

3

SEDUTA DI GIOVEDÌ 7 NOVEMBRE 1991

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE ANGELO TIRABOSCHI

PAGINA BIANCA

La seduta comincia alle 18,10.

(La Commissione approva il processo verbale della seduta precedente).

Audizione dei rappresentanti della CONSOB.

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sui problemi connessi alle modalità, alle procedure e agli effetti istituzionali e finanziari dei processi di dismissione delle partecipazioni pubbliche, l'audizione dei rappresentanti della CONSOB.

Ringrazio il presidente Pazzi ed il direttore generale Conti per aver corrisposto all'invito della nostra Commissione.

Riteniamo che questa audizione rivesta una particolare importanza al fine di comprendere come potrà muoversi il mercato in rapporto al disegno di legge (Atto Camera n. 6000) di conversione del decreto-legge 3 ottobre 1991, n. 309, recante trasformazione degli enti pubblici economici e dismissione delle partecipazioni statali.

Abbiamo posto questa mattina ai rappresentanti della Confindustria ed a quelli dei sindacati alcuni interrogativi circa le possibilità di attuazione del decreto ed anche circa la stima fatta dal Governo in merito alle entrate che il decreto stesso potrebbe determinare; è chiaro, però, che la CONSOB potrà dirci di più, per esempio sulla possibilità di un intervento dei risparmiatori. Naturalmente, tutto dipenderà anche dalle procedure che verranno seguite e da che cosa effettivamente sarà dismesso e posto in vendita. Ci è sembrato comunque di ca-

pire che sulla trasformazione degli enti in società per azioni non vi sono posizioni negative pregiudiziali; tutti riconosciamo che questa impostazione è opportuna, naturalmente sarà necessario verificare se sia possibile attuarla e con quali strumenti, nonché analizzare in che modo potrà reagire il mercato e quali eventuali ripercussioni, anche di ordine strategico più ampio, potranno aversi.

Conclusa questa breve introduzione, ringrazio nuovamente i rappresentanti della CONSOB e do senz'altro la parola al presidente Pazzi.

BRUNO PAZZI, *Presidente della CONSOB*. Il contributo che posso recare all'indagine condotta da questa Commissione non può che riguardare le relazioni tra i processi di dismissione delle partecipazioni pubbliche e l'assetto e le dinamiche del mercato azionario.

In via preliminare, ritengo peraltro di dover fare alcune considerazioni di carattere generale.

Nella letteratura specializzata e nel dibattito politico si è soliti indicare nel risanamento del *deficit* dello Stato, nel perseguimento di una maggiore efficienza produttiva e nella riduzione dell'intervento pubblico nell'economia gli obiettivi di un disegno di dismissioni del patrimonio mobiliare pubblico.

Sotto questo profilo la materia evoca questioni complesse, che implicano il confronto tra sistemi economici, l'individuazione del ruolo da assegnare allo Stato nella conduzione del sistema, la determinazione della misura adeguata del debito pubblico. Si tratta di questioni sulle quali altri esprimeranno la propria opinione nel corso di queste audizioni.

Due aspetti, però, assumono una particolare importanza nel considerare l'opportunità di un programma di privatizzazione. Il primo è connesso al processo di integrazione europea. Il secondo aspetto riguarda il peso che l'intervento pubblico ha assunto nel nostro paese, rispetto agli altri principali paesi europei. L'integrazione europea, con il suo grande contenuto di pensiero liberista, comporta un vero e proprio cambiamento di rotta rispetto al passato, con l'abbandono delle grandi utopie collettivistiche e l'adozione di nuove regole basate sulla libertà di impresa, sulla libertà di mercato e sulla libertà di concorrenza.

L'approccio liberista, che è il filo conduttore dei trattati europei, non può che postulare un ritorno al capitale privato di tutte quelle iniziative che, prive di specifiche valenze strategiche, possono, come già è successo in analoghe esperienze straniere, entrare a far parte degli investimenti diretti dei cittadini e dei risparmiatori, nazionali ed europei.

Per quanto riguarda il secondo aspetto, in Italia la presenza dello Stato nell'economia ha raggiunto dimensioni tali che sembra opportuno esprimere un giudizio di favore nei confronti di una riforma dell'assetto proprietario dell'apparato produttivo che garantisca piena espressione della libertà di iniziativa privata. In tal modo, il mercato potrà svolgere con più efficacia quel ruolo di allocatore delle risorse che difficilmente si concilia con le esigenze connesse con l'intervento pubblico.

Il peso delle imprese pubbliche sul totale del sistema delle imprese ha infatti raggiunto in Italia un livello più elevato che negli altri principali paesi europei. È stato calcolato un indicatore della dimensione relativa dell'impresa pubblica che tiene conto delle quote di valore aggiunto, di formazione di capitale e di occupazione delle imprese pubbliche sul totale. Tale indicatore è pari al 20 per cento in Italia, rispetto al 18 per cento in Francia, al 12 per cento in Germania ed al 7 per cento in Gran Bretagna. Inoltre se si considera il solo mercato di borsa

italiano, le società a proprietà pubblica rappresentano oltre il 35 per cento della capitalizzazione totale. A questa valutazione di tipo quantitativo, si aggiunge il fatto che in Italia la maggior parte delle acquisizioni di imprese da parte dello Stato ha risposto a logiche diverse da quelle di una definitiva strategia industriale. Accade così che lo Stato si trovi oggi ad operare come produttore in settori, come quello dei beni di consumo, in cui svolge un compito che poco ha a che vedere con le funzioni pubbliche e che, a causa dei prezzi politici o della mancanza di vincoli di bilancio, può condizionare anche i risultati delle imprese private concorrenti di quelle pubbliche.

Alle autorità politiche e di Governo spetta il compito di rimeditare il disegno che fino ad oggi ha indirizzato le linee dell'intervento diretto dello Stato nell'economia.

Da parte di chi è chiamato a svolgere un'attività di controllo in un settore che risponde strettamente a logiche di mercato, come è quello del mercato mobiliare, non può che venire un incoraggiamento ad estendere queste logiche a settori sempre più vasti dell'attività economica.

L'ampliamento del mercato, l'offerta di nuovi prodotti e la presenza di nuovi investitori, conseguenti alla realizzazione di operazioni di privatizzazione, rappresentano un'importante occasione di sviluppo per il mercato azionario sulle cui condizioni di trasparenza e di buon funzionamento la CONSOB è incaricata di vigilare.

Importanti obiettivi della politica di privatizzazione sono infatti quelli di promuovere una proprietà azionaria diffusa e di dare alla borsa italiana quello spessore necessario per competere con i mercati mobiliari più sofisticati ed evoluti.

Se il punto di osservazione del fenomeno è quello del mercato mobiliare, il termine « privatizzazione » interessa in entrambi i significati cui si riferisce il decreto legge all'esame del Parlamento: « privatizzazione » intesa sia come « privatizzazione della forma giuridica di eser-

cizio dell'impresa », sia come « passaggio a privati della proprietà dell'impresa ».

