

SENATO DELLA REPUBBLICA

— X LEGISLATURA —

6^a COMMISSIONE PERMANENTE

(Finanze e tesoro)

INDAGINE CONOSCITIVA SUL MERCATO MOBILIARE NEGLI STATI UNITI

4° Resoconto stenografico

SEDUTA DI GIOVEDÌ 28 APRILE 1988

(Antimeridiana)

Presidenza del Presidente BERLANDA

INDICE

Documento conclusivo dell'indagine conoscitiva sul mercato mobiliare negli Stati Uniti

PRESIDENTE	Pag. 3	
BEORCHIA (DC), relatore alla Commissione .	3	

I lavori hanno inizio alle ore 11,15.

Documento conclusivo

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca l'esame di uno schema di documento conclusivo dell'indagine conoscitiva sul mercato mobiliare negli Stati Uniti.

Prego il senatore Beorchia, relatore alla Commissione, di illustrare il documento conclusivo.

BEORCHIA, *relatore alla Commissione*. Lo schema di documento finale, approntato dal presidente Berlanda, è stato trasmesso da molto tempo a tutti i colleghi della Commissione. Fino ad oggi non sono pervenute osservazioni e, salvo opinioni diverse che possano essere manifestate in questa sede, si può dedurre che il contenuto e le conclusioni dello schema sono da tutti condivisi. Invito, conseguentemente, la Commissione ad una pronta approvazione.

PRESIDENTE. Dichiaro aperta la discussione sullo schema di documento conclusivo illustrato dal senatore Beorchia.

Poichè nessuno domanda di parlare, metto ai voti il documento conclusivo di cui do lettura:

«I. Sintesi dei principali argomenti trattati

L'indagine conoscitiva sul mercato mobiliare statunitense condotta nella scorsa legislatura (marzo-aprile 1985) mise a contatto la nostra Commissione con una situazione che vedeva avviarsi ai suoi massimi livelli il processo di *deregulation* dei mercati, processo sviluppatosi in modo particolare sotto l'amministrazione del presidente Reagan, ma le cui premesse risalivano a un periodo anteriore.

Tra le numerose conseguenze che tale processo evidenziava, si può ricordare in primo luogo il graduale attenuarsi delle tradizionali distinzioni fra l'attività di intermediazione finanziaria e quella bancaria. Con la fine del regime di interessi fissi per la raccolta bancaria si era infatti sviluppata una potente spinta concorrenziale fra banche commerciali, ma anche tra banche e altri intermediari. D'altra parte, l'abolizione del regime di commissioni fisse in borsa aveva favorito la concentrazione dell'attività di intermediazione e la nascita di *brokers-dealers* di grandi dimensioni, che spesso offrivano servizi di tipo bancario con un effetto di sostituzione molto elevato. Si pensi ad esempio alla concorrenza svolta dai *money market funds* nei confronti dei depositi bancari e alla successiva risposta dai *cash management accounts*.

La centralità strategica assunta dall'attività di intermediazione in titoli, in secondo luogo, era strettamente correlata a quel processo, noto

come *securitization*, mediante il quale il finanziamento delle imprese ottenuto attraverso l'emissione di titoli negoziabili acquisiva un peso sempre maggiore, a spese del tradizionale credito bancario.

È allora comprensibile come in questo contesto venisse messo in discussione, nei fatti e non solo accademicamente, uno dei presupposti del sistema finanziario americano, ossia quel *Glass-Steagall Act*, che sancisce l'esclusione delle banche commerciali dalla attività di intermediazione mobiliare.

In relazione a questa situazione di profonda trasformazione, l'atteggiamento più diffuso era quello di fiducia nelle capacità di autoregolamentazione del mercato, fiducia fondata probabilmente non solo sulla credenza nell'operare della *invisible hand*, ma anche sulla tradizione tipica degli Stati Uniti che vede ogni specifico mercato dotarsi di strumenti di autodisciplina. Proprio a questo riguardo, dalla nostra indagine emerse che l'attività di controllo e vigilanza, in particolare quella svolta dalla *Security Exchange Commission* (SEC) poggiava su una struttura intermedia costituita dagli organismi di autodisciplina dei singoli mercati o delle diverse categorie di operatori.

