

SENATO DELLA REPUBBLICA

IX LEGISLATURA

6^a COMMISSIONE PERMANENTE

(Finanze e tesoro)

INDAGINE CONOSCITIVA SULLA INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA NON BANCARIA

2° Resoconto stenografico

SEDUTA DI MARTEDÌ 18 NOVEMBRE 1986

Presidenza del Presidente VENANZETTI

INDICE**Audizione del Presidente della Commissione nazionale per le società e la borsa**

PRESIDENTE	Pag. 3, 9, 15 e <i>passim</i>	PIGA	Pag. 3, 9, 10 e <i>passim</i>
BERLANDA (DC)	11, 15		
BONAZZI (PCI)	9, 11		
CAVAZZUTI (Sin. Ind.)	12		
PISTOLESE (MSI-DN)	13		
RUFFINO (DC)	15, 16		

Audizione del direttore generale del Tesoro

PRESIDENTE	Pag. 17, 23, 32	SARCINELLI	Pag. 17, 23, 26 e <i>passim</i>
BEORCHIA (DC)	26		
BERLANDA (DC)	24, 28, 29		
BONAZZI (PCI)	24		
CAVAZZUTI (Sin. Ind.)	23, 31		
PISTOLESE (MSI-DN)	25, 29		
RUFFINO (DC)	26		

Intervengono, ai sensi dell'articolo 48 del Regolamento, il professor Franco Piga, presidente della Commissione nazionale per le società e la borsa, accompagnato dall'avvocato Corrado Conti, direttore generale, dall'avvocato Francesco Carbonetti, responsabile del servizio giuridico, dal dottor Giuseppe Zadra, responsabile del servizio borsa e dal dottor Nicola Marinaro, addetto stampa del Presidente; nonché il dottor Mario Sarcinelli, direttore generale del Tesoro.

I lavori hanno inizio alle ore 16,15.

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca il seguito dell'indagine conoscitiva sull'intermediazione finanziaria non bancaria.

Sono in programma oggi le audizioni dei rappresentanti della Consob e del direttore generale del Tesoro.

Se non si fanno osservazioni verrà ascoltato innanzi tutto il professor Piga.

Viene quindi introdotto il professor Franco Piga, accompagnato dall'avvocato Corrado Conti, dall'avvocato Francesco Carbonetti, dal dottor Giuseppe Zadra e dal dottor Nicola Marinaro.

Audizione del professor Franco Piga, presidente della Commissione nazionale per le società e la borsa.

PRESIDENTE. Rivolgo al professor Piga e ai suoi collaboratori un vivo ringraziamento, anche a nome dei colleghi, per aver aderito al nostro invito.

Abbiamo già avuto una prima audizione con il dottor Fazio, vice direttore della Banca d'Italia. Scopo dell'indagine è di definire innanzi tutto la quantità e la qualità del fenomeno dell'intermediazione finanziaria non bancaria e raccogliere osservazioni in vista di possibili iniziative di carattere legislativo. Sappiamo che già è al lavoro una commissione presso il Ministero del tesoro proprio per individuare iniziative di carattere legislativo. La nostra indagine, peraltro, non vuole sovrapporsi

a quella già iniziata dalla Camera dei deputati, che si concentra principalmente sull'eventuale riforma della legge bancaria, anche se, evidentemente, non è facile tagliare con l'accetta i due settori. Il nostro scopo è di trovarci pronti al momento in cui la commissione Fracanzani ci presentasse una proposta di legge oppure, in mancanza di iniziative da parte del Tesoro, per prendere noi direttamente iniziative in questa materia.

Inoltre, essendo molto ampio e approfondito il dibattito nel paese, abbiamo ritenuto, più che opportuno, necessario che in Parlamento venissero ricondotti questi elementi in discussione.

Cedo senz'altro la parola al professor Piga per un'esposizione introduttiva sull'argomento dell'indagine.

PIGA. Per prima cosa desidero esprimere, anche a nome della Commissione che ho l'onore di presiedere, il ringraziamento per la possibilità offerta di dibattere collegialmente temi riguardo ai quali, per la loro difficoltà intrinseca e per la loro complessità e delicatezza, non esistono da parte nostra convinzioni definite e irrevocabili. Gli argomenti in questione si prestano infatti a valutazioni condotte da punti di vista diversi, con l'ovvia conseguenza che a seconda dell'ottica prescelta è possibile giungere a conclusioni divergenti.

Proprio per questo ritengo opportuna una esposizione problematica ed indicativa di linee che sia possibile approfondire, più che compiuta e definitiva. Abbiamo ritenuto di consegnare alla Commissione due scritti: di questi, uno riflette un documento da noi presentato alla Commissione Fracanzani, e tocca particolarmente il problema degli interventi in funzione di controllo nell'area non direttamente ed immediatamente coperta dal mercato creditizio; l'altro, più specifico, relativo agli intermediari finanziari, contiene invece delle indicazioni per quanto riguarda i soggetti, le figure che svolgono attività di intermediazione ed indicazioni sulla tipologia dei controlli, non trascurando riferimenti che hanno un valore eminentemente informativo.

Credo che, sulla base di questi due documenti, sia possibile svolgere un dibattito, e ritengo opportuno iniziarlo proprio interro-

gandoci sul significato di una possibile disciplina degli intermediari finanziari. In altri termini, quali obiettivi si può proporre una normazione che abbia come compito di disciplinare tale settore? Ancor prima, e nell'ottica di chi ha la responsabilità di vigilanza: un controllo sugli intermediari finanziari è possibile, che ambito ricomprende, con quali contenuti è possibile esercitarlo?

Da un punto di vista generale, se il controllo può definirsi essenzialmente come uno strumento per realizzare determinati obiettivi, il che impone di conoscere preliminarmente quali obiettivi devono essere raggiunti, si deve poi notare come tutta la tematica del controllo sia attualmente oggetto di profondo ripensamento, sia nel capo politico, che in quello amministrativo ed economico.

Ciò importa che una revisione della nozione di controllo possa essere validamente affrontata con una certa originalità, senza essere legati a schemi prefissati od a concezioni culturali ancorate ad esperienze ormai inattuali; e questo vale tanto più in relazione alle nuove forme di controllo, tese a realizzare la trasparenza, le quali hanno nel nostro ordinamento dei precedenti troppo recenti per poter essere considerate definitivamente acquisite.

Tuttavia, è certo che nella materia in esame il controllo può essere considerato, distinto, classificato, in base al proprio oggetto ed agli obiettivi perseguiti.

Credo che in questa sede gli obiettivi di controllo macroeconomico vi siano stati ampiamente illustrati dal Vice direttore della Banca d'Italia, posto che i problemi connessi all'utilizzazione delle risorse sono responsabilità preminente e precipua delle autorità a questa funzione preposte. Su questo terreno, dal nostro punto di vista, occorre solamente precisare come non vi siano mai stati motivi di dissenso o di interpretazione diversa in sede tecnica.

Un punto attorno al quale si è molto discusso - forse a volte troppo e non a proposito - incentrando su di esso anche il discorso riguardante gli intermediari finanziari, è piuttosto quello del cosiddetto controllo di stabilità, con cui si allude, in stretta derivazione dal linguaggio finanziario dove il termine si lega ai problemi di tutela degli

equilibri monetari complessivi, all'introduzione di misure volte a prevenire cause o fattori di crisi.

Tale discorso però può risultare, se svolto senza le necessarie cautele, equivoco o fuorviante, e non solo perchè suscettibile di creare sovrapposizioni fra le diverse autorità di controllo, peraltro inevitabili quando vi siano materie nelle quali convergano interessi che fanno riferimento a punti di legittimazione diversa; voglio dire piuttosto che il controllo di stabilità, avente ad esempio ad oggetto una istituzione creditizia, presenta dei caratteri nettamente diversi dallo stesso controllo ma espletato nei confronti di un intermediario finanziario non bancario, potendo presentarsi nel primo caso problemi di valutazione del credito - ad esempio a proposito di un'operazione di mutuo o di finanziamento - e nel secondo problemi invece attinenti al rapporto tra patrimonio ed ammontare dell'investimento, o al rischio di un'operazione in connessione con la responsabilità patrimoniale del soggetto.

Credo sia quindi di tutta evidenza come, fermo restando che obiettivo del controllo di stabilità è il prevenire situazioni di crisi, tale controllo sia poi scarsamente suscettibile di generalizzazioni, presentandosi in termini del tutto diversi a seconda del suo oggetto.

Reputo invece essenziale, affrontando il tema della disciplina degli intermediari finanziari, soffermare la nostra attenzione sul controllo dei comportamenti. Se attualmente è possibile teorizzare un controllo sui comportamenti in riferimento agli intermediari finanziari, ciò è certamente da accreditare alla sensibilità della Consob nei confronti delle lacune del sistema, ossia del fatto che l'ordinamento presentava enormi carenze dal punto di vista di una ricostruzione organica dello stesso.

L'opportunità di verificare questo fatto è stata offerta dalla prima applicazione della legge n. 77 del 1983 sui fondi comuni di investimento mobiliare. Tale legge, è noto, ha introdotto una normativa della massima importanza per il sistema finanziario, che credo la Consob abbia cercato di interpretare secondo lo spirito con cui il Parlamento aveva appunto varato la legge stessa, fondato da un

lato sull'introduzione di forme di controllo del tutto nuove, ad esempio circa la determinazione del pubblico risparmio, e dall'altro su una disciplina in precedenza mai sperimentata, determinando di fatto problemi e difficoltà di vario tipo.

Questi, inoltre, sono stati notevolmente aggravati dal fatto che non è stato previsto alcun tipo di normativa transitoria; in tal modo si è giunti, sì, all'istituzione di una nuova importante figura di intermediario finanziario, rappresentata dai fondi comuni di investimento, senza che però venisse risolto il problema del rapporto tra i nuovi fondi di investimento e quei soggetti che svolgevano nel passato operazioni simili a quelle realizzate da questi ultimi, mentre al contrario sarebbe stato possibile assegnare agli intermediari già operanti un termine ed una possibilità di conversione in attività corrispondenti a quelle che la nuova legge consentiva. In seguito all'emanazione della legge, è apparsa immediatamente evidente l'esistenza di forme di gestione di patrimoni, anche da parte di grandi istituzioni finanziarie, che non erano ricollegabili all'ipotesi dei fondi di investimento, e quindi non immediatamente riconducibili alla disciplina tecnica di questi ultimi.