Quanto al primo significato, si fa riferimento alla trasformazione dell'ente pubblico in società per azioni. A tale trasformazione deve innanzitutto essere attribuito il compito di creare un valore mobiliare negoziabile. Il bene « azione di società » ha infatti il pregio di mobilitare la ricchezza e di essere dotato di una serie di diritti ed obblighi ampiamente disciplinati dal codice civile in maniera generale e valida per tutti.

L'ente pubblico economico, al contrario, agisce seguendo meccanismi decisionali non sempre trasparenti e comunque diversi da caso a caso. Ciò rende talora complesso individuare le responsabilità di gestione, mancando quelle precise linee di demarcazione tra competenze dei proprietari e competenze dei gestori, e cioè tra assemblea e consiglio di amministrazione, rinvenibili nell'ordinamento della società per azioni.

La società per azioni rende inoltre meno macchinoso il finanziamento dell'impresa grazie all'istituto del capitale sociale e alla possibilità di aumentarlo secondo regole precise e comunque più agili dei trasferimenti di mezzi finanziari ai fondi di dotazione.

Non va poi dimenticato che in Europa la società per azioni vanta un sistema normativo ampiamente armonizzato, per cui un'impresa gestita in tale forma « parla » un linguaggio comprensibile a tutti i possibili *partner*, a differenza di un ente pubblico governato dal diritto amministrativo nazionale del singolo Stato.

Per concludere in tema di vantaggi della società per azioni rispetto all'ente pubblico, voglio ricordare un aspetto su cui la CONSOB ha acquisito in questi anni notevole esperienza. Grazie a un *corpus* normativo composto dalle norme del codice civile, dalla legislazione speciale sui valori mobiliari e dalla regolamentazione amministrativa della CONSOB stessa, si può dire che le società per azioni — quantomeno quelle quotate in borsa — hanno fatto propria la cultura della trasparenza. I principi di redazione

dei bilanci, la revisione contabile, le comunicazioni alla CONSOB, la divulgazione dei dati e delle notizie significative, nonché il prospetto informativo sono tutti strumenti che garantiscono una conoscenza della gestione dell'impresa non solo verificabile con criteri oggettivi, ma anche comparabile con quella di altre imprese. È in virtù di questi strumenti che è possibile assegnare all'impresa, e conseguentemente all'azione come titolo di proprietà, un valore preciso che difetta nel caso degli enti pubblici economici.

Il punto di vista del mercato mobiliare impone di prendere in considerazione anche, e soprattutto, il secondo dei significati del termine « privatizzazione », e cioè il passaggio da una proprietà pubblica dell'impresa ad una proprietà privata della stessa. In tal senso una politica di privatizzazioni rappresenta una grande occasione di crescita del mercato.

Una volta creato il prodotto « azione » con la trasformazione dell'ente pubblico in un soggetto societario disciplinato da regole di diritto privato, è necessario approfondire l'aspetto della vendita di questo prodotto. Il fatto che venga dismesso un bene appartenente al patrimonio della collettività, impone che vengano seguite procedure idonee ad assicurare l'imparzialità e la realizzazione dell'interesse pubblico ad ottenere dalla vendita un prezzo adeguato.

Nel dettare le regole nel cui contesto le privatizzazioni devono avvenire, è opportuno tenere conto delle esperienze straniere. In un'ottica che privilegia il punto di vista del mercato mobiliare, si può affermare che l'esperienza inglese offre spunti di maggiore interesse rispetto a quella francese. In Gran Bretagna, infatti, la gran parte delle privatizzazioni è avvenuta sul mercato aperto, giovandosi delle tradizioni finanziarie e dell'efficienza della borsa di quel Paese. L'esperienza inglese degli anni ottanta costituisce uno dei principali esempi di processi di privatizzazione. Il ridimensionamento del ruolo dello Stato nel sistema produttivo rappresentava uno dei punti cardine del programma politico del partito conservatore,

che avviò nel 1979 un processo di privatizzazione su larga scala. La linea di fondo era caratterizzata da una ampia flessibilità, senza prevedere particolari scelte o scadenze temporali.

Nel giro di dieci anni il governo britannico ha attuato la cessione a privati di oltre quaranta importanti società, riducendo dal sedici al sette per cento il peso relativo delle imprese pubbliche all'interno dell'economia nazionale e conseguendo consistenti risultati di miglioramento dei conti pubblici. Più di metà delle operazioni di privatizzazione sono state effettuate con il collocamento in borsa delle azioni delle società pubbliche, sottoscritte da oltre sei milioni di nuovi azionisti. Nell'anno successivo alla privatizzazione, l'andamento delle quotazioni dei titoli è stato in oltre la metà dei casi superiore alla media del mercato, garantendo in tal modo una buona remunerazione del capitale investito dai risparmiatori.

Agli investitori sono state fornite tutte le necessarie informazioni, tramite prospetti informativi relativi alle imprese oggetto di dismissione. Il collocamento delle azioni è stato effettuato da intermediari altamente professionali, per la scelta dei quali il governo ha fatto ricorso ad un meccanismo di asta.

Nella realizzazione di tale procedimento gli intermediari interessati a partecipare ai consorzi di collocamento fanno pervenire le proprie offerte con indicazione del prezzo e delle quantità di azioni, che sono disposti a sottoscrivere. Vengono quindi soddisfatte le offerte che assicurano il maggiore introito per le casse dello Stato. Gli intermediari provvedono poi, attraverso un'offerta pubblica di vendita a prezzo fisso, a collocare tra il pubblico il proprio lotto di azioni.

In Francia per la vendita delle imprese pubbliche il governo si è servito del mercato borsistico in misura subordinata rispetto alla trattativa privata con la quale ha proceduto al trasferimento dei pacchetti di controllo. In effetti le azioni delle imprese pubbliche sono state ripar-

tite in due lotti: il primo - di maggioranza o comunque idoneo ad assicurare il controllo di fatto - veniva acquistato da un nucleo (detto « nucleo duro ») di azionisti di riferimento, composto generalmente da banche e imprese industriali private. Il secondo lotto veniva offerto sul mercato ai piccoli risparmiatori.

Tale procedura è stata oggetto di critica perché, anziché realizzare una riforma del sistema economico caratterizzata dalla creazione di una proprietà azionaria diffusa, ha consentito il rafforzamento di forme di concentrazione della proprietà azionaria.

Critiche non meno severe sono state mosse al ridotto introito conseguito dallo Stato in seguito alle dismissioni. È stato rilevato che le offerte pubbliche avvenivano a prezzi eccessivamente bassi, tanto che la lievitazione dei corsi di borsa nei giorni successivi all'offerta pubblica è stata imputata essenzialmente alla sottostima del prezzo dell'offerta iniziale. Va detto comunque che, nonostante le privatizzazioni francesi abbiano seguito procedure poco trasparenti e non si siano poste l'obiettivo della creazione di una democrazia societaria, il mercato borsistico ha tratto dalle operazioni stesse notevole giovamento in termini di capitalizzazione complessiva, di spessore del listino e di interesse dei risparmiatori.