Un altro tema indagato fu quello del ruolo degli investitori istituzionali, in particolare dei fondi comuni e dei fondi pensione: venne confermato il loro ruolo ormai fondamentale per il mercato finanziario.

Venne inoltre affrontato il problema dei dissesti allora verificatisi nel sistema bancario, dovuti all'esposizione di quest'ultimo nei confronti del settore agricolo in seria difficoltà.

In ogni caso, indipendentemente da questioni marginali o transitorie, l'impressione conclusiva fu che le trasformazioni avviate nell'ambito della *deregulation* fossero allora per buona parte irreversibili.

Interrottasi l'indagine con lo scioglimento anticipato delle Camere, la Commissione, dopo l'inizio della X Legislatura, ha inteso riprendere l'esame della materia con una nuova indagine conoscitiva (gennaio 1988), che mentre ha consentito alla Commissione di approfondire nuove tematiche, soprattutto di natura borsistica, ha offerto anche una gamma più diversificata di opinioni circa l'opportunità o meno di procedere sulla strada della *deregulation*.

La *Securities Industry Association*, per esempio, che rappresenta circa 550 società di intermediazione statunitensi, è fermamente contraria all'abrogazione del *Glass-Steagall Act*. Ricorda che attualmente, al contrario di tredici anni fa - quando furono abolite le provvigioni fisse -, i redditi di tali società derivano solo per il 10 per cento da commissioni; ciò testimonia il grado di esposizione al rischio insito nell'attività da esse svolte, che mal si concilia con l'attività bancaria. Segnala inoltre il pericolo del moltiplicarsi di situazioni di conflitto di interessi e di casi di *insider trading* nella eventualità di una simile abrogazione. Fa notare, in ogni caso, che la responsabilità di ampliare il campo di attività delle banche competerebbe al Congresso e non ad agenzie di regolamentazione e controllo come la SEC. Se la separazione tra banche e attività mobiliari dovesse proprio cadere, sostiene tale associazione, sarà per lo meno necessario che le banche costituiscano apposite società sussidiarie, in modo che si interpongano come delle

«paratie stagne» tra attività creditizia e attività in titoli. Su posizioni analoghe sembra che sia anche buona parte della Camera dei rappresentanti.

Sul fronte opposto, alcuni senatori tra cui il senatore Proxmire, la maggior parte dei mezzi di comunicazione, oltre ovviamente alla *banking industry*, difendono con forza le ragioni di una maggior competitività ed efficienza del sistema finanziario, denunciando, per converso, la concorrenza sleale esercitata da operatori del mercato mobiliare che da qualche tempo svolgono di fatto anche funzioni creditizie.

Anche in conseguenza del crollo di Borsa del 19 ottobre scorso sembra però prendere piede una terza posizione, in un certo senso mediana o «compromissoria», come è stata definita; quella sostenuta, in occasione della nostra visita negli Stati Uniti, per esempio dal *Federal Reserve System* e dalla *First Boston Corporation*, New York. Alla *Federal Reserve Bank of New York* è stato manifestato esplicito consenso con le dichiarazioni del governatore Ciampi del maggio scorso, con le quali, se venivano nettamente distinte attività di deposito e attività mobiliari, formanti oggetto esclusivo di differenti società, si auspicava anche un loro collegamento sotto il profilo proprietario in un unico gruppo plurifunzionale. Per una *strong distinction* tra attività bancaria e mobiliare si è pure dichiarato a Washington, il *Board of Governors* del *Federal Reserve System*, secondo il quale bisogna tenere separate le attività di deposito e le attività di finanziamento su titoli, soprattutto per difendere il sistema bancario da conseguenze negative derivanti da eventuali crisi dei mercati mobiliari. Le *holdings* bancarie, tuttavia, dovrebbero essere autorizzate a controllare entrambe le attività, o meglio entrambe le categorie di società svolgenti tali attività. Alla *First Boston Corporation*, in definitiva, si ritiene che la maggioranza dei parlamentari attuali sia favorevole ad emendare, non già ad abrogare il *Glass-Steagall Act*; salvo trovare una soluzione soddisfacente - e non è cosa semplice, come ha riconosciuto il senatore Proxmire - al problema di come erigere efficaci *chinese walls* tra società dello stesso gruppo.

