

CAMERA DEI DEPUTATI **Doc. XXXVII**
n. 1

R E L A Z I O N E

**sull'attività della Commissione nazionale
per le Società e la Borsa nel 1975**

(art. 1 della legge 7 giugno 1974, n. 216)

presentata dal Ministro del Tesoro
(STAMMATI)

Trasmessa alla Presidenza il 14 ottobre 1976

PAGINA BIANCA

INDICE

I. — Le disposizioni legislative che hanno portato alla istituzione della CONSOB e i compiti a questa demandati	Pag.	5
II. — Analisi dei problemi posti dalla nuova normativa	»	8
III. — I problemi della CONSOB e l'attività da essa svolta nel 1975	»	10
a) I problemi connessi all'avviamento del lavoro	»	10
b) L'organizzazione interna del lavoro	»	10
c) L'attività svolta e le decisioni adottate	»	11
IV. — Brevi considerazioni sull'andamento del mercato borsistico nel 1975	»	13
V. — Conclusioni	»	15

PAGINA BIANCA

I — LE DISPOSIZIONI LEGISLATIVE CHE HANNO PORTATO ALLA ISTITUZIONE DELLA CONSOB E I COMPITI A QUESTA DEMANDATI

1. — La legge 7 giugno 1974, n. 216, con la quale venne convertito il decreto-legge istitutivo della Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB), dispone che « il Ministro per il tesoro riferisce al Parlamento, entro il 30 settembre di ciascun anno, sull'attività della Commissione ».

Nell'adempiere a questa disposizione di legge, desidero brevemente ricordare che la attività legislativa, che ha portato alla istituzione della CONSOB e alla definizione delle sue attribuzioni, si è sviluppata in tre distinte fasi, ciascuna delle quali ha contribuito ad arricchire e completare con nuovi elementi il sistema che si andava realizzando.

Ne è risultata una costruzione profondamente innovativa nel campo del controllo pubblico sulle borse valori e che rappresenta un progresso nell'evoluzione in senso moderno delle nostre istituzioni.

Non mancano, certo, aspetti e problemi che richiedono un'ulteriore messa a punto della nuova disciplina, al fine di dare maggiore organicità e più incisiva efficacia alla azione dell'Organo cui è stata affidata la regolazione e il controllo della borsa.

2. — Il decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, che fu, in ordine di tempo, la prima norma emanata in materia, dispose la istituzione di una Commissione nazionale per le società e la borsa, trasferendo a tale organismo le attribuzioni di controllo sulle borse valori, sino ad allora esercitate dal Ministero del tesoro, ampliando la sfera dei poteri ispettivi ed aggiungendo *ex novo* alcuni compiti di controllo sull'adempimento di taluni obblighi di informazione circa le partecipazio-

ni possedute, posti a carico di società e loro amministratori.

Successivamente, con la legge 7 giugno 1974, n. 216, nel disporre la conversione, con modificazioni, dell'anzidetto decreto-legge, venne ordinata sistematicamente tutta la materia degli obblighi di informazione e vennero introdotte alcune modifiche alle norme del codice civile che disciplinano le società per azioni, dando così avvio a quella riforma dell'istituto societario della quale è da lungo tempo sentita l'esigenza e che dovrà quanto prima essere affrontata sul piano dell'attività normativa, per adeguarlo alla realtà dei nostri tempi.

Sempre nella fase di conversione del decreto-legge n. 95 vennero anche aggiunte, al testo legislativo, alcune deleghe al Governo per la emanazione di atti aventi valore di legge, in materia di obbligo della revisione contabile e della certificazione dei bilanci delle società quotate in borsa; di disciplina per la formazione del conto profitti e perdite per le « Società che svolgono quali attività esclusive o principali l'assunzione di partecipazioni in altre società, la compravendita, il possesso, la gestione o il collocamento di titoli pubblici o privati, o che svolgono altre particolari attività »; di organizzazione e funzionamento delle borse valori.

La terza fase è costituita dallo sviluppo delle ricordate deleghe legislative, attuato con i decreti delegati del 31 marzo 1975, recanti rispettivamente i numeri 136, 137 e 138.

Vennero così disciplinati alcuni punti rimasti in ombra nel corso dei lavori di predisposizione della legge n. 216.