Alla luce delle esperienze straniere è possibile tracciare le regole fondamentali per operazioni di privatizzazione che si pongano quali obiettivo la crescita del mercato mobiliare e lo sviluppo del risparmio. Innanzitutto i potenziali acquirenti debbono essere messi in grado di valutare consapevolmente l'investimento che viene loro proposto. Senza un'adeguata conoscibilità del bene oggetto di trasferimento difficilmente è possibile formulare un prezzo di acquisto che abbia una giustificazione economica. D'altro canto il principio di parità di trattamento impone di eliminare qualunque vantaggio a favore di eventuali *insider*. Le imprese pubbliche debbono allora venire sottoposte a procedure di stima di cui si deve dare conto, non solo in relazione ai risul-

tati, bensì a tutto il processo valutativo. La trasparenza di quest'ultimo e non dei soli risultati finali consente infatti di conoscere l'impresa in ogni sua potenzialità, per quanto attiene sia alla struttura patrimoniale sia alle prospettive reddituali. D'altra parte la pubblicazione delle valutazioni aziendali sta diventando obbligatoria in occasione di particolari operazioni societarie. Se già la raccomandavano, in via generale, la dottrina e la prassi, oggi la impone la nuova disciplina codicistica delle fusioni.

Il documento dove tali valutazioni potrebbero trovare idonea collocazione è un prospetto informativo, sui contenuti del quale la CONSOB ha acquisito in questi anni una compiuta esperienza. Alcune osservazioni possono inoltre essere portate in merito alle tecniche di vendita delle imprese pubbliche.

Una prima distinzione necessaria è da evidenziarsi tra vendita di quote di minoranza e dismissione del controllo dell'impresa. La prima non configura una privatizzazione, bensì una mera raccolta di capitali di rischio realizzata tra il pubblico dei risparmiatori anziché attingendo alle casse dello Stato. Per realizzare una vera privatizzazione si può procedere vuoi vendendo ad un singolo privato il pacchetto di maggioranza vuoi con la creazione di nuove società formate con conferimenti di società pubbliche e private il cui controllo sia comunque trasferito a soggetti privati, vuoi parcellizzando la proprietà in piccole frazioni di capitale da diffondere presso il pubblico dei risparmiatori. È ovvio che, dal punto di vista della privatizzazione come mezzo di crescita del mercato mobiliare, quest'ultima soluzione gode di maggior favore presso l'organo di controllo dei mercati.

L'esperienza comparatistica – in particolare anglosassone – insegna infatti che vi è una corrispondenza biunivoca tra le società le cui azioni siano detenute da un vasto pubblico di azionisti e senza un socio di maggioranza, definite *public company*, ed un mercato borsistico efficiente e sviluppato. Fin tanto che le transazioni aventi ad oggetto il controllo della so-

cietà avvengono fuori borsa, i prezzi del mercato ufficiale non sono in grado di esprimere il valore effettivo dell'impresa. I prezzi scontano infatti l'impossibilità di esercitare, con le azioni acquistate sul mercato, una legittima influenza sulla gestione dell'impresa e soprattutto sulla nomina del *management*.

Il discorso valido nelle operazioni tra privati vale a maggior ragione per le privatizzazioni. Ogni dismissione che contempra la vendita ad un singolo del pacchetto di maggioranza pone in secondo piano la tutela del risparmio diffuso e non esplica pienamente le potenzialità di sviluppo del mercato mobiliare connesse con una politica di privatizzazione. Comunque è bene sottolineare che anche in quei casi in cui altri obiettivi siano meritevoli di essere perseguiti più dello sviluppo del mercato mobiliare, devono prevedersi regole che consentano la scelta dell'acquirente ottimale, sia sotto il profilo economico sia per le capacità manageriali.

Qualora poi venga ceduto il controllo di una società già quotata in borsa, è necessario applicare anche alle privatizzazioni quelle cautele a tutela degli azionisti di minoranza in merito alle quali questa Camera è in procinto di adottare una legge *ad hoc*. Mi riferisco alla tematica dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria e del conseguimento del premio di controllo anche da parte degli investitori esterni.

Venendo al punto cruciale – privatizzazione e creazione di una proprietà azionaria diffusa – è bene puntualizzare sin d'ora che si tratta di un processo che richiede più tempo della vendita di pacchetti di controllo attraverso una trattativa diretta, tenendo soprattutto conto delle capacità contingenti di assorbimento del mercato. Il problema da risolvere nel contesto di una privatizzazione diffusa è essenzialmente quello di rendere appetibili le azioni e, nello stesso tempo, evitare che un prezzo di collocamento troppo basso faciliti rastrellamenti sul mercato secondario, permettendo così in sostanza di realizzare quella concentra-

zione della proprietà che l'operazione intendeva invece evitare. Per incentivare una proprietà azionaria diffusa e rivitalizzare il mercato potrebbe inoltre risultare fruttuosa una riflessione sull'abbinamento dei titoli di debito pubblico con forme di azionariato che evitino di mettere in concorrenza i titoli di Stato con i titoli riventi dalle privatizzazioni ed abituino al contempo il risparmiatore all'investimento borsistico. Emissioni di titoli di Stato con *warrant* o convertibili potrebbero raggiungere la finalità predetta.

In sintesi, le operazioni di privatizzazione che utilizzassero il mercato azionario come canale per il trasferimento della proprietà dallo Stato ai risparmiatori possono stimolare l'evoluzione e la crescita del mercato mobiliare italiano. In primo luogo, l'offerta al pubblico di quote di società privatizzate consentirebbe l'allargamento del mercato azionario attraverso la quotazione di nuovi titoli, qualora le società privatizzate non fossero precedentemente quotate in borsa, o un aumento del flottante nel caso contrario. In ogni caso si avrebbe un aumento della quantità di azioni disponibile per le contrattazioni, con effetti positivi sulla stabilità e sull'efficienza del mercato. La quotazione di nuove società, in particolare, consentirebbe di allargare l'articolazione dell'offerta di titoli sul mercato italiano che, rispetto ai principali mercati esteri, presenta un basso numero di società quotate e soprattutto un numero ridotto di entità economiche rappresentate. Molte società attualmente quotate, infatti, fanno parte di pochi gruppi societari. Inoltre l'aumento dello spessore del mercato garantirebbe una più elevata liquidità agli scambi ed una maggiore stabilità ai prezzi.

In secondo luogo, la realizzazione di operazioni di privatizzazione sul mercato può favorire la diffusione della proprietà azionaria, coinvolgendo nel mercato del capitale di rischio i flussi di risparmio delle famiglie attualmente impiegati prevalentemente nel finanziamento del debito pubblico. Un maggiore orientamento del risparmio familiare verso il capitale

di rischio avrebbe effetti positivi per l'intero sistema delle imprese italiane. Negli altri paesi le privatizzazioni hanno contribuito notevolmente all'allargamento della base azionaria: in Gran Bretagna il numero di azionisti è aumentato tra il 1979 ad oggi da 3 a 11 milioni.

