cento la possibilità di emettere tali azioni. Noi abbiamo introdotto le azioni di risparmio nel 1974, e quindi è chiaro che in una situazione di dissesto generale e di disastro delle singole imprese esse sono cadute nel momento peggiore, ma non per colpa nostra, perchè in Germania o anche negli Stati Uniti hanno funzionato benissimo. In Italia non hanno funzionato: funzioneranno se vi sarà una ripresa economica, perchè sono d'accordo col senatore Aletti sul fatto che certi istituti, l'istituto della società per azioni e quello dell'impresa privata, sono fatti per una situazione positiva e non per colmare le perdite: in questo caso le sole possibili sono le economie accentrate, su base autoritaria, e non il sistema dell'impresa privata, che deve pagarsi con l'efficienza, oltretutto, la ricerca e gli studi.

L'onorevole Ministro delle finanze ci ha oggi illustrato con efficacia il metodo ordinato con cui il Consiglio dei ministri lavora. Ora la cosa può riguardare i precedenti Presidenti del Consiglio: nessuno tra noi lo è stato, quindi quello che egli ha detto non può certo costituire una critica indiretta verso nessuno dei presenti. Tuttavia avrei preferito che questa grande efficienza nei lavori del Consiglio dei ministri e la possibilità da parte del Consiglio dei ministri di filtrare così bene tante cose avesse operato quando la cedolare è stata portata al 50 per cento. I Ministri si sarebbero accorti, infatti, che si trattava di un provvedimento del tutto privo di senso, anzi assai dannoso; cosa che io, in questa Commissione ed anche in Assemblea, ebbi occasione di affermare. Ricordo, non per la storia ma per riprendere un argomento che va trattato in modo chiaro, che alla Camera, nel 1974, io fui nettamente contrario alla cedolare secca del 30 per cento; avanzai una serie di proposte di emendamento per limitarla nel tempo, dato che oramai era stata introdotta, e mi trovai di

fronte — questa è pura storia — l'onorevole Giolitti e l'onorevole Colombo, che erano assieme all'onorevole Tanassi firmatari del decreto-legge; mi furono cioè favorevoli solo i colleghi comunisti. Naturalmente andammo in minoranza e forse qualcuno disse che ero dedito al comunismo perchè si votava insieme contro un provvedimento che era veramente assurdo; o quantomeno era erroneo. A distanza di pochi mesi dall'entrata in vigore della riforma tributaria, dopo che si era introdotta l'imposta progressiva sui redditi, togliere dei redditi alla progressività per portarli alla cedolare secca, senza affrontare il problema di fondo, che esisteva e che era quello della duplicazione, appariva come un modo cattivo per correggere la duplicazione dell'imposizione nei confronti di chi aveva, con le aliquote di allora, oltre 13 milioni di reddito.

E oggi ancora di più penso che la cedolare secca vada eliminata. Capisco e medito la linea indicata dal senatore Aletti, che è molto semplice. Egli riconosce di essere stato allora un sostenitore della cedolare secca e la ripropone sostanzialmente oggi affermando che il sistema migliore è rappresentato da tale cedolare il più possibile bassa, perchè il 50 per cento rappresenta un regalo a chi ha più di 125 milioni di reddito all'anno: infatti da 100 a 125 milioni di reddito l'aliquota dell'imposta personale è del 50 per cento e sopra i 125 milioni la supera, e, siccome credo che pochi raggiungono tali livelli, giova ad una piccola minoranza. Essa, tra l'altro, pone in difficoltà il Ministro delle finanze, il quale si sente dire dai giornali — come io prevedetti nel 1974 — che alcuni grossi nomi scompaiono dalle liste dei contribuenti, il che ha un valore politico, che non va trascurato nella scelta di un sistema: alcuni grossi nomi i quali, tra l'altro, possono senz'altro affermare che è stupido imporre loro di dichiarare meno reddito di quello reale, avendo essi tutto in forma di società per azioni.

Chiederei quindi al senatore Aletti, siccome io considero naturalmente con la dovuta attenzione gli argomenti che egli ad-