LEGISLATURA VII — DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

3. — L'adeguamento delle disposizioni normative disciplinanti l'organizzazione e il funzionamento dei mercati mobiliari e l'esigenza di meglio tutelare il risparmio investito in titoli, attraverso l'introduzione di un regime di controlli sulle partecipazioni e di informazioni obbligatorie, che rendesse possibile, per il pubblico dei potenziali investitori, il formarsi di un'opinione chiara e veritiera circa la reale consistenza dei valori quotati nella borsa, rappresentavano un'esigenza di primario rilievo per una società industrialmente progredita.

La realizzazione di un organismo centralizzato di propulsione e controllo, chiamato a svolgere le proprie attribuzioni istituzionali su posizioni di neutralità e di garantismo rispetto agli organi dell'amministrazione statale, alle società e agli enti i cui titoli sono quotati in borsa e al vasto ed eterogeneo pubblico degli operatori, costituisce anche una novità per il nostro ordinamento giuridico, in assenza di altre strutture similari.

Molto attivo è stato, a questo proposito, l'interesse degli studiosi e numerose opinioni, non sempre convergenti, sono state formulate in sede dottrinale circa la natura giuridica della CONSOB ed il suo inquadramento istituzionale, in assenza di espresse indicazioni al riguardo nelle norme legislative sopra ricordate. In realtà, il legislatore ha preferito trascurare questo argomento, lasciando agli interpreti l'eventuale approfondimento della natura giuridica dell'istituzione.

Dalle disposizioni della legge si può desumere, tuttavia, che la CONSOB è un organo dello Stato, distinto dalle strutture amministrative tradizionali della Pubblica Amministrazione, che esprime autonomamente indirizzi amministrativi in materia di borsa e nelle altre materie ad essa affidate.

L'attività della CONSOB è sottoposta al controllo politico del Governo, ed in particolare del Ministro del tesoro, cui incombe il dovere di informare periodicamente il Parlamento.

4. — I poteri attribuiti alla CONSOB dalla legge n. 216 e dalle successive norme de-

legate sono molteplici ed investono, al tempo stesso, il funzionamento del mercato dei valori mobiliari ed i soggetti in esso operanti, nonchè le società e gli enti i cui titoli sono oggetto di quotazione.

Tra i poteri e le attribuzioni in materia di funzionamento del mercato mobiliare si possono ricordare:

la determinazione dei tipi di contratto ammessi, dei sistemi di quotazione, delle modalità di accertamento dei prezzi e di formazione del listino;

la determinazione delle tariffe di mediazione e degli importi minimi negoziabili;

il controllo sulla regolarità e sui modi di finanziamento delle operazioni di intermediazione e negoziazione dei titoli, con ampie facoltà ispettive presso gli agenti di cambio;

l'emanazione dei provvedimenti di ammissione a quotazione, a domanda o d'ufficio, dei titoli societari, e dei correlativi provvedimenti di limitazione della trattazione al solo « contante », di revoca o di sospensione dalla quotazione;

l'emanazione di provvedimenti di deposito obbligatorio e preventivo dei titoli da vendere o dei mezzi finanziari necessari per acquistarli, al fine di imbrigliare eventuali manovre speculative.

5. — In materia di obblighi di informazione, posti a carico delle società e degli enti i cui titoli sono ammessi a quotazione, le facoltà e i poteri attribuiti alla CONSOB si estrinsecano nell'acquisizione della documentazione societaria, nella facoltà di prescrivere bilanci consolidati di gruppo, di chiedere notizie aggiuntive, nonchè di disporre ispezioni, al fine di avere un quadro dettagliato della gestione societaria, della composizione azionaria e della posizione effettiva degli amministratori, sindaci e direttori generali in ordine alle partecipazioni possedute.

La Commissione può disporre la divulgazione di dati e notizie che ritiene necessari per una adeguata informazione al pubblico, in aggiunta a quelli risultanti dagli atti del bilancio.

LEGISLATURA VII — DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

6. — Il quadro dei compiti istituzionali della CONSOB assicura a questa nuova struttura pubblica una presenza che dovrebbe rivelarsi, nel tempo, rilevante agli effetti di controllo e di intervento sul mercato dei valori mobiliari, come pure sulle persone fisi-

che e giuridiche che in esso operano, al fine di assicurare la veridicità e la completezza dell'informazione, finora troppo spesso carente o distorta, a tutela della massa dei risparmiatori che sottoscrivono azioni o altri titoli quotati in borsa.