La legge n. 77 del 1983 prevede inoltre un sistema sanzionatorio penale (e ritengo questo un aspetto meritevole di approfondimento) che ha reso più difficile l'adeguamento graduale delle situazioni di fatto alla disciplina formale, in quanto la norma penale, in mancanza della disciplina transitoria, sembra doversi immediatamente applicare anche alle fattispecie diverse da quelle espressamente considerate.

L'approfondimento di questo tema ci ha portato a verificare l'esistenza di attività di intermediazione in senso tecnico che si sviluppano nell'ordinamento senza regole e senza condizioni; questo anche in forza dell'impostazione ideologica del dibattito che aveva preceduto l'approvazione della legge n. 77, il quale ha avuto il suo approdo nelle modifiche introdotte dal Parlamento nel disegno di legge a suo tempo presentato dal Governo, che ha radicalizzato il contrasto fra l'opinione espressa in sede governativa e quella favorevole al controllo di trasparenza, senza che venisse

presa in esame la eventuale compatibilità di diversi tipi di controllo.

In altri termini, il dibattito intorno a tali questioni non ha considerato la possibilità della coesistenza di due diverse forme di controllo. Da parte sua invece la Consob si è convinta che il controllo di trasparenza, diverso dal controllo di verifica delle posizioni o del possesso dei requisiti soggettivi, può benissimo svolgersi insieme ad un controllo sui soggetti; si tratta naturalmente d'intendersi sull'espressione «controllo», che non è una nozione univoca, per far sì che quello sui soggetti consista in una verifica oggettiva, senza alcuna forma di discrezionalità, circa il possesso di requisiti soggettivi tali da poter consentire lo svolgimento di una determinata attività.

Queste notazioni, ovviamente, non vanno disgiunte da un esame del mercato nel suo complesso, il che permette anzitutto di notare come, pure essendo il mercato finanziario sostanzialmente un mercato unitario, quali che siano gli oggetti che vi si negoziano, titoli azionari o valori mobiliari di altro tipo, ciò non significa che ogni componente del mercato debba ubbidire a regole fondamentalmente comuni.

In secondo luogo si deve sottolineare come il mercato regolato si ponga in condizioni di svantaggio rispetto alla parte del mercato non soggetta ad alcuna disciplina; reputo tale punto di importanza primaria e credo fermamente nella necessità di affrontare le difficoltà che si oppongono al trasferimento sul mercato regolato di tutte le operazioni connesse all'intermediazione finanziaria.

Se si aggiunge che viviamo in un momento storico caratterizzato ovunque nel mondo da una singolare espansione del mercato mobiliare e da una grande attenzione ai fenomeni di finanziamento delle imprese attraverso l'intermediazione non bancaria, ancor più opportuno si mostra un intervento in funzione disciplinatrice di questi fatti, che potrebbe favorire la realizzazione di un mercato mobiliare regolato, attraverso condizioni che ne consentano, nel contesto della realtà economica del nostro paese, una crescita efficiente e sicura.

Si tratta quindi, per tradurre in atto questo disegno, di individuare i punti maggiormente meritevoli di regolamentazione.

Un primo aspetto, del tutto singolare, si coglie nel fatto che il mercato ufficiale attraverso il quale si negoziano i titoli azionari è interamente regolato da leggi per lo più sorpassate e legate a particolari interessi storici, la qual cosa crea enormi difficoltà nel momento in cui si deve intervenire con una regolamentazione snella e puntuale. Al contrario, tutti gli altri soggetti che svolgono attività indubbiamente rilevanti, ma che non rientrano in quelle cui ho accennato, sono liberi da regole di natura disciplinare, di natura professionale o di altro tipo, e basti pensare che, nonostante se ne sia dibattuto ampiamente, non è stata formulata alcuna regola per le gestioni patrimoniali in capo ad enti che si avvalgono di una disciplina diversa da quella bancaria.

Quando abbiamo pensato di avviare una forma di regolamentazione per questo settore del mercato finanziario abbiamo incontrato molte difficoltà, anzitutto per l'inadeguatezza della disciplina già esistente per attività analoghe.

Abbiamo considerato in primo luogo le società fiduciarie, che coprono uno spazio assai ampio nella intermediazione finanziaria non bancaria.

I fatti sono noti: tali società compiono operazioni non garantite sicuramente dall'ordinamento, affrontando rischi nei confronti dei quali i risparmiatori non sono sufficientemente, e talora affatto, tutelati. Era diffusa la convinzione che il Parlamento, o il Governo in forma di decreto-legge, sarebbero intervenuti introducendo una disciplina per tali attività non regolamentati da norme di legge; poichè questo non è avvenuto - o non è ancora avvenuto - la Consob ha dato luogo ad una prima regolamentazione dell'attività fiduciaria, nella espressione della sua autonomia; la soluzione, tuttavia, non è definitiva poichè il nostro intervento non è basato sulla certezza dell'ordinamento. Vorrei ricordare come anche il ministro Visentini, in diverse occasioni, abbia sollevato generali dubbi sulla legittimità dell'attività di intermediazione finanziaria non bancaria non regolata con legge, basandosi sul principio secondo cui questa attività è protetta da una riserva di legge e dovrebbe rientrare nella sfera di quello che viene comunemente definito «ordine pubblico».

Tali argomentazioni avevano anche la chiara e diretta finalità di stimolare il potere politico ad emanare le norme necessarie, e tuttavia hanno creato difficoltà agli operatori del settore, sulla cui attività, almeno fino a qualche tempo fa, non gravavano sospetti di illegittimità o nullità. Credo che il dibattito aperto dall'onorevole Visentini, se ha sollevato alcuni dubbi, sia comunque molto importante perchè ha consentito, anche a noi, di esprimere giudizi e riflettere sul fenomeno della intermediazione finanziaria non bancaria.

Si è discusso inizialmente delle cosiddette gestioni personalizzate - fra le quali vanno annoverate anche le società fiduciarie - dove numerosi problemi sono stati posti da tutte quelle attività di gestione che si possono giuridicamente configurare come mandati senza rappresentanza.

Come è noto, infatti, nel mondo finanziario gli operatori svolgono in sostanza l'attività di mandatari con o senza rappresentanza, come procuratori, quindi, o come semplici mediatori.

Attualmente la maggior parte degli operatori svolge per lo più anche attività di consulenza ed operativa, compiendo vere e proprie scelte che non possono rientrare nella configurazione del mandato senza rappresentanza. Il mandatario senza rappresentanza pertanto si configura giuridicamente come un soggetto che esercita le funzioni tipiche delle commissionarie; questi soggetti, tuttavia, non sono sottoposti ad alcuna regola e la Consob non è in grado di ricorrere a controlli e sanzioni efficaci. Nei confronti delle commissionarie, ad esempio, abbiamo stabilito alcune regole per l'ammissione nei cosiddetti antirecinti alle grida; è però difficilissimo individuare i soggetti che svolgono questo tipo di attività, anche perchè le strutture del nostro sistema, in pratica le indicazioni che ci forniscono le camere di commercio, rendono non identificabili queste figure. Pertanto tali soggetti possono svolgere al di fuori di ogni regola anche attività molto rilevanti, ad esempio il collocamento, assieme con importanti banche o con grandi società, ed è a tutti noto che attraverso essi si è svolta gran parte dell'attività di scambio di titoli nell'ultimo anno. Nei confronti degli agenti di cambio, poi, nel caso ad

esempio di una violazione di norme tese ad assicurare il deposito di somme in contanti nella contrattazione di titoli, non disponiamo che di sanzioni di polizia, che si riducono in definitiva a misure di espulsione.

Devo tuttavia sottolineare l'esigenza fondamentale di non sottrarre tutte queste attività alla libertà economica necessaria.

Bisogna affrontare il problema della regolamentazione in una visione che contemperi le esigenze di regolamentazione con gli spazi di libertà.

La Consob ritiene che questo tipo di attività sia espressione della sfera di libertà economica e quindi, per potersi svolgere, ha bisogno del più ampio margine di libertà possibile; tuttavia, quando si raggiungono determinati livelli di attività e di espansione, è necessario compiere una valutazione oggettiva ed emanare delle regole precise, anche se non di tipo necessariamente amministrativistico. Questo è un punto da noi considerato fondamentale. Possiamo dire di avere una grande esperienza in materia di controllo dell'attività essenzialmente bancaria, sulla quale mi pare che i due rami del Parlamento si accingano a svolgere un approfondito dibattito. Tuttavia le leggi che riguardano tale controllo sono espressione di una concezione dello Stato ormai in gran parte superata. Credo che non ci si soffermi sufficientemente a considerare come lo Stato contemporaneo sia profondamente mutato negli ultimi decenni, non solo nelle finalità generali o dal punto di vista della sua descrizione formale, ma anche nella sua realtà storica, con tutte le conseguenze sociali ed economiche che ciò comporta. Oggi, forse, non è più attuale parlare persino dello Stato-persona, concetto in fondo legato a momenti di massimalismo e formalismo giuridico caratterizzati da alcune necessità particolari. Nel momento attuale, mentre si avverte invece essenzialmente l'esigenza di superare le barriere doganali, il mondo finanziario occidentale è diviso: da una parte il modello dell'Europa continentale, che si va unificando, e dall'altra l'impostazione liberale del modello anglo-americano.

Per quanto riguarda la nostra esperienza, si deve notare poi come queste forme di intermediazione finanziaria non siano state mai ricom-

prese nella sfera di disciplina della legge bancaria.

In realtà, dal punto di vista della stretta interpretazione giuridica, una interpretazione letterale dell'articolo 1 della legge bancaria avrebbe potuto ben portare ad una interpretazione totalizzante del fenomeno, comprendente la stessa intermediazione non bancaria.

Storicamente, fu però assolutamente predominante una interpretazione della legge bancaria che ne fece stretta applicazione all'attività creditizia legata alla raccolta del risparmio, tanto da rendere impossibile la individuazione del fenomeno ente creditizio e quindi del controllo della legge bancaria se non ci fossero stati i due momenti della raccolta del risparmio e dell'attuazione dell'operazione di somministrazione del credito.

Da un punto di vista formale, tale procedimento interpretativo può giudicarsi non corretto; probabilmente ciò è stato determinato dal fatto che allora l'intermediazione non bancaria aveva delle manifestazioni così poco rilevanti da non richiamare affatto l'attenzione dell'interprete; in ogni caso è un fatto (e a noi interessano i fatti) che nella realtà la legge bancaria, per questi fenomeni della intermediazione non bancaria, anche se collegati ad attività di enti creditizi, si è dimostrata non operante.