Infine, sarebbe favorito lo sviluppo dell'attività di intermediari specializzati, come i fondi pensione o i fondi chiusi, una volta che fossero approvate le leggi che ne disciplinano il funzionamento. Alla nascita ed al consolidamento di questi intermediari gioverebbe molto un mercato azionario in crescita, trainato dalla realizzazione di ingenti operazioni di collocamento, al cui interno gli investitori istituzionali sarebbero chiamati a svolgere un ruolo fondamentale. D'altra parte va anche considerato che le caratteristiche strutturali ed istituzionali del mercato azionario rivestono un ruolo fondamentale per agevolare l'assorbimento di quella parte delle operazioni di privatizzazione realizzate mediante il collocamento di titoli azionari in borsa.

L'esperienza degli scorsi anni ha dimostrato infatti che un andamento ordinato e favorevole delle contrattazioni sul mercato secondario è una condizione necessaria per stimolare la partecipazione degli investitori alla sottoscrizione di nuove emissioni.

Attualmente il mercato azionario italiano sta vivendo un momento di intensa e profonda riforma organizzativa e strutturale. Nel prossimo mese di gennaio entreranno in attività le SIM, e nel corso del 1992 saranno attuate decisive riforme delle procedure di contrattazione.

Si tratta quindi di un periodo estremamente importante per l'evoluzione della borsa italiana. Dalla capacità di valorizzare le potenzialità che sono presenti nell'attuale processo di trasformazione, dipende la possibilità di realizzare in Italia un mercato azionario in grado di confrontarsi con i mercati internazionali e di cogliere le possibilità di sviluppo che provengono dal processo di privatizzazione.

Nell'attuazione di una politica di privatizzazioni, è necessario valutare l'im-

patto che il flusso dei titoli offerti può esercitare sul mercato azionario e determinare di conseguenza quale possa essere la sua capacità di assorbimento.

Il quadro degli ultimi mesi segnala una fase di difficoltà del mercato azionario: la capitalizzazione di borsa è attualmente di circa 175 mila miliardi di lire a fronte di un massimo di 215 mila miliardi raggiunto nel 1989. La raccolta di denaro fresco in borsa è stata pari nel 1990 a 9.400 miliardi di lire, a fronte di un massimo di quasi 15 mila miliardi del 1986. Nei primi sei mesi del 1991 è stata inferiore ai 2 mila miliardi. Inoltre, una volta considerato che circa il 60 per cento delle azioni è « bloccato » nei pacchetti di controllo, l'insieme dei titoli effettivamente in circolazione – che costituisce il cosiddetto flottante – risulta pari a 70 mila miliardi di lire. Allo stesso modo, il denaro fresco destinato dai risparmiatori alle società in occasione degli aumenti di capitale, non considerando quindi le quote sottoscritte dagli azionisti di controllo, non ha superato lo scorso anno i 4 mila miliardi, e i dati del primo semestre 1991 ne segnalano una riduzione a meno di mille miliardi.

Come già detto, l'attuazione della legge sulle SIM consente di dotare il mercato di alcune caratteristiche strutturali necessarie per un miglioramento della sua stabilità ed efficienza, condizioni queste necessarie per realizzare le operazioni conseguenti ad un vasto processo di privatizzazione.

In primo luogo, la concentrazione degli scambi in borsa prevista dalla legge sulle SIM consente una maggiore rappresentatività e certezza dei prezzi determinatisi in borsa. In secondo luogo, l'introduzione delle SIM, dotate della forma societaria e di determinati requisiti patrimoniali, rappresenta un elemento di maturazione del mercato sotto il profilo dell'efficienza e della solidità degli intermediari, favorendo quindi la fiducia dei risparmiatori. Infine, le riforme tecniche che la CONSOB sta attuando in materia di modalità di contrattazione e di procedure di liquidazione, grazie alle facoltà

attribuitele dalla legge sulle SIM, aumentano l'efficienza del mercato. È pertanto presumibile attendersi da questo processo in atto una crescita del volume degli scambi, un più elevato grado di efficienza e una maggiore chiarezza dei prezzi.

Data la situazione congiunturale del mercato azionario, questi positivi progressi sul piano strutturale possono però non essere sufficienti a garantire nell'immediato l'assorbimento di una quantità eccezionale di titoli derivanti da estese, ma straordinarie, operazioni di privatizzazioni.

La commissione Scognamiglio sulle privatizzazioni ha valutato inoltre 90 mila miliardi il capitale netto delle imprese pubbliche potenzialmente oggetto di privatizzazione. Anche considerando che i progetti di privatizzazione non siano estesi alla loro totalità e non prevedano necessariamente la cessione del 100 per cento delle azioni, la dimensione complessiva delle operazioni di privatizzazione da realizzare nei prossimi anni resta molto elevata. Per il 1992 l'obiettivo indicato dal Governo è di realizzare, attraverso le dismissioni, entrate per circa 15 mila miliardi.

Alla luce di queste considerazioni, si ritiene che l'introduzione di alcuni provvedimenti tesi ad agevolare la domanda di titoli azionari da parte del mercato possa risultare estremamente utile ai fini del processo di privatizzazione.

Faciliterebbe tale processo la presenza sul mercato italiano di investitori istituzionali, che per la loro natura sono in grado di effettuare ingenti volumi di investimenti. In Italia attualmente la gamma di investitori istituzionali operanti sul mercato è estremamente ridotta rispetto a quella dei mercati dei principali paesi. Questa situazione è anche conseguenza dei tempi della produzione legislativa, che hanno ritardato l'approvazione delle leggi necessarie per l'istituzione di nuove figure di intermediari.

Allo stato attuale, il panorama degli investitori istituzionali comprende solo i fondi comuni di investimento e le compagnie di assicurazione che operano nel

ramo vita. Limiti istituzionali e regolamentari riducono però il peso e la libertà di comportamento di questi investitori sui mercati mobiliari.

Si avverte, in particolare, la mancanza di investitori istituzionali orientati al lungo periodo, che possano svolgere il ruolo di stabilizzatori del mercato. Ai fondi pensione, si riconosce generalmente la capacità di portare sul mercato il risparmio previdenziale delle famiglie come fonte di finanziamento delle imprese. Un ulteriore elemento che potrebbe contribuire alla realizzazione sul mercato mobiliare delle operazioni di privatizzazione è rappresentato dalla possibile introduzione di misure di agevolazione fiscale all'investimento azionario.

In altri paesi, in particolare in Francia e in Gran Bretagna, misure di agevolazione fiscale in tal senso sono state introdotte nel corso degli anni ottanta, anche allo scopo di favorire il collocamento presso le famiglie delle azioni di società privatizzate. Pur mancando esperienze concrete in Italia di misure di agevolazione del tipo in esame, utili indicazioni in tal senso potranno essere ricavate dall'applicazione di alcune norme contenute in recenti provvedimenti legislativi.

Il riferimento è fatto, in primo luogo, alla legge n. 102 del 25 marzo 1991, che ha definitivamente introdotto la tassazione dei guadagni di capitale. La legge stabilisce che, con i decreti legislativi che il Governo dovrà emanare entro il 31 dicembre 1992, concernenti il riordino del trattamento tributario dei redditi da capitale, saranno previste particolari disposizioni per favorire l'acquisto o la sottoscrizione, da parte di lavoratori dipendenti, di azioni ed obbligazioni convertibili emesse da società non finanziarie o immobiliari, di nuova ammissione al mercato di borsa.