II — ANALISI DEI PROBLEMI POSTI DALLA NUOVA NORMATIVA

7. — Nella relazione annuale, inviata al Ministro del tesoro, la CONSOB segnala taluni problemi di carattere giuridico, posti dalla nuova normativa, che essa si è trovata a dover affrontare nei primi mesi della sua attività.

Altre difficoltà sono risultate connesse all'interpretazione delle nuove disposizioni legislative e al loro coordinamento con la normativa preesistente, restando la libertà di azione della CONSOB consentita dalla legge n. 216 e dai decreti delegati, condizionata dalle leggi vigenti sulla Borsa, vecchie di molti decenni, e da usi estremamente frammentari e disorganici, che non sempre si dimostrano rispondenti alla dinamica operativa.

Parimenti, anche per quanto attiene agli adempimenti richiesti alle società ed enti soggetti alla disciplina delle comunicazioni alla CONSOB ed al controllo di questa, la relazione rileva talune carenze normative e la non piena rispondenza delle disposizioni alla realtà di un tessuto societario che sta registrando trasformazioni e modificazioni evolutive di non lieve entità.

Rilievi in questo senso sono stati manifestati anche da studiosi della materia, da taluni operatori dei settori interessati e dalla stampa specializzata.

8. — Per di più, ad accentuare questo fenomeno, nel caso in esame, è intervenuto il fatto che insieme con l'istituzione della CONSOB ed anche in relazione a questa sono state introdotte, nella disciplina civilistica delle società per azioni, talune modificazioni che possono essere considerate quasi un'anticipazione o uno stralcio di una riforma ben

più vasta, destinata a coinvolgere l'intero istituto societario, in modo da renderlo più adeguato alla realtà e alle esigenze dei nostri tempi.

Tutto ciò non poteva, pertanto, non accrescere il numero e la complessità di quei problemi interpretativi e di coordinamento che sono stati ricordati, per la difficoltà obiettiva di inserire il nuovo assieme di disposizioni in un contesto più vasto, senza sconvolgere l'armonia originaria.

9. — Una parte della nuova normativa, che è stata oggetto di particolare attenzione ed approfondimento critico, è costituita dalle disposizioni di carattere penale, contenute nella legge n. 216 in relazione a quelle, in parte analoghe, del libro quinto, titolo undicesimo, del codice civile.

È stata evidenziata, da alcune parti, l'ineadeguatezza di talune disposizioni penali, rispetto alla gravità che, in talune circostanze concrete, possono assumere le ipotesi delittuose contemplate nelle anzidette norme legislative a carico delle persone fisiche che hanno la legale rappresentanza delle società per azioni.

Per di più, è stato sottolineato, come la legge 24 dicembre 1975, n. 706, depenalizzando tutte le violazioni per le quali era prevista soltanto la pena dell'ammenda, abbia inficiato notevolmente l'efficacia delle disposizioni penali contemplate nella legge n. 216.

Il Governo segue questi problemi, in vista di predisporre i propri eventuali interventi alla luce dell'esperienza che si va formando in questi primi periodi di applicazione della nuova normativa.

LEGISLATURA VII — DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

10. — Altre obiezioni sono state sollevate per il mancato inserimento, nella nuova normativa, di disposizioni dirette a disciplinare i cosiddetti « mercatini », vale a dire quelle riunioni non ufficiali, periodicamente organizzate presso le più importanti borse valori per la trattazione di titoli azionari non quotati.

Inutile sottolineare, in questo contesto, la importanza di queste riunioni nel favorire l'acclimatazione di nuovi titoli alla dinamica della contrattazione borsistica, permettendone gradualmente il successivo inserimento nei listini ufficiali, e nel rendere più regolari i corsi di tali titoli attraverso la concentra-

zione degli scambi e la pubblicità delle negoziazioni.

L'esigenza di un mercato ristretto o parallelo a quello ufficiale è del resto talmente sentita che, di fatto, dopo la nota sentenza della Corte di cassazione, si fa ricorso ai metodi più vari per realizzare la quotazione dei titoli non ammessi in borsa, senza adeguate garanzie e con difformità di criteri.