duce, di considerare se questo, anche politicamente, non sia un forte argomento per eliminare la cedolare secca; perchè è vero che alcuni redditi hanno la tassazione forfettaria, però nessun grande reddito, in Italia, è fatto di buoni del Tesoro o di titoli obbligazionari, mentre alcuni grandissimi redditi — nei limiti in cui ancora esistono — sono fatti di titoli azionari. Va pertanto tenuto presente l'aspetto rappresentato da quei nomi i quali sono scomparsi dalle dichiarazioni fiscali, come a suo tempo era facilissimamente prevedibile. Quindi la soluzione da lui prospettata di una cedolare secca possibilmente del 20 per cento (non del 50 per cento: possibilmente, anzi, del 10 per cento anzichè del 20) e della detrazione del dividendo dall'imponibile della società, anche se non chiaramente espressa, sarebbe la soluzione che eviterebbe la duplicazione e anche l'accertamento normativo. Io, devo dire, sono contrario a tale soluzione, come già ebbi occasione di dichiarare. Ma noi non siamo qui per discutere del futuro provvedimento del Ministro delle finanze, ed a tale proposito sulle linee da lui indicate, vorrei solo — dato che il provvedimento è in corso di formulazione — dare una piccola indicazione di un problema da considerare: quello, cioè, delle azioni gratuite. Esiste una vecchia disputa sul considerarle o meno come reddito: è stato detto di tutto, da tutti i giuristi e fiscalisti del mondo, o perlomeno del mondo in cui esse esistono. Per le azioni gratuite derivanti dalle rivalutazioni monetarie abbiamo introdotto una norma esplicita che non le considera reddito; le altre, oggi, sono considerate reddito. La legge del dicembre 1962 andava ad una soluzione empirica stabilendo che fino al 25 per cento del commisurato dei dividendi distribuiti negli anni precedenti esse non erano considerate reddito; oltre quella cifra erano considerate reddito. Io credo che il problema vada studiato per consentire di vincolare al capitale nominale non solo le riserve delle rivalutazioni monetarie ma anche, qualora si vadano formando, le riserve libere; il che, agli effetti della presentazione esteriore del capitale, può ave-

re una qualche importanza: non che ne abbia una grandissima, ma è bene che gli interessati possano liberamente imputare le riserve al capitale mentre oggi esiste in proposito una notevole remora derivante da fattori fiscali. Si tratta di un fatto accessorio, ma che pregherei l'onorevole Ministro di tener presente.

Sul fatto fiscale consiglieri — d'accordo con il senatore Grassini — una soluzione definitiva, cioè che non ci sia una soluzione temporanea da sostituire, poi, con un'altra che si considera migliore. In questa materia, infatti, abbiamo bisogno di stabilità.

La soluzione del credito d'imposta è veramente neutrale, mentre invece la detrazione dall'imponibile della società crea un incentivo per la medesima alla distribuzione di dividendi che nel momento attuale sarebbe inopportuna. Inoltre se la società distribuisce i dividendi con un reddito che non ha pagato imposta a causa del riporto di perdite degli anni precedenti o li distribuisce con riserve che hanno pagato l'imposta, la introduzione della detrazione dall'imponibile creerebbe molte complicazioni tecnico-giuridiche, mentre il credito d'imposta per l'azionista vale immediatamente ed è neutrale nei confronti della società. Condivido che il Ministro delle finanze abbia scelto quella via, come via permanente. Così come sarebbe bene, a mio parere, che per la soluzione introdotta per il non cumulo d'imposta il pubblico abbia l'impressione che la soluzione accolta è definitiva e non che fra tre anni cambierà il regime tributario dei coniugi, come inopportunamente è stato detto nei giorni scorsi.

Tornando ai nostri problemi, non voglio riprendere il discorso sulle questioni generali che pure sono state qui accennate. Mi trovo comunque pienamente d'accordo con quanto è stato affermato dai senatori Andreatta e Grassini circa i danni che ha creato in questo settore la politica seguita dal Tesoro e non soltanto dall'istituto di emissione, per alcuni espedienti ai quali è stato fatto ricorso. Per un certo periodo, una soluzione assolutamente diabolica è stata quella di finanziare il disavanzo dello Stato facendo emettere obbligazioni agli istituti

di credito speciali, cosa che devo dire è venuta meno con l'attuale Governatore della Banca d'Italia e l'attuale gestione del Tesoro. Per anni, però, siamo andati avanti finanziando certe spese con obbligazioni, il che ha rovinato il settore obbligazionario. Giustamente diceva il senatore Andreatta che le continue e periodiche restrizioni del credito non costituiscono il modo per risolvere i nostri problemi, come pure gli alti tassi attivi per le banche e passivi per le industrie, nè il modo per frenare l'inflazione. Io non credo che tutto ciò abbia valore di freno alle fughe di capitali ed ai fenomeni inflazionistici, tenendo conto che lo Stato comincia ad indebitarsi a tassi alti perchè se emette BOT al 18 per cento è tutto consequenziale, e vi è un immenso settore, quello delle partecipazioni statali, per il quale i tassi altissimi sono indifferenti.

I tassi altissimi penalizzano solo l'impresa libera ed il freno diventa non solo inflazionistico per le ragioni dette, ma anche perchè tocca delle imprese che dovrebbero essere produttive, che si trovano in difficoltà, restringono la produzione, impoveriscono il mercato con conseguenze ai fini interni e internazionali.

Ora chiudo il discorso perchè sono andato a problemi di ordine generale in quanto ne ho avuto sollecitazione dalla relazione del ministro Morlino.

Per ultimo, vorrei fare una precisazione, se il senatore Pinna me lo consente, sull'articolo 2425-bis del codice civile, circa l'analiticità del conto profitti e perdite: non è che quell'articolo consenta alla CONSOB di chiedere quei dati elementi, come mi pare sia stato detto dal senatore Pinna. Esso impone oggi alle società di fare il conto profitti e perdite così articolato. Pertanto, non è la CONSOB che deve chiederlo o meno; basta che prendiamo il bilancio di qualunque società per notare, a differenza di ieri, che i costi ed i ricavi devono rispettare oggi l'analiticità prescritta dall'articolo 2425-bis del codice civile, così come nella relazione degli amministratori devono essere specificati i criteri informativi del bilancio, poichè

è indispensabile conoscerne la chiave interpretativa, il linguaggio.