La recente approvazione da parte del Senato americano del progetto di legge Proxmire-Garn, sia pure non ancora ratificata dalla Camera dei rappresentanti, sembra confermare tale impostazione mediana.

Un argomento ricorrente negli incontri avuti dalla Commissione è stato quello del crollo dei mercati azionari nell'ottobre scorso e dei possibili rimedi per scongiurare nuovi crolli.

Non tutto ha funzionato a dovere nei meccanismi dei mercati per contanti e a termine statunitensi durante la crisi dell'ottobre scorso. Circa 170 titoli del *New York Stock Exchange*, rappresentativi del 20 per cento della capitalizzazione complessiva, in certe fasi della crisi non avevano prezzo. In conseguenza di questo fatto, le contrattazioni sugli *stock index futures* furono sospese per un'ora, e per alcuni giorni si dovette assistere a un andamento fortemente scoordinato degli indici azionari a pronti e a termine. Le sospensioni per la negoziazione di *options* su titoli e indici furono di durata anche maggiore.

Il sistema di intermediazione degli *specialists*, che hanno precisi obblighi di prendere posizione in presenza di squilibri tra domanda e

offerta, è stato messo sotto accusa, perchè nei giorni cruciali, in presenza di forti pressioni di vendita, tali operatori sono risultati per la maggior parte venditori netti di titoli, assecondando anzichè frenare la caduta dei prezzi. Nè miglior prova hanno fornito i *market makers* nel *National Association of Security Dealers Automatic Quotation (NASDAQ)*, ritiratisi da alcuni titoli nelle fasi critiche o addirittura irreperibili telefonicamente da parte della loro clientela.

Circa i programmi di *portafolio insurance* e le operazioni computerizzate di arbitraggio, da molti nostri interlocutori è stata criticata la meccanicità con cui operano tali supporti tecnologici, i quali di fronte all'imprevisto o all'eccezionale non hanno reagito con la prudenza e la flessibilità umana, dando viceversa per scontata una liquidità del mercato, una facilità di contropartita che in effetti non esisteva più. Gravi limiti di sottodimensionamento si sono anche manifestati nei sistemi di esecuzione automatica dei piccoli ordini, analogamente a quanto avvenuto, l'anno precedente, in occasione dell'avvio del *big bang* londinese.

Ma oltre agli aspetti istituzionali, organizzativi e tecnologici, una parte di responsabilità del crollo del 19 ottobre viene individuata anche nel comportamento degli investitori, soprattutto quelli istituzionali, o almeno in alcuni di essi, prima spericolati nello sfruttare la «bolla speculativa» del rialzo e poi forse impreparati nel gestire con freddezza la fase di rovinoso ribasso.

Come possibili rimedi, vengono largamente condivise procedure di ricapitalizzazione degli intermediari, l'imposizione di limiti alle oscillazioni giornaliere dei prezzi, la previsione di un numero massimo di contratti stipulabili dai singoli operatori, nonchè un ampliamento delle funzioni di «monitoraggio» delle transazioni da parte delle autorità di controllo. Minori consensi riscuote invece la proposta di elevare drasticamente il livello dei depositi di garanzia sui mercati *futures*, che – si fa notare –, svolgono funzioni diverse da quelle dei margini nel mercato delle *securities*, e il cui meccanismo ha funzionato «egregiamente» nei giorni di crisi, richiedendo e ottenendo, senza inadempimenti, versamenti aggiuntivi fino a 2,5 miliardi di dollari in una sola giornata.