Il compito di regolamentare il problema è del legislatore, dinnanzi al quale si trovano progetti di legge di iniziativa di alcuni onorevoli parlamentari, ai quali il Governo è pronto a dare tutta la propria attenzione, con il supporto degli studi svolti e degli schemi legislativi già approntati in sede ministeriale.

III — I PROBLEMI DELLA CONSOB E L'ATTIVITA' DA ESSA SVOLTA NEL 1975**a) I problemi connessi all'avviamento del lavoro.**

Il problema della sede, la definizione del trattamento economico per i commissari, gli esperti e il personale dipendente, la determinazione del contingente di personale della Pubblica Amministrazione da destinare alla CONSOB.

11. — Nella relazione annuale trasmessami, la CONSOB pone in rilievo le difficoltà incontrate nei primi mesi della sua attività, a causa della scarsità di personale, della indisponibilità di una sede adeguata, dell'urgenza di dare attuazione immediata alle disposizioni delle leggi istitutive che prevedevano termini inderogabili.

Questi problemi di carattere pratico ed organizzativo, talora sottovalutati nella loro importanza, hanno pesato in misura considerevole sul puntuale svolgimento dell'attività istituzionale della CONSOB.

Al momento attuale, la CONSOB dispone di una sede idonea e sta provvedendo a dotare i propri uffici dei mezzi e del materiale indispensabile per lo svolgimento dell'attività istituzionale.

Poichè una parte considerevole del lavoro della CONSOB si basa sull'acquisizione di dati e notizie che vari soggetti giuridici sono tenuti a comunicarle, è in fase di studio — ad opera di un gruppo di esperti — la realizzazione di un sistema di elaborazione elettronica, che consentirà un più razionale sviluppo di questa attività.

12. — Anche il problema del personale, che non è soltanto un problema quantitativo,

è stato avviato a soluzione, pur tra numerose difficoltà che ancora permangono.

È in corso di perfezionamento, su proposta del Ministro del tesoro, il decreto del Presidente del Consiglio dei ministri che determina l'entità numerica del contingente di personale delle Amministrazioni dello Stato e degli enti pubblici che può essere assegnato in posizione di comando presso la CONSOB, nonché l'importo dell'indennità mensile prevista dall'articolo 2-sub 1 della legge n. 216.

Un disciplinare, allegato al decreto, precisa inoltre le modalità di assunzione e il trattamento economico da corrispondere agli esperti estranei alla Pubblica Amministrazione, che la CONSOB ha facoltà di assumere, in numero non superiore alle venti unità.

Con altro decreto del Presidente del Consiglio dei ministri è stato stabilito, infine, il trattamento economico spettante al presidente e agli altri membri della CONSOB.

b) L'organizzazione interna del lavoro.

13. — L'organizzazione interna che la CONSOB si è sinora data, in via del tutto provvisoria, in attesa di determinarla con propria formale deliberazione, in ossequio ai principi di autonomia organizzativa attribuitigli dal legislatore, riflette i due fondamentali settori della sua attività istituzionale: il controllo sul mercato dei valori mobiliari e quello sull'adeguatezza e sulla veridicità delle informazioni fornite al pubblico da società ed enti i cui titoli sono quotati nelle borse valori.

Vi è poi, ovviamente, l'attività amministrativa, che costituisce il necessario supporto

di ogni organizzazione burocratica e che, pur ridotta al minimo essenziale, è preordinata a garantire la corretta e regolare gestione delle spese e l'amministrazione del personale; è funzionante — anche se soltanto in embrione — una segreteria della Commissione incaricata tra l'altro di svolgere un primo grado di coordinamento interno, di redigere i verbali delle riunioni, di raccogliere le deliberazioni adottate e di svolgere tutto il lavoro accessorio; è in corso, infine, l'attività di raccolta e di classificazione di dati e notizie che, come si è già accennato, sarà in futuro svolta con l'ausilio di un elaboratore elettronico, la cui entrata in funzione richiederà un termine di circa due anni.

14. — Per quanto attiene ai compiti di vigilanza presso le singole borse valori e di controllo sull'operato degli agenti di cambio, la CONSOB dovrà nominare dei propri rappresentanti, che assumeranno la denominazione di « commissari di borsa » e sostituiranno gradualmente gli attuali funzionari, ivi distaccati dal Ministero del tesoro.