Secondo me, diversamente da quello che molti lamentano, la legge n. 216 del 1974 è importante, purchè la si sappia utilizzare. E rimasto però un punto scoperto, quello che riguarda le società fiduciarie o di revisione, che costituiscono lo strumento al fine di accertare se effettivamente ciò che è detto nel bilancio e nelle relazioni corrisponde alla realtà: concezione, secondo me, ordinata ed efficiente. Mi associo, pertanto, a coloro che auspicano l'applicazione rapida delle certificazioni dei bilanci delle società quotate in Borsa, come è prescritto dalla legge numero 216.

A L E T T I . Mi sono permesso di chiedere di parlare per una precisazione in quanto mi sono espresso male e non posso uscire da quest'aula e veder rimbalzare domani sulla stampa che difendo la cedolare secca.

Quando la cedolare è stata introdotta c'erano delle motivazioni molto pratiche: i capitali e le azioni italiane che trasmigravano all'estero (specialmente in Svizzera) godevano di questa cedolare secca e sembrava pertanto strano penalizzare i capitali e le azioni che rimanevano in Italia. È questa la dimostrazione di un provvedimento accettabile, ma scelto in un momento sbagliato, così come è il credito d'imposta, verso il quale va la mia considerazione e simpatia. Io sono del parere di togliere i benefici a tutti; mi sembra però non giusto trattare, ad esempio, il deposito in conto corrente con il 16 per cento di ritenuta fiscale e di infierire contro altre forme di investimento come l'azionariato, in quanto ciò porta al disinvestimento. Mi riferisco ad ordinamenti fiscali progrediti e pratici come quello USA. Se là abbiamo la doppia tassazione, abbiamo anche il conto corrente bancario che è nominativo e conosciuto dal fisco. Ora, se in Italia si intende introdurre un trattamento fiscale uguale per tutti, va benissimo l'abolizione di qualsiasi tipo di « nascondiglio ». Se poi vogliamo raggiungere risultati pratici non possiamo non introdurre formule che tutelino gli investimenti azionari dai quali, altrimenti, continuerà una fuga. Non

dobbiamo adottare, ancora volta, provvedimenti teoricamente ineccepibili, ma con risultati disastrosi.

Ritengo di aver chiarito il mio pensiero.

P R E S I D E N T E . Ringrazio i ministri Pandolfi e Morlino per la loro partecipazione ai lavori dell'indagine conoscitiva. Mi sembra che abbiamo avuto modo di assistere ad un dibattito molto interessante, ma ritengo altresì che a questo punto una replica dei due Ministri richieda una disponibilità di tempo che, data l'ora, non possiamo avere, anche perchè le domande formulate non sono state soltanto di carattere tecnico, ma hanno investito argomenti che riguardano un po' tutta la politica economica.

Ci farebbe quindi piacere se il Ministro del bilancio e della programmazione economica in una successiva seduta, magari, potesse prendere lo spunto da questo dibattito per ampliare nella replica quella che è stata la sua relazione. Il Ministro delle finanze, invece, potremo ascoltarlo durante la prossima settimana con l'occasione della trattazione di provvedimenti che certamente porremo all'ordine del giorno. Egli stesso ha auspicato che venga posto all'ordine del giorno il disegno di legge approvato dall'altro ramo del Parlamento e riguardante i rimborsi ai contribuenti; ed io vorrei chiedere ai colleghi se forse non interpretare anche il loro pensiero nel decidere di rinviare ad altra seduta le repliche dei Ministri intervenuti cui annettiamo una certa importanza.

M O R L I N O , ministro del bilancio e della programmazione economica. Accetto quanto ha detto il Presidente e lo considero un ulteriore apprezzamento nei confronti della mia relazione. Quanto alla proposta di rinviare ad una seduta successiva, non so se alla Commissione non convenga fare un piccolo sforzo oggi stesso accontentandosi di una replica magari sintetica. Questo lo dico come opinione personale, perchè ricordo che si è sempre preferito concludere anche tardi piuttosto che rinviare ad altra seduta.

6^a COMMISSIONE

7° RESOCONTO STEN. (18 maggio 1977)

P R E S I D E N T E . Non vorrei contraddire il ministro Morlino, ma mi sembra di interpretare il pensiero dei colleghi nel ritenere che, data la complessità e l'ampiezza degli argomenti trattati, sia preferibile rinviare ad altra seduta la replica del Ministro stesso. Analogo discorso vale per il ministro Pandolfi, con il quale le possibilità di incontrarsi sono d'altronde maggiori.

Rinvio pertanto il seguito dell'indagine conoscitiva sul funzionamento delle Borse valori in Italia ad altra seduta.

La seduta termina alle ore 13,30.

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