Di importante rilievo, per il significato di scelta che essa assume, è una disposizione contenuta nel disegno di legge in materia fiscale di accompagnamento alla legge finanziaria. Essa prevede che, nell'ambito delle misure agevolative rivolte a favorire la formazione del risparmio

delle famiglie, sia consentito di detrarre dal reddito imponibile gli acquisti di azioni quotate o negoziate al mercato ristretto di nuova emissione. La deducibilità è consentita fino a un tetto di 9 milioni e mezzo, che è stabilito in maniera cumulata anche per le agevolazioni volte a favorire l'acquisto di immobili da adibire a propria abitazione e la sottoscrizione di forme assicurative di previdenza.

È quindi auspicabile che, nella prospettiva di realizzare operazioni di privatizzazioni sul mercato, le misure previste dalle disposizioni legislative sopra citate vengano prontamente attuate.

Nel ringraziare il presidente ed i membri della Commissione bilancio per avermi voluto dare l'opportunità di esporre su un tema tanto rilevante le opinioni che ho maturato nel corso di molti anni di esperienza nell'organismo di controllo del mercato borsistico, voglio confermare la disponibilità della CONSOB a fornire qualunque contributo di informazione e di supporto che il Parlamento ritenga di dover chiedere.

PRESIDENTE. Nel ringraziare il presidente della CONSOB per la relazione chiara e completa, do la parola all'onorevole Carrus.

NINO CARRUS. Vorrei rivolgere un ringraziamento non formale al dottor Pazzi, per aver fornito un contributo molto utile che ha affrontato temi estremamente importanti ai fini del lavoro che la Commissione sta svolgendo in questi giorni. Il presidente della CONSOB avrà anche apprezzato il valore politico della scelta della Commissione di aver voluto ascoltare l'organo di vigilanza preposto al mercato mobiliare italiano. Abbiamo voluto ascoltare non tanto i destinatari delle privatizzazioni, cioè i rappresentanti degli enti di gestione, ma i potenziali investitori e l'organo di controllo del mercato mobiliare: si tratta di una scelta estremamente importante.

Poiché il decreto-legge n. 309 del 1991 fissa sostanzialmente una serie di proce-

ture in ordine alla trasformazione di enti pubblici o di enti di gestione in società per azioni e quindi alla circolazione di quote del capitale di tali enti, vorrei porre alcune domande che serviranno ad elaborare regole esenti da quelle critiche di cui furono oggetto simili operazioni in Gran Bretagna o in Francia.

Molto diplomaticamente lei, dottor Pazzi, ha affermato che i proventi che si ritiene di ottenere dalle privatizzazioni sono calcolati in « x » miliardi nel 1992. Ammettiamo che si riesca a convertire in tempi ristretti il decreto-legge e che entro i primi di gennaio siano operanti le norme procedurali sulle dismissioni, per poter trasformare gli enti pubblici in società per azioni nella prima metà del 1992. Vorrei chiedere al dottor Pazzi se a suo avviso si debbano porre norme particolari per derogare alla regola per cui deve passare un certo periodo di tempo prima che possa essere deliberata l'ammissione alla quotazione in borsa. Ciò assume rilievo al fine di realizzare il gettito previsto entro l'anno finanziario 1992.

Le critiche rivolte non solo alle prime privatizzazioni della Thatcher o a quelle francesi, ma anche a quelle attualmente operate in Germania (volte ad estendere il mercato ad un'economia centralmente pianificata, come quella dei nuovi *Länder*) hanno posto l'accento sui difetti nei sistemi di asta. Come si può configurare un'ipotesi legislativa di affidamento delle operazioni ad intermediari finanziari specializzati che assicurino l'imparzialità della pubblica amministrazione e la necessaria trasparenza?

Sono contento che il presidente Pazzi abbia ipotizzato l'emissione di titoli di Stato con *warrant*. La mia opinione è che la privatizzazione non debba servire a finanziare il *deficit* corrente, ma ad estinguere i titoli del debito pubblico. Una emissione di titoli del debito pubblico con *warrant* sarebbe nient'altro che una forma di estinzione posticipata di quei titoli a fronte di azioni provenienti dalle privatizzazioni.

Indipendentemente dal fatto che nel titolo del debito pubblico vi sia il diritto

ad acquistare un'azione, vorrei chiedere al presidente Pazzi come valuti in termini tecnici la possibilità di un *trade off*, di uno scambio tra titolo del debito pubblico ed azione.

Si può inoltre configurare un meccanismo obiettivo di aumento del capitale degli enti di gestione privatizzati e trasformati in SpA. Vorrei chiedere, a questo proposito, se il mercato mobiliare italiano – che non gode di buona salute, almeno così sembra dagli indicatori più accreditati – consenta di ipotizzare un aumento di capitale ed un allargamento dell'azionariato, in modo da arrivare alla creazione di *public companies* che determinino sia l'eliminazione di posizioni dominanti nel mercato sia un azionariato diffuso tale da canalizzare il risparmio verso le azioni così introdotte e non verso i titoli di Stato.

LUGI CASTAGNOLA. Sono grato al dottor Pazzi per le informazioni e le valutazioni che ha fornito.

La prima domanda che desidero porre è se, a giudizio della CONSOB, la trasformazione degli enti pubblici economici, degli enti di gestione e delle aziende statali in società per azioni, prevista dal decreto-legge n. 309, presenti difficoltà di attuazione dal punto di vista tecnico rispetto all'attuale ordinamento del codice civile. Sembra che ad avviso del Governo non ne presenti, ma vorrei una conferma da parte della CONSOB.

Questo tema si connette alle questioni relative a ciò che è necessario per la trasformazione degli enti pubblici in SpA ed alla possibilità di accesso al mercato borsistico. Si pongono due problemi distinti: da un lato, le difficoltà tecniche e, dall'altro, il rapporto tra tali difficoltà ed i tempi prefigurati, che legano il decreto-legge n. 309 alla manovra di finanza pubblica per il 1992.

La seconda domanda attiene alla simulazione di un possibile scenario limite. Supponiamo di accettare la stima elaborata dal professor Scognamiglio, aggiornandola al 1992; da questo punto di vista, la cifra di 100 mila miliardi do-

vrebbe essere ritenuta equivalente a quella stimata un paio d'anni fa. Supponendo che si possano trasformare tutti i soggetti previsti in società per azioni, quella cifra diventerebbe l'equivalente del valore in azioni. Ho pensato, per esempio, a 10 miliardi di azioni ciascuna del valore di 10 mila lire. Vorrei sapere se vi sembri o meno una simulazione con qualche fondamento.

Supponendo che non sia giudicata assurda (potrebbe esserlo per qualche ragione che al momento mi sfugge) che cosa ritenete possa accadere, sempre in termini teorici, nella borsa in un certo arco di tempo? Tale domanda pone la questione di una proporzione fra l'apporto della borsa e quello di altri; è chiaro, infatti (risulta anche dalla vostra memoria scritta), che nei diversi paesi in cui si sono presentati problemi analoghi si sono verificati rapporti diversi a seconda del mercato borsistico e di tanti altri elementi dell'ordinamento con quote differenti per il mercato borsistico, per coloro che hanno acquistato, in qualche caso per le aziende e così via. Dobbiamo, dunque, tenere presente il problema delle proporzioni partendo dalla situazione concreta della borsa italiana e sarei interessato a conoscere una vostra risposta in merito.