Questi funzionari svolgono attualmente il proprio lavoro secondo le direttive della CONSOB e ad essa riferiscono, giornalmente e settimanalmente, sull'andamento del mercato borsistico e sullo svolgimento della propria attività ispettiva.

Alcuni compiti sono già stati delegati — e altri potranno esserlo ulteriormente — ai Comitati direttivi degli agenti di cambio, alle deputazioni di borsa ed alle camere di commercio.

I primi due organi riferiscono mensilmente alla CONSOB sul proprio operato, illustrando — ciascuno secondo il proprio angolo visuale — l'andamento delle quotazioni e i problemi organizzativi ed amministrativi approntati nell'esercizio della propria attività istituzionale presso le rispettive borse valori.

c) *L'attività svolta e le decisioni adottate.*

15. — Dal 23 luglio al 31 dicembre 1975, la CONSOB ha tenuto 53 riunioni, regolarmente verbalizzate; sono state adottate 11

deliberazioni formali, delle quali 6 aventi rilevanza esterna.

Considerata l'impostazione data dalla CONSOB ai propri lavori, la forma della deliberazione è stata riservata generalmente soltanto a quei pochi provvedimenti destinati ad incidere nella sfera giuridica di altri soggetti, per cui era indispensabile l'emana-zione con atto deliberativo formale.

Tra le più importanti deliberazioni aventi rilevanza esterna sembra opportuno ricordare quelle dirette a delegare agli organi locali di borsa l'esercizio di talune attribuzioni in materia di organizzazione e funzionamento dei mercati borsistici.

È stato in tal modo attuato un ponderato decentramento di attribuzioni, così da rendere più efficace ed immediato il controllo pubblico sullo svolgimento dell'attività di borsa.

Altre deliberazioni hanno per oggetto interventi di varia natura, relativi a singole società con titoli quotati in borsa.

Le residue deliberazioni, infine, si riferiscono ad adempimenti amministrativi che per la loro incidenza sulla gestione contabile dell'istituzione richiedevano una decisione collegiale anche sul piano formale.

16. — L'attività della CONSOB si è svolta inoltre attraverso lo studio del mercato e si estrinseca, oltre che nella vigilanza sulle borse valori, nelle varie iniziative, anche di carattere ispettivo, adottate nei confronti delle società quotate e degli operatori di borsa.

Si sono avuti incontri con i responsabili di organismi rappresentativi di categoria, quali l'Associazione nazionale fra le società per azioni e l'Associazione bancaria italiana, per chiarire l'interpretazione su alcuni importanti punti controversi della nuova normativa e delle delibere adottate, in modo da semplificare l'adempimento degli obblighi posti a carico dei soggetti interessati.

Anche le deputazioni di borsa e i comitati direttivi degli agenti di cambio sono stati frequentemente convocati dalla CONSOB per definire le modalità di esecuzione dei rispet-

LEGISLATURA VII — DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

tivi compiti operativi, instaurando in tal modo un rapporto di stretta collaborazione funzionale.

Vanno ricordati, altresì, i contatti avuti con le Autorità governative e con gli onorevoli, componenti la Commissione del Senato che ha condotto l'indagine conoscitiva sulle borse valori, contatti che hanno offerto l'occasione per uno scambio di idee sulle esigen-

ze della CONSOB e sul modo di provvedere al loro soddisfacimento.

Non va taciuto, infine, il lavoro di predisposizione dei regolamenti di organizzazione e funzionamento che la CONSOB deve attribuirsi, secondo il potere di autoregolamentazione riconosciute dalla legge n. 216 e che la Commissione si sta apprestando a sottoporre al previsto *iter* di approvazione.

IV — BREVI CONSIDERAZIONI SULL'ANDAMENTO DEL MERCATO BORSISTICO NEL 1975

17. — Nell'anno 1975, il mercato dei valori mobiliari è apparso caratterizzato dai medesimi squilibri che avevano negativamente influenzato l'attività borsistica negli anni precedenti.

In primo luogo deve essere ricordato, per quanto concerne le caratteristiche del materiale offerto in trattazione, l'ulteriore accentuarsi, in termini di volume, della sproporzione esistente tra i titoli a reddito fisso e titoli a reddito variabile.