Qualche perplessità suscita anche la proposta della «Commissione Brady» di attribuire ad una *Agency*, in particolare al *Federal Reserve System (FED)*, funzioni di coordinamento dei controlli esercitati da vari organismi sui distinti segmenti del mercato finanziario. È stato lo spesso *Board of Governors* del *Federal Reserve System (FED)* a manifestare con chiarezza, a Washington, la sua indisponibilità a ricoprire tale ruolo.

Resta il fatto che il crollo dell'ottobre scorso è stato indubbiamente un fenomeno internazionale, sia nelle ragioni che negli effetti: risposte e rimedi solo nazionali, o solo di natura borsistica, potrebbero risultare poco idonei a scongiurarne di nuovi (come ha osservato sempre la FED).

Un tema che ha costituito oggetto di particolare attenzione per la Commissione è stato inoltre quello dei cosiddetti «prodotti derivati», vista anche la novità che essi rappresentano con riferimento ai mercati italiani.

In quelli che, con una certa superficialità, vengono chiamati da taluni «mercati speculativi» o «mercati di scommesse», in particolare i

mercati degli *stock index futures*, sono da tempo in adozione norme, intese a scoraggiare tentativi di manipolazione dei prezzi, che limitano il numero massimo di contratti stipulabili dai singoli operatori, mentre nell'ottobre 1987 sono state introdotte restrizioni alle variazioni giornaliere dei prezzi.

Dei margini si è già detto, mentre sul fatto che i mercati *futures* abbiano «esacerbato» – come è stato affermato alla Borsa di New York – la tendenza ribassista del mercato per contanti, non c'è unanimità. Molti investitori istituzionali, intervistati nell'ambito di rapporti redatti dalla *Commodity Futures Trading Commission* e dal *Chicago Mercantile Exchange*, hanno espresso avviso contrario, spingendosi anzi a sostenere che in mancanza di essi il ribasso sarebbe stato ancora più grave. Del resto mercati diversi da quello statunitense, privi di tali strumenti derivati o con una loro limitata presenza, hanno conosciuto ribassi analoghi o addirittura più bruschi di quello di Wall Street.

Durante la visita ai mercati di Chicago ha suscitato una certa sorpresa – rispetto a quanto ci si poteva aspettare per il fatto che essi appaiono come il segmento più innovativo, e probabilmente più liquido, del mercato mobiliare americano – la constatazione della vigenza di regimi di contrattazione tradizionali come quello dell'asta «alle grida», o dell'esclusione per gli intermediari della possibilità di operare in contropartita diretta con i propri clienti, esclusione derivante dall'obbligo di concentrare sul mercato ufficiale tutte le transazioni *futures*.

La sorpresa nasceva soprattutto dal confronto con il regime di contrattazione e con la natura mista degli intermediari del rivoluzionario mercato *over the counter*, il già ricordato NASDAQ, ed è stata di una certa utilità, nella misura in cui ha contribuito a sfatare alcune convinzioni poco fondate sul binomio innovazione/conservazione.

Il NASDAQ, cioè l'ex mercato *over the counter*, rinnovato, si basa su una rete di 190.000 videoterminali dislocati in tutto il mondo (di cui 40 in Italia), quota varie migliaia di titoli e vede la presenza di 547 *market makers*. La sua quota di mercato negli USA, in termini di scambi in titoli, è cresciuta in dieci anni dal 25 per cento al 44 per cento.

Esso si propone come alternativa radicale alle borse tradizionali: non è un luogo fisico ma una rete telematica estesa a tutto il globo; le contrattazioni sono possibili non solo durante poche ore ma in via continuativa; le procedure di accesso e cancellazione dei titoli sono molto semplificate; gli operatori, come a Londra, svolgono attività sia per proprio conto, che per conto di terzi, che in contropartita diretta con la clientela; in esso viene quotato il maggior numero di titoli esteri in forma di *american depository receipts*, cioè di certificati rappresentativi di titoli stranieri.