Un interrogativo che finora non è stato ancora sollevato ma che, a mio avviso, merita attenzione da parte vostra, riguarda la relazione fra la trasformazione in società per azioni di questi enti e le tante società dell'IRI, dell'ENI e dell'EFIM, già quotate in borsa; mi riferisco alla STET, alla SIP, alla SAIPEM e a tutte le altre società controllate. Se ho ben capito, dal vostro documento risulta che esse corrispondono al 35 per cento della capitalizzazione di borsa. Considerato che questa è l'attuale presenza di proprietà degli enti di cui stiamo parlando, nella capitalizzazione di borsa che relazione si istituirebbe, tra l'ipotesi teorica che ho prospettato e l'esistenza in borsa di quelle che potremmo chiamare sub *holding*, nel momento in cui divenis-

sero *holding* questi enti trasformati in società per azioni?

Infine, la proposta di acquistare i titoli di Stato alla quale si è fatto riferimento è contenuta nell'articolo 2 della proposta di legge Cavazzuti, atto Senato n. 2320, presentata il 19 giugno 1990. Si tratta di una convergenza che merita una sottolineatura e per questo ho voluto evidenziarla alla vostra attenzione.

GIOVANNI NONNE. Desidero ringraziare anch'io il presidente Pazzi per le informazioni fornite e ritengo che l'esauriente documento inviatoci sarà di aiuto nel lavoro che dovremo compiere. Data la condizione attuale del mercato mobiliare ed il suo allargamento, che può derivare da aziende in attesa di essere quotate in borsa e dall'immissione sul mercato degli enti a partecipazione statale opportunamente trasformati e degli enti pubblici economici, dalla nota scritta mi è sembrato di comprendere che, probabilmente, il mercato mobiliare, nelle condizioni in cui si trova attualmente, se non fortemente incentivato avrebbe difficoltà di assorbimento. Ciò è espresso chiaramente e vengono anche individuate alcune forme di incentivazione. Poiché le privatizzazioni non vengono attualmente attuate in base ad una scelta precisa ma incorporate nel fabbisogno del 1992, ritenete che tale operazione, così come è prospettata nel decreto, sia in grado di produrre i risultati e gli obiettivi che il Governo si prefigura, vale a dire raggiungere nel primo anno (scontando anche tutti i necessari procedimenti preliminari) l'obiettivo dei 15 mila miliardi?

Nella relazione si parla anche di un'ipotesi di concorrenza. Sono d'accordo con l'onorevole Carrus in merito all'ipotesi di trasformare una parte dei titoli del debito pubblico in *warrant* per portarli all'estinzione o in eventuali azioni delle società privatizzande; ma prima che un'operazione come questa inizi, quale pensate possa essere l'impatto, oltre che sul mercato mobiliare in generale, sul *trend* di propensione normale (calcolato dal Tesoro ogni volta che si accinge a rinnovare i

titoli del debito pubblico), sulla loro capacità di collocamento? Questa forma di concorrenza può creare anche una capacità di assorbimento del mercato compensata o meno da una minore capacità di collocamento di titoli del debito pubblico; dovremmo quindi calcolare il delta, agli effetti del fabbisogno tra ciò che ricaveremo dalle privatizzazioni e la minore capacità di collocamento dei titoli del debito pubblico.

Rispetto a tutti gli argomenti trattati vorrei, se possibile, una risposta a rendimenti costanti oppure comprendere se esista un'ipotesi di rendimenti decrescenti e quali effetti ciò potrebbe provocare, in modo da favorire il collocamento delle azioni delle società privatizzande.

ALBERTO MONACI. Vorrei innanzitutto rivolgere un sincero ringraziamento ai rappresentanti della CONSOB per il significativo apporto fornito ai nostri lavori; questa mattina, infatti, abbiamo ascoltato un'« alluvione » di teoremi mentre siamo ora di fronte a proposte scritte sulle quali ci è possibile meditare e successivamente valutare.

BRUNO PAZZI, *Presidente della CONSOB*. Possiamo fornire indicazioni ancora più ampie; il lavoro che abbiamo svolto può essere sviluppato anche sulla base delle domande rivolte.

ALBERTO MONACI. Ringrazio, quindi, sinceramente, il dottor Pazzi ed i suoi collaboratori che ci hanno fornito materiale veramente prezioso.

Anche a fronte delle altre audizioni della giornata, vorrei sapere quali risposte potranno avere gli investitori stranieri presenti in modo consistente sul mercato dei titoli del debito pubblico, di fronte all'eventuale abbinamento di tali titoli con forme di azionariato. Vi è il rischio che tale ipotesi possa essere considerata come un consolidamento di fatto del debito pubblico?

AMEDEO D'ADDARIO. Ringrazio a mia volta il presidente Pazzi per il con-

tributo reso ai nostri lavori e soprattutto per le ulteriori informazioni che sicuramente ci verranno fornite e che spero possano chiarire, almeno a me, una serie di questioni che intendo sollevare fin da ora.

Siamo in presenza, a quanto ho capito dall'esposizione del dottor Pazzi, di un andamento borsistico che nel biennio 1989-1990 e nei primi sei mesi del 1991 ha fatto registrare, quanto alla raccolta, una contrazione del 50 per cento. Tale andamento, considerato anche come dato strutturale, non garantirebbe nell'immediato l'assorbimento di una certa quantità dei titoli derivanti dalle privatizzazioni. Mi sembra che questa sia una delle tesi di fondo che sono state esposte ed il nodo su cui vorrei richiamare l'attenzione del presidente della Consob.

Di fronte ad una situazione che presenta problemi strutturali, le domande che possiamo porci riguardano un duplice versante. Il primo interrogativo riguarda le modalità con le quali potrà essere avviato in termini relativamente rapidi il processo tramite cui conseguire l'obiettivo, legato al decreto, che è quello di incidere sul debito pubblico, in proiezione, per un ammontare di 15 mila miliardi.

ANDREA GEREMICCA. Per la verità nel decreto non si parla di questo obiettivo. Il fatto che il provvedimento sia collegato indica che...

LUIGI CASTAGNOLA. Non si sa mai se nei 15 mila miliardi siano compresi o meno i 5.600.

AMEDEO D'ADDARIO. Un secondo punto che intendo richiamare è quello dei tempi prevedibili, perché il presupposto su cui si basa la relazione illustrata è estremamente impegnativo e significativo. Se mi si consente, il passaggio dell'impresa ai privati porta da un lato a profonde trasformazioni dell'ente, dall'altro a una ripartizione del capitale sociale. Sono due operazioni fondamentali di ordine giuridico, ma anche economico.

Siamo in presenza di un processo di integrazione europea e il nostro paese è caratterizzato dal peso dell'intervento pubblico. A ciò si aggiungono le tre variabili di libertà cui ha fatto riferimento il presidente Pazzi: l'impresa, il mercato e la concorrenza; si deve inoltre tenere conto dei nuovi investitori e – aspetto centrale – di un mercato azionario diffuso, obiettivo anch'esso differito.