Un altro fattore negativo è rappresentato dal volume relativamente modesto delle transazioni, rispetto al volume dei titoli in quotazione, il che porta, almeno di fatto, ad una riduzione della pronta liquidabilità degli investimenti in titoli mobiliari.

Questo fenomeno appare molto più accentuato per i titoli a reddito fisso, ma si presenta indubbiamente con carattere di gravità anche nel settore dei titoli azionari, dove si registra per di più una forte concentrazione degli scambi attorno a pochi titoli del listino.

18. — Per quanto concerne il corso dei titoli, l'anno 1975 ha mostrato un andamento dei corsi generalmente depresso, salvo qualche breve spunto di vivacità, localizzabile nei primi e negli ultimissimi mesi dell'anno.

Più in particolare, l'andamento del mercato azionario può essere suddiviso in quattro distinti periodi: il primo, che va fino al mese di marzo, caratterizzato da una sensibile ripresa delle quotazioni, a causa delle positive informazioni sulla distribuzione dei dividendi e delle attese di aumenti dei va-

lori patrimoniali delle imprese; il secondo, che comprende i mesi di aprile, maggio e giugno, con andamento dei corsi quasi stazionario e con scarsità di transazione; il terzo, che va fino ad ottobre, contrassegnato da una notevole flessione dei corsi, dovuta al prevalere dell'andamento negativo dei profitti, alle incertezze sull'evoluzione degli stessi e, da ultimo, anche alle notizie non molto confortanti sulla situazione di talune delle più importanti società quotate, evidenziate dalle relazioni semestrali degli amministratori; il quarto, infine, con una lieve ripresa dei corsi, in conseguenza delle migliorate prospettive congiunturali di taluni settori dell'industria.

19. — In termini statistici, fatto uguale a 100 l'anno 1975, l'andamento medio dei titoli azionari è passato da 149,5 nel 1974 a 111 nel 1975, facendo registrare una flessione dei corsi pari al 25,8 per cento, il che ha portato (anche a causa di un certo incremento registratosi nel dividendo unitario dei titoli) ad un notevole aumento del rendimento medio effettivo delle azioni.

Analizzato nella sua evoluzione dinamica, l'indice anzidetto è salito da 115,2 nel dicembre 1974 a 130,3 nel marzo 1975, per poi ridiscendere progressivamente fino a toccare, ai primi di novembre, il minimo storico del periodo 1958-1975, rappresentato dal valore minimo di 39,9.

L'aumento del saggio di rendimento medio effettivo dei valori mobiliari è stato uno dei fenomeni più rilevanti dell'anno 1975 ed ha interessato in diversa misura tutte le categorie di titoli mobiliari.

LEGISLATURA VII — DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

In particolare, nei confronti dell'anno precedente, esso è passato dal 9,11 al 10,6 per cento per i titoli di Stato; dal 9,43 al 10,56 per cento per le obbligazioni e dal 2,95 al 4,89 per cento per le azioni.

20. — Nella relazione trasmessami, la CONSOB pone in rilievo alcune circostanze che hanno esercitato notevole influenza nel determinare il *trend* recessivo che ha contraddistinto nel complesso il mercato azionario nell'ultimo quindicennio.

I titoli a reddito variabile, che nel 1962 avevano rappresentato il 65 per cento del totale delle attività finanziarie, sono scesi a rappresentare soltanto il 19 per cento nel 1975, mentre le azioni quotate nelle borse valori, che nel 1962 avevano costituito il 54 per cento del totale dei titoli azionari emessi, sono scese al 31 per cento nel 1975.

L'evoluzione negativa fatta riscontrare da questi due dati mostra assai chiaramente quanto la borsa valori abbia perso nell'ultimo quindicennio come mercato naturale dei titoli azionari.

Anche il mercato primario delle azioni mostra una chiara tendenza recessiva e le emissioni di nuovi titoli azionari, che nel 1962 avevano costituito il 10 per cento rispetto al totale del risparmio nazionale lordo, sono scese al 6 per cento nel 1975, riflettendo così la loro tendenza ad offrire sempre minor contributo al finanziamento delle imprese.

21. — Dal punto di vista della contabilità aziendale, il riflesso di questa tendenza recessiva è costituito dalla diminuita consistenza dei fondi propri e dall'aumento dell'indebitamento, rilevabili da un'analisi della composizione del passivo di bilancio delle imprese.