La intermediazione finanziaria non bancaria ha assunto piena rilevanza, nel nostro ordinamento, solamente con la legge n. 77, che ha posto come caposaldi il controllo di trasparenza e la responsabilità della CONSOB nel controllo su qualunque manifestazione attinente ad attività di investimento in valori mobiliari. E tale disciplina è quella cui tendono tutti i moderni paesi ad economia di mercato, come ho potuto recentemente rilevare in un incontro in Belgio, dove oltre 50 paesi si sono riconosciuti in una forma di controllo del mercato mobiliare differenziata da quelle sul mercato creditizio.

Comunque, è essenziale, per una disciplina realmente efficiente dei fenomeni di intermediazione finanziaria, stabilire regole di comportamento, regole sui comportamenti. Per poter procedere in tal senso in modo organico ed efficace, si deve tener fermo che il mercato mobiliare, per quanto attiene ai diversi prodot-

ti scambiati, ed ai diversi intermediari ivi operanti, è un luogo unitario, e come tale deve essere disciplinato; tale esigenza di regolamentazione unitaria del mercato, cui devono soggiacere luogo, persone e prodotti, non può che essere realizzata attraverso le competenze di un'unica autorità.

Sicuramente vi sono profili di coincidenza, di sovrapposizione fra il controllo del mercato mobiliare e un diverso, forse più importante, controllo esercitato sui flussi finanziari ai fini della salvaguardia degli equilibri monetari complessivi. In altri termini si deve riconoscere fin dall'inizio che ci sono momenti che interessano gli uni e gli altri, cosicché se l'attività non bancaria in senso tecnico viene di fatto svolta da enti bancari, attraverso gestioni di patrimonio, ebbene non è certo anomalo che le regole di trasparenza, le regole sulle attività, siano determinate e controllate dalla Consob e che l'applicazione ed il rispetto di certe regole, in ragione del controllo di stabilità, possano essere effettuate, per esempio, dalla Vigilanza bancaria. In conseguenza, una delle prime preoccupazioni della Consob è stata il procedere ad incontri con la Vigilanza per stabilire le modalità di controllo dei prospetti relativi alle sollecitazioni del pubblico risparmio effettuate nell'ambito del sistema bancario. Poiché non credo nella separatezza delle istituzioni ma nella collaborazione degli istituti ai quali sono affidate le funzioni, devo poi aggiungere che la nostra esperienza di cooperazione con la Banca d'Italia ha funzionato egregiamente e ci ha consentito, attraverso lo scambio delle rispettive esperienze, di intervenire nelle situazioni più delicate.

Per quanto riguarda il controllo sugli intermediari finanziari nel quadro di regole generali che garantiscono la libertà della relativa attività, ritengo opportuno procedere alla tipizzazione di alcune situazioni, ai fini di individuare ciò che sia o meno conveniente.

Questo richiede anche una attenta considerazione del profilo privatistico, tutto civilistico, che attiene alla posizione di colui il quale raccoglie risparmio e colui il quale tale risparmio impiega. In questo caso si potrebbe affermare in astratto la negazione di ogni controllo, in modo che ciascuno sia responsa-

bile, secondo le norme civilistiche sul contratto, di ciò che fa. Si potrebbe al contrario sostenere che nel momento in cui si creano degli organismi per svolgere una qualche funzione di alta vigilanza è naturale che ad essi sia affidato qualche potere di intervento. Il Parlamento si è mosso in questa seconda direzione, come dimostra, ad esempio, l'esercizio da parte della Consob del potere normativo nel caso del regolamento delle vendite porta a porta.

Una grande rilevanza conserva, però, la valutazione della correttezza dei comportamenti dal punto di vista tutto civilistico dei rapporti tra colui il quale impiega risparmio e colui che lo riceve. Sono temi antichi, esaminati, ad esempio, quando è stato preso in considerazione il contratto di assicurazione, dove il fondato timore di clausole vessatorie ha portato in seguito alla regola dell'approvazione specifica per iscritto delle clausole contrattuali. Nel nostro caso la situazione non è molto diversa, salvo per la necessaria individuazione di punti inderogabili della disciplina. Si tratta, d'altra parte, di procedere secondo schemi ampiamente collaudati; quando, ad esempio, è stato disciplinato nel codice della navigazione il contratto di costruzione di navi, è stato preso come punto di riferimento il contratto di appalto e sono state introdotte delle integrazioni alla sua disciplina. Ora, se si vuole regolamentare la situazione dell'intermediario, si può muovere dalle norme del codice civile riferite al mandato per integrarle con una normativa coerente con questo tipo di attività.

Onorevoli senatori, non credo di dover aggiungere altro a questo mio intervento, se non per quanto riguarda il controllo di trasparenza, cui noi tentiamo, con molte difficoltà, di dare contenuti operativi. In ogni caso, è diffusa in noi la convinzione che il tradizionale discorso legato alla mera informazione e al deposito di un atto, il prospetto, non sia più sufficiente. A confronto di tale indirizzo, in sede di Comunità economica europea vengono delle indicazioni precise sull'introduzione di regole non fondate semplicemente sull'informazione, ma che in qualche misura intervengano su comportamenti che, in accordo al nostro codice, dovremmo chiamare di

dolo civile. In sostanza, il discorso su una disciplina degli intermediari si basa sulla constatazione dell'esistenza di attività di intermediazione svolte da agenti di cambio, banche, commissionarie ammesse alle grida, fondi comuni, fiduciarie, reti di vendita, finanziarie operanti all'esterno della borsa e professionisti. In questa fase di audizione delle persone, non è forse il caso di approfondire i possibili contenuti della regolamentazione della intermediazione. Brevemente, vorrei però dire che credo nell'efficacia di una autorizzazione rimessa alla Consob, la quale è oggi una istituzione matura che ha strutture tecniche, analisti finanziari e personale di altissimo livello; altrettanto importanti ritengo la verifica dei requisiti soggettivi e taluni controlli di stabilità connessi ai bilanci e ad una consistenza minima del patrimonio, dato che la responsabilità patrimoniale continua a svolgere un ruolo primario in una situazione nella quale le persone fisiche risultano spesso incapaci di prestare le dovute garanzie.

Infine, fondamentale mi sembra la fissazione di regole di comportamento. Se si guarda con attenzione alla legge bancaria, si comprende come la sua essenza sia quella di costituire un sistema produttivo di norme: governo del credito significa fonte di produzione del diritto, tanto che, quando Giannini ed altri autori, studiando tale sistema, hanno elaborato il modello dell'ordinamento settoriale, hanno inteso rappresentare proprio questa realtà, cioè un sistema di produzione di regole. Ed il sistema ha bisogno di regole prodotte al suo interno, naturalmente con il controllo esercitato nelle dovute sedi. Come il mercato creditizio, così anche il mercato mobiliare sarà in grado di svilupparsi solo se sarà garantito. La fondamentale differenza esistente tra il mercato creditizio e quello mobiliare risiede però nel fatto che nel mercato creditizio la prima garanzia è offerta dall'ente che concede il credito e quindi valuta le condizioni del destinatario dello stesso, le verifica e le controlla. Nel mercato mobiliare il controllo è svolto invece dal mercato stesso, ma se questo è il giudice, non può aversi giudice o giudizio senza regole. Nostro compito è di porre le regole per consentire che la nostra azione pratica prosegua. Al Parlamento spetta l'alta

responsabilità di consigliarci, di stimolarci, di farci proseguire su un terreno che è quello sul quale si muove la realtà internazionale contemporanea.

PRESIDENTE. Ringrazio, anche a nome dei colleghi, il professor Piga per l'amplissima relazione ed anche per la chiarezza delle sue prese di posizione, che ci servono per comprendere l'ottica di un'istituzione così importante, la quale deve avere appunto il diritto di esprimere con chiarezza posizioni e dare suggerimenti nella materia di sua competenza, salva naturalmente l'autonomia del Parlamento al momento di decidere.

I senatori che intendono porre quesiti al Presidente dalla Consob hanno facoltà di parlare.

BONAZZI. Mi par di capire - questa è la prima domanda - che l'intermediario finanziario non è necessariamente il soggetto che realizza le due funzioni, raccolta del risparmio e sua allocazione. Gli intermediari che non svolgono entrambe queste funzioni rientrano tuttavia in quell'ambito che richiede un intervento.

PIGA. Esatto.

BONAZZI. Delineando in questo modo la figura dell'intermediario, probabilmente si va oltre l'ambito della legge bancaria, anche se interpretata nel modo più ampio. La regolamentazione di queste forme di intermediazione deve essere fatta per legge solo per quanto attiene l'indicazione di principi, lasciando un ambito di discrezionalità operativa ad interventi amministrativi propri degli organi competenti: la Consob, per certi aspetti. Il rapporto tra condizioni e requisiti che deve stabilire la legge ed area che può essere affidata ad attività amministrative è difficile da determinare e forse questo è uno dei problemi che in concreto chi vuole definire una regolamentazione del settore deve arrivare a risolvere. Qual è il confine tra i requisiti, gli elementi, i criteri e i principi da indicare per legge e l'area affidata all'amministrazione? È un limite del tipo di quello della legge bancaria del 1936?

PIGA. È una domanda di grande rilievo, cui non è semplice rispondere. Un primo profilo attiene ad indicazioni generali ed a requisiti per l'esercizio dell'attività. La nostra legislazione già conosce certe attività per intraprendere le quali si richiede, ad esempio, che i soggetti non siano stati dichiarati falliti o non siano incorsi in condanne per determinati reati.

Questa è chiaramente una materia da riserva di legge. Vi è poi un secondo punto a proposito delle regole di una attività di cui si è già preventivamente valutata la possibilità, nonché le condizioni soggettive di esercizio. Per questo aspetto, un criterio ottimale potrebbe consistere nell'attribuzione di un potere regolamentare all'autorità di controllo, come è già avvenuto quando è stato dato alla Consob il potere di regolare la vendita cosiddetta porta a porta di valori mobiliari; nonostante nel caso di specie i criteri inizialmente stabiliti dalla legge per l'esercizio del potere regolamentare abbiano mostrato come necessaria una loro ulteriore specificazione, sopravvenuta in un secondo momento, il criterio resta quello dell'attribuzione di una competenza. Quando si predispone una legge attributiva di competenza, in un sistema costituzionale come il nostro, non si può amministrativizzare totalmente l'intervento ma occorre piuttosto stabilire regole esterne di comportamento.

E questo vale in relazione a tutta una serie di problematiche.