Al confronto, i nostri mercati ristretti, che dovrebbero svolgere una funzione analoga, sembrano sfigurare. È difficile, comunque, ipotizzare un'adozione in Italia del modello americano, che è un organismo di natura privatistica anziché pubblicistica.

Attenzione particolare è stata infine rivolta dalla Commissione ad alcuni fenomeni, come quelli delle scalate, delle offerte pubbliche, dell'*insider trading*.

Negli ultimi dieci anni vi è stato un ragguardevole sviluppo delle scalate, cioè nell'attività di *take over*. Nel 1986 il controvalore delle

offerte di acquisto ha raggiunto la soglia *record* di 176 miliardi di dollari, livello eguagliato già nei primi nove mesi del 1987.

Vi è preoccupazione, al di là della funzione positiva che acquisizioni e fusioni possono svolgere, sui modi di finanziamento di tali operazioni (per esempio: emissione di *junk bonds*) nonché sulla tutela degli azionisti di minoranza e delle stesse società oggetto di scalate.

Vi sono inoltre crescenti aspettative affinché il legislatore definisca più esattamente la nozione sfuggente di *insider trading*, perseguito e colpito con una certa frequenza negli ultimi anni grazie anche ai mezzi profusi dalla SEC e dalle borse americane.

II. Indicazioni conclusive

Il mercato mobiliare statunitense presenta caratteristiche troppo diverse da quelle del mercato italiano, sia in fatto di tradizione che di dimensioni, di articolazione interna, di figure di intermediari, di quadro normativo, di regime di controlli eccetera, per poter essere considerato come modello generale o come termine di riferimento immediato nel processo di riforma del nostro mercato. Gli incontri avuti nel corso della visita con le autorità statunitensi e con operatori qualificati del settore bancario e mobiliare, se da un lato hanno confermato questa convinzione, dall'altro hanno consentito alla Commissione di ricavare alcuni utili insegnamenti e alcune indicazioni puntuali – si ritiene valide anche per il nostro paese –, che vengono riassunte di seguito.

1) *Coordinamento di regole e controlli*

Il crollo dell'ottobre scorso ha dimostrato definitivamente che il mercato mobiliare e finanziario mondiale è ormai qualcosa di profondamente unitario, pur nella varietà dei segmenti in cui si struttura e nella pluralità di paesi in cui è localizzato. Da ciò discende la necessità, pena l'insorgenza o il ripetersi di pericolosi squilibri, sia di armonizzare tra loro le normative nazionali dei mercati, sia di coordinare le regolamentazioni e le attività di controllo svolte sui vari segmenti dei mercati interni (mercati a pronti, a termine e *futures*; mercato valutario, monetario, obbligazionario, azionario e degli strumenti derivati; mercati ufficiali e *over the counter*, eccetera). Quest'ultima esigenza è ovviamente più sentita laddove maggiore è il decentramento o l'autonomia regolamentare e di controllo, come negli Stati Uniti e in Gran Bretagna; tuttavia va tenuta presente anche nel nostro paese, nel momento in cui si progettano nuovi mercati e nuove autorità o semplicemente ci si propone di regolamentare mercati ancora spontanei.

2) *Adeguamento della disciplina degli intermediari*

Oltre al principio della separatezza tra banca e industria, negli Stati Uniti vige da molti anni un regime di incompatibilità piuttosto rigido tra

attività bancaria e attività di intermediazione mobiliare. Da qualche tempo, anche in seguito ad aggiramenti di fatto di tale divieto, si discute vivacemente se sia il caso di confermare, emendare o piuttosto abrogare il *Glass-Steagall Act* che tale incompatibilità sancisce; cioè si dibatte su quale sia oggi il giusto equilibrio tra esigenze di competitività e efficienza del sistema finanziario da un lato, e esigenze di stabilità e integrità dall'altro. Ultimamente, anche a causa delle eccezionali oscillazioni registratesi nei prezzi dei titoli, sembra prevalere un orientamento prudente, volto ad apportare modeste modifiche all'ordinamento attuale.