Le SIM, come è stato ricordato, opereranno dal gennaio 1992 e lo stesso processo di riforma della Borsa interessa il futuro, non è alle nostre spalle. L'allocatione sul mercato dei titoli è affidata alla Borsa e mi sembra quindi che il meccanismo delineato, che non voglio ripercorrere, sia molto complesso. Ciò che mi preme sottolineare è che siamo di fronte ad enti in perdita che, per essere quotati in borsa, richiedono una ricapitalizzazione che la finanza pubblica in questo momento non può sopportare. Si rende cioè necessario, in vista della quotazione sul mercato degli enti, di un esborso immediato a fronte di un introito futuro incerto. Vorrei avere quindi ulteriori elementi conoscitivi per quanto riguarda la questione delle ricapitalizzazioni, nonché sui tempi e sulle modalità del conseguimento dell'obiettivo che ci si prefigge e che attiene al debito pubblico, che costituisce il dato politico di fondo del processo di cui parliamo.

Vorrei sapere, nell'immediato, se il tipo di azione prospettata, con riferimento anche alla nota che ci è stata presentata e che induce a riflessioni molto attente, non richieda una correzione di rotta e se non si configuri come un'operazione di risanamento dell'impresa piuttosto che come un intervento legato al debito dello Stato.

BRUNO PAZZI, *Presidente della CONSOB*. Più di una delle domande poste manifesta preoccupazioni di carattere giuridico in ordine alla possibilità di trasformare l'ente pubblico, problema questo che non abbiamo esaminato analiticamente perché estraneo alla competenza della CONSOB.

Parlando in termini molto semplici e concreti, ritengo che dobbiamo chiederci se vogliamo privatizzare l'ENI, l'IRI, l'E-FIM o le società. Posto che la proprietà è dell'ente pubblico, vogliamo privatizzare quelle che qualcuno ha definito le *subholding*...

LUIGI CASTAGNOLA. Il decreto n.309 del 1991 stabilisce che gli enti pubblici possono essere trasformati in società per azioni.

BRUNO PAZZI, *Presidente della CONSOB*. Gli enti si possono trasformare, ma io stavo affrontando la questione della privatizzazione su un piano di concretezza, altrimenti diamo vita ad una discussione che, in qualità di uomo di mercato, non comprendo. Sia chiaro infatti che non intendo fare politica, ma limitarmi a parlare del mercato.

Nella mia esposizione ho osservato che, per quanto mi riguarda, procederei a studiare le dismissioni e ho valutato, uniformandomi alle indicazioni ricevute da questa Commissione, le procedure e gli effetti istituzionali e finanziari dei processi di privatizzazione. Se oggi s'intende privatizzare, lo si faccia; se si vuole trasformare l'ente pubblico in società per azioni vi è un'apposita legge; alla CONSOB non compete tale problema, perché dobbiamo guardare al mercato.

Non nomino nuovamente le società interessate al processo di privatizzazione avendole già citate; ho anche detto che non è necessario che aziende che producono beni di consumo quali, per esempio, il tonno o il gelato, appartengano allo Stato.

L'intervento dello Stato nel campo economico non deve scomparire, ma deve essere ridefinito il quadro strategico. Il Governo – e soprattutto il Parlamento – debbono indicare quali attività lo Stato deve continuare a svolgere in quanto strategiche e non sinergiche. In quest'ottica si deve elaborare una linea di indirizzo e stabilire per quali ragioni lo Stato deve continuare ad operare in determinati settori. Anche in Gran Bretagna,

dove si è portato avanti un intenso processo di privatizzazione, il 7 per cento del comparto industriale è ancora nelle mani dello Stato perché vi sono determinati settori, che per ragioni strategiche ed anche sociali, debbono rimanere pubblici.

In Italia però vi è una notevole quantità di industrie, che se si vuole, possono essere privatizzate subito. In sostanza, non vedo la connessione con la legge che disciplina le società per azioni, perché quelle che vogliamo privatizzare sono già società di questo tipo. Dico ciò sapendo di esporvi ad un'accusa di superficialità, ma, in realtà mi limito a ragionare come uomo d'affari, come ho sempre fatto nella mia vita.

Se dunque s'intende privatizzare, la CONSOB è disponibile, in virtù della competenza di cui dispone in questa materia, a fornire tutti gli elementi necessari e ad esaminare le modalità con le quali procedere, perché, a mio parere, la possibilità più apprezzabile che ci consente il mercato è quella di privatizzare le società, ma in forma per così dire collettiva, ossia tramite un azionariato popolare diffuso. Sono queste le indicazioni che emergono dalle pagine che vi ho consegnato. Faccio questo discorso per tentare di chiarire un punto di cui, altrimenti, non riesco a comprendere l'utilità ai fini della privatizzazione. L'IRI, l'ENI e l'EFIM sono proprietari di un'enorme quantità di imprese; in sostanza si tratta di tre imperi, ma penso che nessuno voglia privatizzare, per esempio, l'ENI in quanto tale, bensì che l'intenzione sia di privatizzare alcune imprese dell'ENI, che sono già strutturate in società per azioni.

PRESIDENTE. Il suo discorso, oltre ad essere realistico, a mio avviso corrisponde anche alla situazione politica esistente in Parlamento e fuori di esso. L'onorevole Castagnola, però, aggiungeva opportunamente che il decreto-legge, da questo punto di vista, non pone limiti.

NINO CARRUS. Il decreto-legge non stabilisce, per esempio, di vendere le azioni al 50 per cento.

PRESIDENTE. Vi sono delle contraddizioni, perché abbiamo notizia di una lettera del Presidente del Consiglio al ministro delle partecipazioni statali con cui si chiede che cosa gli enti vogliano dismettere.

LUIGI CASTAGNOLA. Ho fatto una domanda, presidente Pazzi, che forse non è stata sufficientemente chiara, pertanto cercherò di riformularla in altri termini. Poiché vi sono già, presumibilmente, circa 40 mila miliardi di capitalizzazioni di borsa in società private controllate dagli enti di gestione, vi sembra sensato, oppure no, immaginare che tali enti distribuiscano 100 mila miliardi in azioni?

In secondo luogo, effettuando un calcolo che tenga conto di ciò che è già quotato in borsa, vorrei sapere che cosa, a vostro avviso, possa essere effettivamente trasformato in società per azioni, nell'ipotesi – che al momento non è una realtà – che si decida di attuare davvero tale scelta. È una domanda ben precisa che richiede una vostra valutazione in merito alla situazione della borsa. Mi riferisco, anche sulla base della sua relazione, al fatto che esiste un capitale di borsa rappresentato da società private, come la SIP e così via. La mia domanda richiede una risposta, se è possibile subito, altrimenti sarà molto gradita anche una risposta che pervenga nei prossimi giorni.