Per quanto concerne, ad esempio, il problema del conflitto di interessi, il Parlamento deve intervenire per evitare che tale situazione possa continuare a verificarsi. La disciplina civilistica italiana è ormai assolutamente inadatta, mentre dal mondo anglosassone vengono indicazioni molto precise, anche perché di derivazione giurisprudenziale, che rendono possibile l'intervento regolatore del conflitto di interessi.

Relativamente all'*insider trading*, tema tanto attuale quanto spesso frainteso, vorrei dire che esso può trovare un avvio di regolamentazione nella misura in cui venga stabilito un potere regolatore che determini norme di comportamento. L'ordinamento americano stabilisce l'applicabilità delle norme repressive dell'*insider trading* in funzione di abusi connessi alle posizioni soggettive, e ciò non favorisce una

descrizione degli abusi in sede legislativa; d'altronde il concetto di abuso o di eccesso di potere riguardo ad un diritto sono concetti la cui sede naturale è quella amministrativa più di quella normativa, come si può ricavare anche dall'interpretazione del codice civile per quanto riguarda la disciplina, ad esempio, dell'emulazione, o in genere dalla disciplina civilistica dell'abuso di un diritto; comunque, circa la soluzione di eventuali conflitti di interessi, l'interpretazione spetta a chi deve applicare nei fatti la normativa. Ecco perché il sistema moderno dei diritti non sopporta artificiose distinzioni in civile o amministrativo ma rimanda invece ad un diritto comune che richiede l'applicazione dell'una e dell'altra branca del diritto.

Se fosse attribuito alla Consob (cosa che riteniamo necessaria) un potere di intervento per stabilire le regole di comportamento, tali regole sarebbero sempre impostate in modo da essere recepite ed accolte dagli operatori, sarebbero in pratica regole di professionalità, le stesse di cui qualsiasi nuovo settore necessita per il suo sviluppo; vi è infatti sempre bisogno, nelle prime fasi di sviluppo di un nuovo settore, del momento dell'autorità. In questo senso, ho avuto un piacevole scambio di opinioni con il professor Rossi, fondato su una assoluta identità di posizioni circa la convinzione che il primo momento di formazione degli ordinamenti sia sempre un momento amministrativo. Successivamente, a seguito del progressivo sviluppo dell'attività, i soggetti rafforzano la capacità e la spinta all'autoregolamentazione (il Parlamento si è trovato di fronte a tale problema quando, ad esempio, si affrontò la discussione sulla legge di polizia); si tratta di rendersi conto che non vi è libertà se non vi è sanzione, non vi è libertà senza previa indicazione del limite della libertà stessa. Ed allora, se non si pongono regole, si rende incerto il limite della libertà e si crea confusione senza riuscire a portare avanti la cosa essenziale, cioè la realizzazione di un grande mercato finanziario, così come il nostro paese, in accordo ai dati statistici ormai il quinto paese industrializzato del mondo, merita.

Nelle infinite pieghe del complesso sistema delle fonti legislative dell'ordinamento italiano

credo esistano spazi e margini sufficienti per normative ulteriori in questa direzione, nella quale il Parlamento può certamente giocare un ruolo decisivo.

BONAZZI. Professor Piga, prima lei ha sostenuto che, pur essendo diversi gli organi che possono essere investiti dell'attività di controllo degli intermediari finanziari, per esempio Banca d'Italia e Consob, è comunque opportuno che si realizzi una unicità di controllo anche eventualmente delegando all'uno o all'altro degli organi competenti competenze dell'altro. Quindi - diceva lei - può avvenire che, ad esempio, determinati controlli nei confronti degli istituti di credito che sono di competenza della Consob possano essere affidati alla vigilanza della Banca d'Italia. Vorrei allora sapere se, per alcuni intermediari finanziari, può essere vero il contrario, cioè che alcune funzioni di controllo di competenza della Banca d'Italia possano essere affidate alla Consob. E se così fosse, potrebbe essere questa la soluzione più funzionale, ai fini della utilizzazione di tutte le competenze specifiche, per realizzare un'attività di controllo? È proprio impossibile realizzare unicità di controllo, pur restando diverse le fonti che lo esercitano in relazione alle singole competenze?

L'ultima domanda che vorrei fare è per sapere che tipo di regole debbano essere introdotte, nel momento in cui si avvia un'esperienza nuova in questo settore, per disciplinare l'esercizio del diritto di voto da parte dei fondi comuni.

BERLANDA. Professor Piga, avrei alcune domande da porle. La prima riguarda i soggetti, poichè quando la Commissione ha avviato questa indagine conoscitiva, almeno per la prima fase, intendeva fare riferimento inizialmente ad un discorso di quantità e di qualità degli intermediari finanziari, preoccupata soprattutto dalle dimensioni dei flussi; infatti, il constatare che determinati flussi finanziari percorrevano canali esterni rispetto al sistema bancario era cosa di per sè preoccupante. Per questo motivo, ripeto, la Commissione aveva cercato di individuare quanti e quali erano questi flussi e quali soggetti li

manovravano. Abbiamo poi avuto in merito risposte sufficienti, forse non complete, da parte del vice direttore della Banca d'Italia, dottor Fazio; oggi invece, lei, quale Presidente della Consob, ci pone questo problema da un altro punto di vista, perchè quando ha elencato i soggetti interessati (agenti di cambio, banche, fiduciarie, commissionarie, fondi comuni e professionisti) ha individuato certamente una serie di soggetti diversi tra loro che però hanno la caratteristica comune di svolgere intermediazione. Ora, la posizione degli agenti di cambio è regolamentata da una legge superata, vecchia, da modificare forse in relazione a quello che succede nelle grandi capitali finanziarie come Parigi e Londra. Per quanto riguarda le banche, vale lo stesso discorso, mentre per le fiduciarie la situazione, da un punto di vista normativo, è ancora abbastanza oscura. La regolamentazione delle commissionarie è decisamente carente, mentre invece per i fondi comuni esiste una specifica legge. Per i professionisti, infine, esistono fior di ordinamenti che stabiliscono la tariffa professionale, prevedono la regolamentazione della raccolta di capitali per costituire società ed anche le varie competenze, per cui anche per l'intermediazione valgono le stesse regole.

Ma noi non eravamo giunti a pensare che tra gli intermediari ci fossero anche queste categorie. Evidentemente, partendo dalla dimensione dei grossi flussi, il settore dell'intermediazione non ci aveva condotto a questi livelli. Pertanto la prima domanda è la seguente: per i soggetti per i quali abbiamo avviato la nostra indagine conoscitiva, che possono determinare nel Parlamento indirizzi per la normativa futura, si devono porre dei limiti? Non penso che la nostra volontà sia quella di dettare delle regole, magari anche di comportamento, per chi svolge l'attività di intermediazione, per la quale tra l'altro sono state già elaborate alcune regole, sia pure in misura modesta. Tuttavia, si tratta di un settore molto articolato: pensiamo all'intermediazione finanziaria non bancaria ed ai relativi spostamenti di capitali, che possono produrre effetti nel mercato ben diversi da quelli che si immaginano possibili o leciti. Quindi è chiara l'esigenza di una

definizione legislativa che distingue fra diversi livelli, in questa materia.

In secondo luogo, il presidente Piga ha accennato a quanto già accade nella realtà per la coincidenza delle due autorità che hanno la responsabilità sul medesimo fenomeno (Consob e Banca d'Italia). Giustamente, un conto è avanzare sospetti o mostrare diffidenza verso le gestioni patrimoniali svolte dalle società fiduciarie e un conto è mostrare attenzione alle gestioni fiduciarie affidate alle banche. A me pare giusta la posizione della Consob, secondo la quale le norme sull'intermediazione finanziaria debbono riguardare sia l'attività che si svolge al di fuori della banca sia quella al suo interno, per le attività diverse dalla raccolta del risparmio e dalla erogazione del credito. In questo caso, lei auspica un'attribuzione per delega dalla Consob alla Banca d'Italia, o dalla Banca d'Italia alla Consob, quando la materia è coincidente, o invece è preferibile un concerto, una compresenza per il controllo di questa duplice attività?

La terza questione riguarda la trasparenza e la definizione di regole per la redazione dei bilanci. In questa materia forse la Consob - limitatamente alle aziende quotate in borsa - potrebbe indicare alcuni elementi essenziali di omogeneità nei bilanci che vengono all'esame del singolo risparmiatore.

Infine, forse abbiamo creato un eccesso di norme inutili per il fenomeno dell'andamento del mercato rispetto a quante sarebbero state necessarie. D'altra parte il Presidente della Consob, rispetto all'attività del Parlamento, a volte ha definito qualche legge «indovinata» e a volte ci ha tirato le orecchie, dicendo che il Parlamento avrebbe dovuto provvedere per alcuni settori. Tuttavia, il disegno di legge n. 275, che riguarda le offerte pubbliche, è stato presentato in questa Commissione nel novembre 1983; la sua urgenza è dimostrata da numerose sollecitazioni giunte in Parlamento anche negli ultimi mesi, ma stiamo aspettando il concerto tra la Consob ed il Tesoro. Questo è un caso in cui il Parlamento può «tirare le orecchie» alla Consob. Detto questo, spero che nel prossimo convegno il presidente Piga non ci rimproveri ancora!

CAVAZZUTI. Signor Presidente, non so se la mia sia una domanda oppure una riflessione, ma al punto in cui è giunta questa indagine conoscitiva (quella di oggi è la seconda seduta) ho ancora bisogno di chiarirmi alcune idee di carattere generale. Questa materia infatti consente diverse valutazioni, dalle quali possono scaturire anche intuizioni fondamentali.

A me sembra che l'opinione alla quale sicuramente aderisco è quella secondo cui, quando si parla di intermediazione, in realtà si compie un peccato di omissione: ci si dimentica che gli intermediari sono imprenditori che vogliono massimizzare il profitto, svolgendo una certa e particolarissima attività che è la compravendita del risparmio. Sotto questo aspetto, essa non è qualitativamente diversa dalla compravendita di un qualsiasi bene; comunque si tratta di una attività che, raccogliendo il risparmio e collocandolo, presenta sicuramente un problema di concorrenza tra gli operatori. Forse la mia impostazione deriva da una sensibilità da economista, ma mi pare che, se ipotizziamo i rischi della concorrenza tra gli intermediari, parlando di risparmio inconsapevole e dunque di una particolare situazione di inferiorità del risparmiatore nei riguardi dell'intermediario, inferiorità di colui cioè che offre il risparmio, ne deriva necessariamente una forma di paternalismo da parte delle pubbliche autorità che tendono ad immaginare controlli sia di tipo microeconomico che di tipo macroeconomico, come quelli relativi alla stabilità. Questo porta all'unicità del controllo medesimo e provoca una sostanziale debolezza del mercato: ripeto, comporta un atteggiamento paternalistico e tutto sommato una situazione di monopolio che è più funzionale alla tutela del risparmiatore.