In particolare, dal 1962 al 1975, la consistenza dei fondi propri è notevolmente diminuita, passando dal 49 al 20 per cento, mentre l'indebitamento a breve è salito — sempre nello stesso periodo — dal 26 al 36 per cento e quello a medio e lungo termine (mutui ed obbligazioni) dal 22 al 39 per cento.

Anche questi ultimi dati rappresentano una conferma della progressiva tendenza delle imprese a spostare l'asse del proprio finanziamento del capitale di rischio, e più in generale dai mezzi propri, verso l'indebitamento nei confronti del sistema bancario e del pubblico degli obbligazionisti.

Infatti, anche se l'acquisizione netta di capitale di rischio da parte delle imprese è stata complessivamente maggiore nel 1975 rispetto all'anno precedente (1.380 miliardi contro 771), essa continua ad essere del tutto insoddisfacente per le grandi imprese, che hanno i propri titoli quotati nelle borse valori.

Per contro, ben maggiore è stato l'apporto in termini assoluti, e l'aumento in termini percentuali, delle emissioni di titoli obbligazionari, al netto di scarti e rimborsi, passate da 3.473 miliardi di lire nel 1974 ai 14.588 miliardi del 1975.

22. — Concludendo, il mercato azionario nelle borse valori mostra una netta tendenza al ristagno, sia per quanto concerne i quantitativi di titoli in queste trattate, sia per quanto concerne il ventaglio delle possibili scelte alternative offerte al potenziale investitore, a causa della sostanziale stazionarietà del numero dei titoli figuranti in listino.

Questa situazione trae la propria origine da cause molteplici, in gran parte estranee allo stesso istituto borsistico, che si limita a registrarne e subirne la negativa influenza.

La diminuita importanza delle emissioni azionarie, rispetto al totale dei nuovi mezzi finanziari acquisiti dalle imprese, è indice della trasformazione profonda subita dalla società per azioni sul terreno della realtà concreta nel corso di questi ultimi anni. Occorre quindi operare perchè i titoli azionari possano riacquistare un maggiore interesse presso il pubblico dei risparmiatori, in modo da ricondurre gradualmente le imprese ad un migliore equilibrio finanziario e ad una più armonica ripartizione delle nuove esigenze finanziarie tra le diverse possibili fonti di finanziamento.

V — CONCLUSIONI

23. — Un giudizio conclusivo sul lavoro svolto dalla CONSOB nei suoi primi mesi di attività non può prescindere dal considerare le molteplici difficoltà di carattere organizzativo, che ogni nuova istituzione incontra nella fase della sua entrata in funzione.

Queste difficoltà, stante la vasta gamma di compiti affidatili, non potevano consentire la piena operatività del nuovo istituto fin dal primo momento, come del resto dimostra anche l'esperienza di consimili istituzioni estere, ad esempio la COB (Commission des operations de bourse) francese.

Malgrado le difficoltà organizzative di primo periodo, oggi avviate a soluzione, non è tuttavia mancata da parte della CONSOB la volontà di esecuzione di quegli adempimenti che la normativa e la situazione del mercato ponevano in termini di assoluta indifferibilità.

D'altra parte, proprio il carattere profondamente innovativo dell'istituto, nel quale si accentra ormai il controllo pubblico della borsa e la vigilanza sulla completa e veritiera informazione delle società quotate, richie-

de di per sé il contributo di esperienze acquisite nel confronto quotidiano con la realtà di un mercato estremamente sensibile, affinché gli interventi si dimostrino sempre più affinati ed incisivi.

Non sembrano pertanto giustificate talune critiche e riserve che sono state espresse riguardo alla vitalità della nuova istituzione che, ritengo necessario sottolineare, rappresenta soltanto il momento iniziale di un più vasto processo di chiarificazione e riassetto del nostro mercato mobiliare, processo legato altresì a fattori di ordine più generale.

La complessa e delicata azione della CONSOB, intesa come « strumento tecnico » preposto alla regolazione di un mercato, peraltro appesantito e in parte condizionato da strutture e da una legislazione largamente superate, richiede un costante affiancamento del potere politico rivolto oltre che all'ammodernamento tecnico-legislativo delle strutture, alla creazione di migliori e più fondate condizioni di operatività della borsa.

Il Governo, da parte sua, desidera esprimere la propria volontà di operare in tale senso.