Vorrei in sostanza sapere come venga valutata dal punto di vista della CONSOB la relazione tra l'esistenza nel mercato di questi valori – che sono capitalizzazioni di borsa – e un'eventuale capitalizzazione di borsa – ipotetica allo stato dei fatti – sulla base dei venti commi dell'articolo 1 del decreto-legge, per quello che riguarda più in generale ciò che finora non è quotato. La mia domanda, cioè, non è tanto volta ad ottenere una valutazione politica sul tema, ma a comprendere se, tecnicamente, ciò abbia senso, oppure no. Poi viene in considerazione il problema del controllo e tantissimi altri aspetti di cui non possiamo discutere oggi – pur essendone ben



consapevoli, sia chiaro – però, dal momento che abbiamo di fronte un testo con cui il Governo sembra muoversi nella direzione di portare in borsa una minoranza delle azioni corrispondenti alla trasformazione delle imprese in società per azioni, ritenevo indispensabile richiedere alla CONSOB una valutazione tecnica, non politica.

CORRADO CONTI, *Direttore generale della CONSOB*. Spero di essere in grado di fornire una risposta esauriente, in linea con il contenuto della relazione svolta dal presidente Pazzi.

In effetti le azioni con contenuto di capacità di gestione della società hanno in sé un plusvalore che è proprio rappresentato dalla possibilità di esprimere il *management*. Oggi abbiamo in borsa un capitale, costituito da azioni di società a partecipazione statale, il quale rappresenta, però, una quota tale da non consentire il controllo della società. Quindi a tali azioni non sarà mai attribuito dal mercato quel plusvalore connesso, appunto, alla possibilità di esprimere il *management*. Oggi il *management* di una società a partecipazione statale viene espresso dall'ente che detiene il pacchetto di controllo; si diceva, infatti, che la privatizzazione si ha quando sono i privati a poter determinare il *management*. Se ciò non avviene, vuol dire che manca alle azioni quel contenuto economico che il mercato riconosce, nel caso in cui il possesso comporta la possibilità di compiere le scelte gestionali. Nelle società a partecipazione statale l'assemblea esprime il consiglio d'amministrazione, quindi non dà la possibilità, al resto dell'azionariato diffuso, di incidere sulla gestione societaria.

LUIGI CASTAGNOLA. Ciò che lei ha detto, naturalmente, è del tutto chiaro e del tutto oggettivo. La mia domanda, però, riguarda proprio un dilemma tecnico.

Ho parlato di 40 mila miliardi, ma probabilmente si tratta di una cifra superiore se, come credo di aver capito, que-

sta rappresenta il 35 per cento del capitale di borsa. Possiamo comunque assumere i 40 mila miliardi come ipotesi per il ragionamento che intendo esporre. Se sono 100 mila miliardi la cifra stimata dalla cosiddetta perizia Scognamiglio, se non si vuole attribuire la maggioranza si deve presumere che la cifra che si intende attribuire sia di 40 mila miliardi da trasformare in azioni; ma se questi 40 mila miliardi sono già in borsa, vorrei sapere che cosa, tecnicamente, si possa ancora portare in borsa o vendere, a parte il controllo di una serie di società.

Non sono in grado di effettuare questa valutazione, perché non ho gli elementi, per questo rivolgo la domanda ai rappresentanti della CONSOB. Ritengo, infatti, che per loro sia possibile svolgere questa analisi, dal momento che vi è una perizia la quale ha stabilito che il complesso dei valori corrispondenti agli enti di gestione (ed anche agli altri enti di cui si parla nel comma 1 della norma richiamata) è di 100 mila miliardi e che abbiamo ipoteticamente stabilito che, di questi, 40 mila miliardi sono già quotati in borsa. Sulla base di queste premesse vorrei sapere che cosa a loro avviso sia ragionevole prospettare come apporto aggiuntivo rispetto alla situazione attuale, da sottoscrivere da parte di privati. È questa, ripeto, la questione centrale. La risposta, poi, potrebbe per ipotesi essere la seguente: pensiamo che non vi sia più molto da mettere sul mercato, a meno che non si voglia mettere in discussione il controllo delle società.

CORRADO CONTI, *Direttore generale della CONSOB*. Si può assumere che gli azionisti privati abbiano a disposizione capitali in eccedenza rispetto a quelli attualmente investiti nelle quote del capitale privato delle società a partecipazione statale tali da poter aumentare rispetto all'attuale percentuale ed assorbire una parte del nuovo capitale che si pensa di poter privatizzare in base alle previsioni della commissione Scognamiglio. Personalmente, penso che vi sia disponibilità in questo senso, ma ciò dipende da

condizioni di tipo fiscale e di struttura del mercato, tutti aspetti trattati nella relazione del presidente Pazzi. Mi scuso con l'onorevole Castagnola, evidentemente non avevo compreso quale fosse il punto centrale della sua domanda.

LUIGI CASTAGNOLA. La ringrazio per aver chiarito il punto su cui ho più volte insistito.

PRESIDENTE. Bisogna anche ricordare che non vi sono soltanto le partecipazioni statali; anche l'ENEL potrebbe essere appetibile e di ciò potremmo parlare.

CORRADO CONTI, Direttore generale della CONSOB. Le rilevazioni circa l'interesse che gli investitori stranieri hanno riservato fino a questo momento al mercato dei titoli di Stato, ci portano a riflessioni alquanto negative, poiché gli investitori stranieri non hanno mai manifestato un grande interesse per tali titoli. Attualmente un certo interesse si va manifestando nella prospettiva di titoli derivati, i famosi *futures*, espressi sui titoli di Stato. Ciò significa che questi ultimi possono avere un certo rilancio, proprio attraverso la diffusione dello strumento derivato.

In effetti, gli investitori stranieri hanno sempre considerato che i titoli del debito pubblico italiano fossero difficilmente liquidabili in tempi brevi. In altri termini, i soggetti che intervengono nei mercati con investimenti di grandi dimensioni, debbono assicurarsi anche la capacità di liquidare l'investimento in

qualsiasi momento e il mercato italiano, almeno fino a qualche anno fa, non offriva tale possibilità. Ora, attraverso il mercato telematico di borsa, costituito un paio di anni fa, e il sistema dei titoli derivati, anche il mercato dei titoli del debito statale potrà probabilmente avere uno sviluppo.

Un titolo di Stato che sia connesso ad uno strumento destinato a trasformare una quota o tutto il capitale di rischio, potrebbe a mio avviso suscitare un interesse da parte di soggetti, i quali sono abbastanza abituati a strumenti di questa natura. In tal modo i titoli si renderebbero più appetibili dal punto di vista dell'investitore straniero.

PRESIDENTE. Mi pare che le risposte siano state più che sufficienti.

BRUNO PAZZI, Presidente della CONSOB. Nel ringraziare tutta la Commissione, esprimo al presidente la più completa disponibilità della CONSOB a fornire notizie anche per le vie brevi, senza ricorrere ad audizioni che potrebbero sottrarre del tempo all'attività della Commissione stessa.

PRESIDENTE. Ringrazio il presidente Pazzi e gli altri rappresentanti della CONSOB.

Osservo che gli elementi di valutazione emersi nel corso delle odierne audizioni richiedono che il Governo fornisca tutti i necessari chiarimenti sulle questioni oggetto dell'indagine conoscitiva.

La seduta termina alle 19,30.