Dunque, si dice di voler evitare la concorrenza e di voler creare una situazione di sostanziale monopolio e quindi di sostanziale unicità di comando. Questa è una visione coerente con il sistema prevalente in Germania, un'ipotesi filotedesca, che ritroviamo anche in un passo dell'analisi compiuta questa mattina dal professor Piga.

PIGA. È un'ipotesi visentiniana.

CAVAZZUTI. Non solo: alcune posizioni all'interno della banca centrale propendono per un'ipotesi di questo tipo. Però mi chiedo: se ammettiamo che un minimo di concorrenza tra gli intermediari può essere anche un fattore positivo (probabilmente una certa concorrenza in questa particolarissima attività, che è la raccolta del risparmio, comporterebbe una migliore allocazione delle risorse) dobbiamo anche ammettere l'esistenza da parte dei risparmiatori di una situazione più evoluta: non tanto un risparmio un po' più consapevole, quanto, ad esempio, l'applicazione delle più semplici scelte di portafoglio, secondo cui un operatore si deve basare almeno su tre mercati, quello immobiliare, quello assicurativo e quello mobiliare e creditizio.

Se tutto ciò è vero, se questo è un punto di vista, mi chiedo se non sia possibile far discendere non più l'unicità del controllo ma una forma di controllo per tipo di mercato. È necessario che sul mercato mobiliare vi sia chi controlla il mercato mobiliare, su quello assicurativo vi sia chi controlla il mercato assicurativo e su quello del credito vi sia chi controlla il mercato del credito. Mi rendo conto che questa distinzione è un po' scolastica. Infatti, se riprendiamo in considerazione gli intermediari possiamo constatare che come imprenditori vi sono gli intermediari che lavorano sia sul mercato del credito, sia sul mercato mobiliare, sia sul mercato assicurativo. Allora non mi è più chiaro, da un punto di vista istituzionale, come questi aspetti stiano insieme, nel senso che mentre considero non più attuale o capace di interpretare i comportamenti di oggi l'ipotesi di un risparmio inconsapevole, e dunque di un eccesso di tutela, non riesco neanche ad immaginare onestamente come si possano orientare le istituzioni in controlli sui diversi mercati. A questo punto la domanda che devo porre è in relazione all'intrecciarsi dei singoli operatori; cioè, visto che gli operatori agiscono su tutti e tre i mercati, come si deve regolamentare la presenza di autorità separate? Se ho ben capito dalla sua esposizione, dovrebbero essere previsti controlli per tipo di mercato, cioè chi controlla il mercato mobiliare deve dettare anche tutte le regole che riguardano tale

mercato, sia di trasparenza che di comportamento degli operatori, e deve suggerire forme di autogoverno e probabilmente anche norme di tipo contabile. Ciò è fondamentale, altrimenti ho la sensazione che la trasparenza sia come la virtù che non si sa mai se c'è o non c'è; al contrario, la trasparenza discende da precisi obblighi giuridici, da alcuni vincoli, e non è una predisposizione morale.

Giunti a questo punto devo chiedere - è un aspetto che personalmente ritengo importante e che deve essere ben compreso - dove devono essere messi i «paletti» che delimitano i confini delle diverse autorità. Detto in altre parole: ci dobbiamo muovere secondo l'opinione del professor Piga (opinione che egli ha espresso chiaramente, ma forse sarebbe opportuno che ci dicesse qualcosa di più in relazione a questi dubbi), cioè verso il sistema americano-giapponese - molteplicità di controlli, molteplicità di mercati, eccetera - o verso il modello tedesco? Comunque, a parer mio, ciò di cui dobbiamo prendere atto è che non è più sufficiente la legge n. 77 del 1983 perchè quest'ultima rappresenta un compromesso tra due modelli tradizionali. Come ha accennato lo stesso professor Piga, la legge n. 77 è nata in un momento di particolare fragilità ed in una particolare situazione della Consob. A tale proposito, devo chiedere al professor Piga se in riferimento ai fondi comuni regolamentati dalla legge n. 77 si deve rimaner fermi al modello stabilito da detta legge, e questo deve essere imitato, oppure se la legge n. 77 è semplicemente da storicizzare in quanto nasce in un momento di debolezza della Consob. Bisogna, quindi, per la chiarezza delle responsabilità, cominciare a discutere se la legge n. 77 sia un onesto compromesso oppure un modello da imitare; lei, professor Piga, sa benissimo che molta letteratura e molte opinioni ritengono che questa legge sia ancora un modello da imitare.

PISTOLESE. Signor Presidente, onorevoli senatori, voglio ringraziare innanzi tutto il professor Piga per tutti i chiarimenti che ci ha fornito e, richiamandomi a quanto lei ha detto all'inizio del nostro dibattito, devo dire che in effetti egli ci ha espresso il suo pensiero con molta chiarezza, per cui ci ha tolto tanti dubbi.

Sappiamo qual è l'opinione della Consob in riferimento a questi problemi e la consideriamo positivamente: condividiamo pienamente molti dei concetti che sono stati espressi, nel rispetto pure della legge bancaria, che ancora una volta difendo come una delle regolamentazioni più concrete del sistema bancario anche se lascia un vuoto per quanto riguarda le attività non bancarie che sono emerse così vistosamente in questi ultimi tempi.

Inoltre, devo dire che condivido quanto il professor Piga ha dichiarato all'inizio del suo intervento e cioè che l'autorizzazione praticamente risolverebbe gran parte dei problemi. Sono favorevole al principio dell'autorizzazione, però bisogna tener presente che essa ha dato luogo a molti dubbi ed il professor Piga lo avrà potuto constatare dalle varie polemiche che si sono sviluppate a tale proposito. L'autorizzazione molto spesso comporta una responsabilità di chi concede l'autorizzazione stessa; quindi, lo Stato diventa responsabile solamente perchè autorizza? Certamente no. Per questo motivo, dunque, è necessario valutare attentamente il principio dell'autorizzazione in quanto non deve sconfinare in una responsabilità dello Stato; ciò certamente limiterebbe la crescita di queste attività di intermediazione.

Il professor Piga ha detto, parlando delle fiduciarie, che la Consob ha fatto qualcosa in tale settore ma non ci ha spiegato che cosa, per cui è necessario che egli chiarisca tale aspetto.

Per quanto riguarda i professionisti, per la verità non capisco perchè siano stati inseriti nell'elenco degli intermediari. Personalmente sono contrario in quanto il professionista non può svolgere attività commerciali. Un avvocato non può svolgere attività commerciali. Un avvocato non può compiere atti di commercio e neanche può essere amministratore delegato di una società commerciale; sono divieti stabiliti dagli stessi ordinamenti professionali. Escludo che il professionista possa essere considerato un intermediario in quanto non ha proprio questa funzione ed anzi potrebbe essere un motivo di denuncia agli albi professionali, l'intermediazione essendo un comportamento contrario a quella che è l'impostazione della attività professionale. Mi rendo conto che per i commercialisti vi è

qualche problema, ma se consideriamo attentamente la loro attività possiamo constatare che essi non sono mai stati degli intermediari ma dei professionisti che aiutano un interessato, un cliente, a compiere una determinata operazione; comunque, non sono mai degli intermediari abituali di raccolta e di collocamento del denaro.

In riferimento all'albo, il professor Piga non ci ha detto se è favorevole. Pertanto, desidero sapere se la Consob è favorevole ad un albo aperto, come viene richiesto da più parti.

L'ultima domanda che desidero porre al professor Piga è che cosa pensa circa la possibilità di un controllo non amministrativizzato. Questa mi sembra quasi una contraddizione nei termini; infatti, non so come un controllo possa essere regolato non amministrativamente. Un organismo che procede al controllo non può che essere disciplinato in via amministrativa con tutte le regole che ineriscono ad esso, come la Corte dei conti, la Consob e la Banca d'Italia, che sono organismi che svolgono una attività che rientra in compiti amministrativi e non è di altra natura. Quindi devo chiedere al professor Piga come un controllo possa essere non amministrativizzato; questo è un punto che non riesco a superare.

Concludendo il mio intervento, devo dire che quando il Ministro del tesoro ci ha dato delle indicazioni su quanto si potrebbe fare ha detto le stesse cose che lei, professor Piga, ci ha detto in questa sede. Innanzi tutto, è necessaria l'individuazione delle caratteristiche dell'operatore finanziario, cioè bisogna dire chi è l'operatore e dare una definizione di esso (escludendo a mio avviso i professionisti). In secondo luogo, ha parlato della forma di società per azioni e credo che in questo senso noi risolveremmo il problema, perchè la società per azioni ha dei precisi controlli stabiliti dalla legge; se poi viene configurata l'ipotesi delle banche, queste ultime sarebbero assoggettate al controllo della Banca d'Italia per quanto riguarda l'attività in questione. Inoltre, si è parlato del principio di onorabilità - e siamo d'accordo su tale aspetto - ed anche della certificazione dei bilanci. È chiaro che se partiamo dal principio che il soggetto deve

essere una società per azioni abbiamo risolto il problema.

Questa impostazione ci trova sostanzialmente favorevoli come base di una discussione iniziale di questa nostra indagine.

PIGA. Signor Presidente, al senatore Bonazzi, che ha parlato del mercato mobiliare e del mercato creditizio, devo dire che si tratta di due realtà profondamente diverse, anche se presentano delle aree nelle quali le sovrapposizioni sembrano ineliminabili. Non credo ad un discorso fondato sulle deleghe e sulle attribuzioni di competenza, quanto alle intese tra gli organi al verificarsi di certe situazioni. Però, qualora il discorso riguardo all'intesa venisse considerato come elusivo del problema, allora preferisco dire che la competenza primaria deve essere della Consob, perchè l'attività di intermediazione finanziaria richiede delle regole di controllo come tale, nel senso che punto di riferimento è l'attività stessa.