La stessa prudenza si ritiene debba informare l'opera di adeguamento della nostra disciplina degli intermediari, per alcuni aspetti peraltro già meno restrittiva di quella americana, generalizzando certo la struttura societaria nel settore dell'intermediazione mobiliare ma mantenendo e precisando la demarcazione tra attività mobiliare in proprio e per conto di terzi e intervenendo semmai con più decisione per rafforzare, sull'esempio statunitense, il ruolo del mercato mobiliare nel sistema finanziario del paese.

3) *Valorizzazione del mercato*

A questo proposito la Commissione ha appreso con favore l'esistenza di una apposita norma della Borsa valori di New York (la n. 390), per la quale tutti gli ordini di acquisto o di vendita ricevuti o comunque gestiti dagli intermediari membri di essa e relativi a titoli ivi quotati, devono essere eseguiti nella borsa stessa. Si tratta del principio della cosiddetta «concentrazione» degli affari in borsa, principio indicato da tempo anche da questa Commissione come rimedio alla insufficiente trasparenza dei prezzi dei titoli quotati e da tradurre al più presto, senza ulteriori indugi, in apposite norme di legge.

4) *Mercato secondario dei titoli di Stato*

Anche alla luce dell'esperienza americana, non si possono che valutare positivamente le recenti iniziative delle autorità italiane per rendere più efficiente il mercato secondario dei titoli di Stato. Piuttosto richiede qualche approfondimento l'intenzione di ammettere alla partecipazione diretta a tale mercato le istituzioni creditizie e di escludervi i mediatori puri, nonchè la proposta di introdurre agevolazioni di natura fiscale a favore dei partecipanti; merita inoltre maggiore attenzione la problematica del mercato «al dettaglio» dei titoli di Stato, troppo spesso trascurata e non affrontata direttamente nemmeno dalle iniziative di cui sopra.

5) *Secondo mercato e mercati a termine*

Negli Stati Uniti si è assistito negli ultimi anni a una intensissima crescita di due distinti comparti del mercato mobiliare: da un lato quello del mercato *over the counter*, cioè il NASDAQ, dall'altro quello dei mercati a termine dove si negoziano *options* e *futures* finanziari, con

funzioni di copertura dai rischi di cambio, di tasso di interesse e di variazione dei corsi azionari, e che trovano crescente utilizzo soprattutto da parte di investitori istituzionali e imprese.

La mente corre inevitabilmente ai nostri mercati ristretti, ai contratti a premio e ai nostri strumenti di copertura come gli *swaps*, le *options* non trasferibili e i contratti *forward*, che al confronto rivelano tutta la loro inadeguatezza.

La Commissione ritiene che questi settori debbano costituire oggetto di puntuale intervento, per via legislativa o regolamentare, per mettere il nostro mercato mobiliare al passo con quelli esteri più evoluti.

6) *Offerte pubbliche, insider trading e trattamento fiscale*

È altresì urgente disciplinare, anche alla luce di recenti vicende di borsa, l'attività degli operatori del nostro mercato mobiliare con adeguate norme in tema di scalate, passaggi di pacchetti di controllo, fusioni, offerte pubbliche e *insider trading*.

È infine opportuno procedere a un riordino complessivo e alla perequazione del trattamento fiscale delle attività finanziarie, introducendo in questo contesto forme graduali di tassazione dei *capital gains*».

È approvato.

I lavori terminano alle ore 11,55.

SERVIZIO DELLE COMMISSIONI PARLAMENTARI

Il Consigliere parlamentare preposto all'Ufficio centrale e dei resoconti stenografici

DOTT. ETTORE LAURENZANO