Nel sistema attuale i soggetti che svolgono attività di intermediazione sono passibili di una differenziazione essenziale a seconda che siano vincolati nei confronti degli organi di vigilanza dell'ordinamento bancario, ed è il caso degli enti creditizi, od in quanto tale vincolo non sussista. In questo secondo caso competente a procedere agli opportuni controlli è la Consob, che deve però essere messa in grado di esercitare la sua funzione istituzionale con la dovuta pienezza. Infatti il discorso della trasparenza ha tante aree, tanti segmenti, tante situazioni che si devono ricollegare a dei valori comuni. Il discorso dei prospetti non può essere validamente condotto se disgiunto da quello della vigilanza sulla pratica concretizzazione di quanto descritto nel prospetto stesso. Può darsi (avevo sotto gli occhi il pregevole intervento di Sarcinelli) che questo comporti una normazione aggiuntiva rispetto alla legge istitutiva, ma è questa la strada già percorsa con la legge n. 281. Senza il controllo sugli intermediari la Consob rischia di divenire l'espressione amministrativa di un momento storico in cui si riteneva di dover sommare ai controlli della legge bancaria un certo tipo di controllo di trasparenza. Quanto alla legge sui fondi comuni, la Consob su questo tema non

rivendica nulla, nè vuole espandere le proprie competenze.

Si deve notare, peraltro, come la legge sui fondi comuni, nonostante la preferenza chiaramente espressa per la Banca d'Italia, nel suo concreto funzionamento si fondi sull'intesa tra questa e la Consob. Poi, volendo esprimere un giudizio di altro tipo non credo sia azzardato affermare che se la legge sui fondi comuni fosse stata rinviata di qualche anno, una maggiore considerazione per la Consob sarebbe stata manifestata dal Parlamento.

PRESIDENTE. Forse, se non c'era la legge, non avremmo avuto la Consob.

PIGA. Si può benissimo continuare nella strada intrapresa, anche se secondo noi la legge n. 77 va integrata in molti punti: sulle modificazioni contiamo di esprimere il nostro parere in una eventuale audizione.

Invece, per quanto riguarda il contenuto del disegno di legge n. 275, le nostre determinazioni conclusive saranno rese note molto presto. Per parte sua la Consob fornirà al Parlamento delle indicazioni tecniche, su quale OPA sia da ritenere preferibile, con quali tecniche questa possa essere realizzata, se debba ritenersi obbligatoria una volta intrapresa.

Ritengo che alla Consob possano essere attribuite competenze in materia, anche se attualmente non sussiste il potere di imporre dei bilanci tipo. Se però questo potere venisse concesso, qualcosa di concreto potrebbe essere fatto.

BERLANDA. Basterebbe un suggerimento: se ci mettiamo a fare per legge anche i bilanci...

PIGA. Una attribuzione di facoltà.

RUFFINO. Non avrebbe molti effetti...

PIGA. Non è vero. Devo dire che siamo in una fase di tale collaborazione con le imprese che la gran parte dei nostri suggerimenti trova immediata eco nelle imprese stesse.

Vi è poi il discorso del senatore Cavazzutti, altamente significativo da un punto di vista culturale e di grande complessità. Noi siamo a

favore della seconda opzione, chiaramente. Quanto alla concorrenza tra gli intermediari, ben venga. D'altronde il risparmiatore corre soltanto il rischio del suo investimento, come è naturale e giusto che sia; si deve solo garantire che il rischio venga assunto nella massima consapevolezza, esigendo quindi di essere prospettato in un certo modo. Sempre sulla concorrenza, vorrei dire che qualsiasi prospettiva attuale di analisi risente del grave errore consistente nel non aver approvato una legge sulla tutela della concorrenza, come, in particolare negli anni Cinquanta, era largamente auspicato.

Quanto ai tre mercati, non si può essere favorevoli al mantenimento di tale impostazione, rafforzata peraltro dalla creazione dell'Isvap per il controllo del mercato assicurativo.

L'autorizzazione, senatore Pistolese, può anche essere chiamata «ammissione» così da privarla degli elementi di discrezionalità, su cui ritiene di fondare le competenze Consob.

Sulle fiduciarie, vorrei esprimere la mia soddisfazione perchè è stato fatto già molto, e di ciò che si è fatto sarà necessario tenere conto anche nella diversa e futura prospettiva della fissazione di regole sulla correttezza dei comportamenti. Le fiduciarie nascono mal disciplinate, sulla spinta della legislazione volta alla discriminazione razziale, ed all'esplicito servizio del mercato immobiliare. Si sono trasformate nel tempo, fino a richiedere la sola autorizzazione del Ministero dell'industria come nulla osta all'esercizio dell'attività di credito. Successivamente tali società sono state lo strumento principale per favorire la gestione di grosse imprese immobiliari, basate su una confusione assoluta di ruoli ed un conferimento di mandati senza obbligo di rendere conto, insomma su situazioni di limpidezza e correttezza assolutamente carenti.

La Consob è intervenuta con l'esplicita finalità di mettere ordine in tale stato di cose, ponendo limiti e divieti e soprattutto imponendo nella maggior misura possibile la trasparenza della gestione. È vero che la disciplina è ancora largamente incompiuta, riguardo ad esempio ai limiti di capitali delle società, ma vi è uno spazio operativo necessariamente riservato al Parlamento. Tale ruolo del Potere

legislativo era probabilmente previsto nelle norme contenute in un decreto-legge del Governo poi non convertito in legge dal Parlamento, non perchè ritenuto inopportuno nel merito, ma perchè giustamente il Parlamento ritenne che non ricorrevano le condizioni di necessità ed urgenza. Sulla base di questa considerazione la Consob ha ipotizzato alcune proposte che i commissari potranno trovare in larga parte riprodotte nella documentazione loro consegnata.

Quanto al controllo, si deve dire che probabilmente le tradizionali accezioni della attività di controllo perdono gran parte della loro importanza in relazione al controllo di trasparenza. Il controllo dal punto di vista amministrativo consiste infatti nel riesame di un atto, mentre il controllo di trasparenza è la verifica dell'osservanza di una regola, dettata con attenzione al limite della libertà di mercato, e quindi assai distante dalla tradizionale sfera amministrativa. Anzi, sarebbe una impostazione fuorviante quella di chiunque operasse per una disciplina del mercato utilizzando il tradizionale strumentario amministrativo.

RUFFINO. Professor Piga, nel mio intervento, più che rivolgerle quesiti, anche perchè - essendo giunto in ritardo per motivi indipendenti dalla mia volontà - non ho potuto ascoltare la sua relazione, vorrei piuttosto darle atto dell'importanza del lavoro che la Consob ha saputo svolgere in questi anni, ridando fiducia e credibilità ad un organismo che è estremamente importante. La Consob è oggi paragonata alla SEC americana e, quindi, nel mercato italiano ha saputo ridare credibilità alla propria azione, tanto che - come lei diceva prima -, a differenza delle raccomandazioni del Parlamento, le raccomandazioni della Consob hanno valore di regole per le società e le aziende, e questo è significativo. Ritengo pertanto che si debba in linea di principio approfondire l'esame della legislazione sulla Consob allo scopo di ampliarne gli interventi e dare ad essa maggiori poteri.

PIGA. La ringrazio, senatore Ruffino. Quanto alla legge n. 77 del 1983 credo che questa richieda molte integrazioni rafforzative ed estensive delle competenze della Consob, tali

da consentirle di svolgere un ruolo determinante anche a livello internazionale; mi piace infatti ricordare che rappresentanti della Consob sono stati spesso invitati a riferire in molte sedi internazionali, segno della stima di cui evidentemente l'organismo gode anche all'estero. Però occorre anche sottolineare che ieri in sede comunitaria si sono adottate misure molto importanti, che rendono impellente per l'Italia il problema della borsa. Occorre fare in tempo, entro la scadenza del dicembre 1987, a completare il discorso dal punto di vista materiale, delle attrezzature, ma l'aspetto realmente difficile è quello di convincere le varie componenti del mercato borsistico, (spesso, come è naturale, intenzionate a muoversi in ottiche particolaristiche), della necessità che si verifichi un *big bang* italiano - dissimile quindi da quello inglese - che favorisca una situazione del tutto nuova ed aggiornata ai tempi. Il mondo delle corporazioni trova ancora degli ambiti di applicazione enormi nell'ordinamento del nostro paese, però l'importante è che le stesse corporazioni riescano a comprendere che il «vento di libertà» consente loro di conseguire maggiori profitti: sono necessari certamente pazienza e tempo, ma se si riuscirà ad operare in questa direzione, riuscendo a realizzare la concentrazione delle negoziazioni in borsa, questo risultato sarà concretamente raggiungibile. Ciò però sarà possibile solo operando nell'ambito di un mercato mobiliare garantito, come lo stesso Parlamento ha sostenuto in tutti i propri documenti, che possa tutelare le attività di tutti e che non sia affidato soltanto ad una sola delle componenti; la Consob può impegnarsi per continuare ad essere l'elemento unificante di questo mercato, dato lo stato attuale dell'ordinamento, e questo è l'auspicio con il quale, ringraziando la Commissione, concludo il mio discorso.

Desidero solo aggiungere che la presente esposizione riflette il punto di vista unanime della Commissione nazionale per le società e la borsa, avendo precedentemente provveduto a vagliare l'opinione di tutti i componenti; posso, quindi, sottolineare che vi è da parte della Consob un atteggiamento pienamente consapevole e delle cose da farsi e degli aspetti che presentano margini di incertezza.

L'ultimo auspicio che vorrei manifestare è che nel corso dei lavori le intese possano gradualmente svilupparsi ed evolversi, realizzando con il tempo risultati sempre migliori e consoni all'ordinamento di un settore suscettibile di essere condotto ad un regime ottimale attraverso progressivi, continui aggiustamenti. Tentare di raggiungere risultati importanti solo per via di una regolamentazione preventiva sarebbe probabilmente troppo complesso, defaticante e di difficile realizzazione in un'ottica di breve o medio periodo.

PRESIDENTE. Professor Piga, aderendo alle considerazioni prima fatte dal senatore Ruffino circa il ruolo assunto dalla Consob, la vorrei ringraziare, insieme ai suoi collaboratori, per aver accolto l'invito a partecipare ai lavori della Commissione.

Viene quindi introdotto il dottor Mario Sarcinelli.

Audizione del dottor Mario Sarcinelli, direttore generale del Tesoro.

PRESIDENTE. Rivolgo al dottor Sarcinelli un caloroso ringraziamento per aver accettato l'invito a partecipare ai nostri lavori e gli do senz'altro la parola per una esposizione introduttiva, avvertendo che la relazione scritta, da lui presentata, è a disposizione dei senatori.

SARCINELLI. Ringrazio a mia volta il Presidente e la Commissione per l'invito rivoltomi. Devo in primo luogo dire che sono sempre combattuto, allorquando parlo in sedi pubbliche, se attenermi ad un testo scritto oppure parlare a braccio. La mia naturale tendenza è la seconda; però, a mio avviso, un pubblico funzionario deve cercare di essere il più possibile preciso ed esauriente. Per questo motivo - ed anche perchè credo che altri onorevoli senatori vorranno leggere in seguito il mio intervento sul verbale - ho ritenuto opportuno redigere un testo scritto, di cui spero i presenti vogliano ascoltare il contenuto.

In una visione stilizzata e semplificata, è possibile classificare gli ordinamenti economici in relazione ai meccanismi di allocazione

delle risorse. Ad un estremo si collocano quelle economie che lasciano la responsabilità allocativa quasi del tutto al mercato e limitano gli interventi dello Stato soltanto a quelli che si esercitano attraverso ambo i lati del pubblico bilancio e mediante il controllo dell'offerta di moneta; all'altro estremo vi sono tutti i sistemi che affidano allo Stato la responsabilità completa (pianificazione) o primaria (programmazione) nell'individuare gli usi delle risorse. Gli ordinamenti positivi si trovano nell'intervallo tra i due estremi, poichè anche il più liberista dei sistemi prevede vincoli (ad esempio, urbanistici) o autorizzazioni (ad esempio, per l'esercizio di attività pericolose) che si aggiungono all'azione del bilancio e della politica monetaria nell'indirizzare l'attività economica, come anche il più pianificato non può non lasciare qualche margine di libertà alle scelte individuali. Per fini espositivi è opportuno riferirsi ai due casi estremi, nonostante la loro evidente irrealtà.

In una logica di programmazione o, peggio, di pianificazione non soltanto si procede alla macro-decisione di quanta parte del reddito deve essere dedicata al consumo e quanta al risparmio, ma ci si preoccupa anche che le micro-decisioni dei consumatori e dei risparmiatori non si allontanino dai sentieri indicati o imposti. In un ambiente in cui prevale l'allocatione da parte del mercato, manca una siffatta macro-decisione sulla ripartizione tra consumo e risparmio e sono soltanto le micro-decisioni che la realizzano *ex post*, lasciando al produttore o al percettore del reddito il compito di ripartirlo tra gli usi dell'oggi e quelli del domani sulla base delle condizioni economiche, attuali e previste, nonché delle preferenze individuali. Se ne dovrebbe concludere che in un ordinamento orientato a favore dell'allocatione attraverso il mercato, come almeno tendenzialmente è quello italiano di oggi, gli atti di investimento del risparmio, in particolare quello finanziario, non sono meritevoli di una protezione diversa da quella che viene accordata agli atti di consumo.

Come il consumatore è libero di acquistare tutto ciò che vuole con l'eccezione di merci o servizi che la legge definisce pericolosi, per motivi sanitari o di ordine pubblico, così il risparmiatore non dovrebbe incontrare limiti

nell'allocatione delle sue disponibilità, eccetto che per motivi di ordine pubblico (ad esempio, investimento dei proventi di attività criminose). Per ambedue, consumatore e risparmiatore, la legge dovrebbe preoccuparsi che la decisione di acquisto avvenga in condizioni di sufficiente informazione (norme sull'etichettatura, sul peso netto, sul prospetto, eccetera).

Uno sguardo sommario agli ordinamenti orientati al mercato, compreso il nostro, ci indica che la legge tende ad accordare un livello di protezione maggiore all'atto di risparmio, almeno quello finanziario, che all'atto di consumo. Una spiegazione può risiedere nel fatto che la decisione di consumo avviene in condizioni di certezza o, almeno, di minore incertezza rispetto a quella di risparmio, la cui validità dipende da eventi e condizioni ignoti perchè futuri. L'intervento dello Stato, perciò, avrebbe il compito non tanto di ridurre l'incertezza, quanto quello di diminuire la propensione al rischio del risparmiatore. Poichè è diffuso il convincimento che le attività che presentano una forte alea sotto il profilo del rendimento non trovano sufficienti finanziamenti e devono essere sussidiate o incentivate da parte delle pubbliche autorità, v'è da dubitare che questa possa essere la spiegazione.

Un'altra, negli ultimi tempi spesso ripetuta, è che il risparmiatore costituisce un contraente debole o un agente «inconsapevole», meritevole perciò di una particolare protezione. Sebbene sia tutt'altro che chiaro perchè si debba considerare il risparmiatore che investe in attività finanziarie un soggetto debole, mentre tale non è considerato quando investe in attività reali (case, terreni, imprese produttive), una simile impostazione porta a conseguenze alquanto riduttive del ruolo del mercato nell'allocatione delle risorse in generale e ad una disciplina piuttosto vincolistica del mercato finanziario in particolare.

Infatti, una spiccata propensione a proteggere il risparmiatore «inconsapevole» comporta una o più delle seguenti conseguenze: la tipicità degli strumenti, vale a dire la definizione per legge delle caratteristiche che le passività e le attività finanziarie debbono avere; la costituzione, regolamentazione e supervisione di intermediari specializzati, ciascuno deputato a svol-

gere una particolare funzione; l'esclusività dei mercati, nel senso dell'obbligo di far passare specifiche transazioni attraverso determinati luoghi o intermediari.

Sono la tipicità degli strumenti, l'orientamento a favore degli intermediari e l'esclusività dei mercati i veicoli di cui si serve anche un ordinamento ispirato alla logica di programmazione: basti pensare all'Italia degli anni Trenta, in cui si sancì con la legge n. 375 del 1936 il principio che è di «pubblico interesse» l'attività di raccolta del risparmio tra il pubblico e di esercizio del credito, mentre la legge n. 350 del 1985 ha definito la medesima come «attività d'impresa». Il cambiamento in favore di un maggior ruolo del mercato non è soltanto nella struttura economica del paese, ma anche nelle definizioni giuridiche; tuttavia, gli effetti del mutamento possono essere annullati ove alla supremazia allocativa dello Stato si sostituisca un'eccessiva tutela del risparmiatore come parte debole o «inconsapevole»; in tal caso l'allocazione delle risorse non è l'obiettivo che lo Stato persegue, ma è certamente la conseguenza della sua azione «protettiva».

Laddove si parte dal presupposto che il risparmiatore è un operatore economico adulto, le attività non sono tipizzate preventivamente dalla legge e si evolvono secondo le opportunità e le preferenze; gli intermediari non sono rigidamente disciplinati, hanno un'operatività diversificata e variabile nel tempo, sono passibili di trasformazione senza grandi traumi; i mercati tendono ad essere aperti a tutti, residenti e non residenti, persone fisiche e società. Un esempio in Europa che si avvicina moltissimo a questo archetipo è il mercato londinese dopo il *big bang*.

Due conclusioni sembra di poter trarre da questa rapida trattazione delle ragioni che giustificano la «regolazione» dei mercati finanziari: la prima è che anche nel più liberistico dei sistemi le necessità della politica monetaria richiedono un minimo di disciplina degli intermediari bancari e/o dei mercati attraverso i quali agisce; la seconda è che, a prescindere dalle ragioni portate per giustificarla, una regolamentazione eccessiva del mercato finanziario comporta costi e distorsioni che tendono a far assomigliare sempre più un sistema

orientato al mercato ad uno ispirato alla logica programmatica.

Si toccheranno ora brevemente le problematiche connesse agli strumenti, agli intermediari e ai mercati alla luce delle considerazioni precedenti.

Un'analisi dell'innovazione finanziaria in Italia (devo dire subito che un'analisi di questo tipo si trova in una memoria che ho presentato al convegno «L'Italia e l'economia internazionale» organizzato dall'*European Business Forum* giorni or sono al *Grand Hotel*) mostra senza ombra di dubbio che le sue determinanti, vale a dire l'inflazione, il disavanzo pubblico e la volatilità dei tassi dell'interesse, hanno causato uno spostamento notevole nel peso relativo delle attività finanziarie tradizionali, invece di condurre all'affermazione di nuovi prodotti. Passando in rassegna le principali nuove forme finanziarie, inoltre, si nota che, diversamente da ciò che è accaduto in altri ordinamenti, ad esempio, quello americano, l'innovazione è più frutto dell'azione delle pubbliche autorità che delle spinte del mercato.

All'innovazione finanziaria dai prodotti si assegna il ruolo positivo di soddisfare le esigenze degli operatori attraverso la scomposizione e riagggregazione dei rischi connessi al trasporto dei valori nel tempo e nello spazio e non solo quello, talvolta dubbio dal punto di vista del miglioramento dell'efficienza e del benessere, di trarre vantaggio dalle inevitabili smagliature nell'insieme dei controlli e dei vincoli pubblici; v'è, perciò, bisogno di riflettere sulle cause della scarsa reattività del mercato e chiedersi se il grado di controllo esercitabile dalle autorità non sia all'origine di siffatto comportamento.

Tuttavia, l'innovazione dei prodotti dovuta alle forze del mercato non è stata completamente assente: i titoli atipici hanno avuto momenti di alto favore e di forte attenzione tra il pubblico e tra gli studiosi, anche se le esperienze si sono rivelate in moltissimi casi negative. Le forme atipiche di raccolta del risparmio, che hanno utilizzato, nel periodo di elevata inflazione, principalmente lo schema dell'associazione in partecipazione e la cartolarizzazione di quel medesimo rapporto, hanno rappresentato un processo di *securitization*

ante litteram, trasformando cioè dei crediti in titoli negoziabili e anticipando un vasto movimento internazionale. A prescindere dal venir meno delle condizioni inflazionistiche che avevano favorito una siffatta fenomenologia e dal sopraggiungere dei controlli e del vincolo fiscale, è stato il mancato sviluppo di un mercato secondario il vero tallone d'Achille dei titoli atipici.

Ai fini che qui interessano è opportuno richiamare che, mentre è pacifica la capacità degli operatori di inventarsi nuove forme contrattuali in base al principio di libertà contenuto nell'articolo 1322 del codice civile, è da una parte della dottrina contestato che si possa procedere alla cartolarizzazione di rapporti di credito in assenza di un'esplicita previsione di legge. Senza voler entrare in una disputa per la quale si è impreparati, è appena il caso di sottolineare che, sia pure implicitamente, le leggi n. 77 del 1983 e n. 281 del 1985 sembrano aver risolto il dubbio a favore della sua liceità.

Ove, però, le cattive esperienze fatte da molti possessori di titoli atipici dovessero spingere nel senso di ritenere nuovamente necessaria per la cartolarizzazione di un dato rapporto di credito l'esplicita e specifica previsione di legge, è appena il caso di aggiungere che con la direttiva approvata ieri dal Consiglio della CEE anche i titoli non quotati saranno liberalizzati e il residente italiano potrà acquistare qualsiasi titolo emesso in altro Stato comunitario, anche se esso non risponde alle forme canoniche del nostro codice. In questo quadro, perciò, il problema che si pone al legislatore italiano - se problema v'è - non è tanto quello di riconoscere giuridicamente i prodotti del processo di *securitization* ma semmai quello di confermare esplicitamente, ove ritenuto necessario, l'indirizzo espresso nelle due citate leggi a proposito della disciplina dei valori mobiliari.

Infine, sempre nel campo dei prodotti, i contratti di locazione finanziaria e di *factoring*, ove si ritenga che le esperienze siano sufficientemente mature, potrebbero essere oggettodi un inquadramento nella disciplina civilistica.

Il miglioramento della redditività delle imprese, i tassi d'interesse alti e positivi in

termini reali, il desiderio delle famiglie di diversificare i propri portafogli rigonfi di titoli pubblici, l'arrivo sul mercato di investitori esteri hanno ridestato la borsa, la cui capitalizzazione è aumentata negli ultimi tre anni di sei volte. Il fenomeno ha coinciso ed è in parte dovuto anche all'arrivo sul mercato di un nuovo intermediario, il fondo comune d'investimento mobiliare, che dopo vent'anni di gestazione ha conquistato di getto al nostro paese in pochissimo tempo un posto di tutto rilievo nella graduatoria internazionale. Questo felice risultato, frutto anche dell'agevolato trattamento fiscale, e la disintermediazione che ne è seguita per le banche hanno accresciuto il favore e la spinta per una regolamentazione legislativa di altre figure di intermediari.

Nelle aule parlamentari sono depositati progetti e disegni di legge concernenti i fondi immobiliari, i fondi mobiliari chiusi, i fondi comuni esteri, i fondi pensione, le *merchant banks*, le gestioni patrimoniali, le società fiduciarie, le società di *leasing*, le società di *factoring*; e il Ministro del tesoro ha anche accennato alle società con attività finanziaria residuale. È opportuno procedere a questo vasto sforzo di regolamentazione, in una fase in cui la tendenza internazionale sembra ancora essere a favore della deregolamentazione, se non addirittura della deregolazione?

Il significato di questi termini potrà risultare più chiaro ai componenti della Commissione leggendo l'altra memoria che ho presentato e che si riferisce alla «globalizzazione» finanziaria. Troppi intermediari legislativamente disciplinati non renderanno il nostro sistema finanziario meglio articolato, ma anche notevolmente più rigido?

Se l'analisi condotta all'inizio di questa nota è ritenuta corretta ed è condivisa, la risposta non può che essere conforme alle conclusioni colà raggiunte. È opportuno rendere espliciti i costi e le distorsioni cui una regolamentazione eccessiva può condurre. Allorché un intermediario viene consacrato nella sua funzione dalla legge, gli viene conferito una sorta di monopolio con riferimento alle passività che è autorizzato ad emettere e/o all'attività finanziaria che è abilitato a svolgere; è il caso, ad esempio, delle gestioni patrimoniali in monte che sono

divenute illegali con l'introduzione dei fondi comuni di investimento mobiliare, nonostante fossero a questi preesistenti. Se diversi tipi di intermediari finanziari emettono passività o esercitano attività tra le quali esiste scarsa sostituibilità, la concorrenza potrà essere assicurata soltanto - all'interno di ciascun segmento di mercato, definito con riferimento alla passività o all'attività, - dalla presenza di un adeguato numero di intermediari; ciò comporta, con ogni probabilità, una sovracapacità per il sistema finanziario nel suo complesso.

D'altro canto, ove le tipologie degli intermediari legislativamente definiti si infittiscano, è probabile che aumenti la sostituibilità tra i servizi e gli strumenti dell'uno con quelli dell'altro, ma le linee di demarcazione diverranno molto meno nette con la possibilità di sovrapposizioni e con il pericolo di conflitti. L'innovazione finanziaria di sistema, vale a dire quella dovuta al sorgere di un nuovo intermediario, si arresterà poichè ove si manifestasse essa porterebbe le stimmate di un'attività *praeter legem*; ciò significa che l'economia italiana non potrà sviluppare una sua autonoma capacità propositiva, come invece è possibile all'estero, soprattutto nei paesi di *common law*, e con ogni probabilità anche nel seguire gli esempi esteri dovrà attendere il varo della legge nazionale.

Per converso, nella fase recessiva di un intermediario legislativamente disciplinato, questi avrebbe meno possibilità di adeguarsi alla nuova realtà del mercato, poichè vincolato dal principio di specializzazione all'attività o allo strumento ad esso peculiari; per convincersene è sufficiente por mente al travaglio dei grandi istituti speciali di medio credito che dalla crisi degli anni Settanta sono stati spinti verso il credito a più breve termine da un lato e verso l'intermediazione finanziaria dall'altro. Le strutture acquisterebbero un grado di rigidità notevole e la loro sopravvivenza richiederebbe alti margini operativi; le esperienze e le lamentele della clientela nei confronti del sistema bancario italiano ne sono testimonianza.

È appena il caso di ricordare che tra i costi di una regolamentazione diffusa e «pesante» non ci sono soltanto quelli derivanti dallo sfruttamento di posizioni di privilegio o di

monopolio, ma anche quelli di inefficienza economica che si genera nei settori protetti, nonchè quelli amministrativi per la gestione dei controlli. Spesso il fine di una regolamentazione per legge è quello di istituire un controllo, ma lo strumento per rendere efficace una regolamentazione fatta di obblighi e divieti è sempre il controllo. Quest'ultimo, allorchè si è in presenza di intermediari in senso tecnico, vale a dire di operatori che trasformano rischi, assume un carattere «prudenziale», volto cioè a ridurre l'assunzione dei rischi per garantire la stabilità; e questa tendenza sembra estendersi anche agli intermediari puri, quelli che si limitano a gestire rischi per conto altrui. Una vigilanza di tipo prudenziale è sempre assillata dal dilemma efficienza-stabilità; e la storia recente dimostra che soprattutto nei momenti di difficoltà la seconda fa premio sulla prima. Anche negli Stati Uniti intermediari finanziari non bancari quali le *savings and loan association* sono stati di recente salvati attraverso operazioni di fusione dai propri enti di vigilanza.

Poichè da queste considerazioni sembra potersi concludere che è da evitare una regolamentazione legislativa eccessiva, intesa sia come moltiplicazione delle tipologie degli intermediari, sia come strutturazione dei vincoli e dei controlli, restano da individuare criteri validi per decidere quando è opportuno regolamentare un intermediario finanziario non bancario e sottoporlo a vigilanza prudenziale. A sommosso avviso di chi vi parla, si può far riferimento ai seguenti tre principi non mutuamente esclusivi: a) quando l'intermediario emette una passività che è un sostituto quasi perfetto della moneta bancaria o deposito; b) quando all'intermediario sia concesso di emettere passività oltre il limite del capitale, derogando alla norma generale che vuole le obbligazioni non superiori, in valore nominale, alle azioni; c) quando l'intermediario ha una rilevanza sociale particolare.

Come esempio del primo tipo vorrei citare i fondi comuni di investimento, che nell'esperienza degli Stati Uniti hanno permesso a grandi banche d'investimento di diventare gestori di enormi masse di liquidità raccolte tra il pubblico; anche in Italia ciò potrebbe verificarsi ove alcuni fondi si specializzassero

in attività di mercato monetario e dessero ai portatori di quote la possibilità di impartire alla società di gestione ordini di pagare. Nella regolamentazione dei *close substitutes* dovrebbe essere usata la cautela di essere meno vincolisti rispetto alle banche per evitare che, attraverso la catena dei sostituti quasi perfetti di altri sostituti anch'essi quasi perfetti, si allarghi la regolamentazione bancaria a tutto il sistema finanziario; ciò non è affatto richiesto dalla politica monetaria che già oggi e sempre più in futuro dovrà fare assegnamento sulla base monetaria e sul tasso d'interesse e/o di cambio, e non sul controllo quantitativo del flusso di fondi di alcuni o, al limite, di tutti gli intermediari.

Un esempio di regolamentazione secondo la lettera b) è costituito dagli istituti speciali di credito, un altro, *de jure condendo*, è quello richiesto dal Tesoro per gli organismi assimilabili alle *merchant banks*, per i quali si è prevista la possibilità di emettere obbligazioni in un rapporto superiore a 1 rispetto al capitale. La tesi di intervenire per legge è scaturita, inoltre, dalla necessità di far prendere al Parlamento, e non all'Amministrazione, una decisione che rischia di riproporre la problematica dell'inserimento della banca nell'industria; come è noto, anche per effetto di recenti controversie, la vigente legge bancaria è ispirata al principio della separatezza.

Un caso di regolamentazione per la rilevanza sociale dell'intermediario è senz'altro quello dei fondi pensione. La crisi della sicurezza sociale rende sempre più necessario per il lavoratore accantonare risparmi che gli permettano di mantenere un tenore di vita durante la pensione non molto discosto da quello di cui godeva negli ultimi anni di operosità. L'accumulazione di una vita di lavoro non può certo essere esposta al rischio di una gestione imprudente o immedesimarsi con la sorte di un'impresa o di un gruppo, per grande e ben gestito che sia. Regole per diversificare gli investimenti e per mantenere bassa la rischiosità del portafoglio sono assolutamente necessarie e i controlli per la loro osservazione altrettanto indispensabili. È questa la *ratio*, in fondo, della rigida regolamentazione delle assicurazioni, almeno per quanto riguarda il ramo vita.

Oltre ai prodotti e agli intermediari, in un'analisi finanziaria sono rilevanti i mercati, con riferimento sia all'esclusività di cui godono spesso i soggetti abilitati dalla legge a farvi transazioni, sia alla trasparenza delle operazioni, sia alla correttezza degli operatori. Sul primo aspetto sono in corso soltanto studi, lavori di commissioni e tentativi per informatizzare il lavoro di borsa e rendere la quotazione continua. Molto resta da fare, compresa una ridefinizione della figura dell'agente di cambio, una sua possibile trasformazione in persona giuridica, una liberalizzazione dell'accesso o almeno un ampliamento delle figure professionali abilitate a trattare in borsa. Appena agli inizi è il lavoro per assicurare la correttezza degli operatori, vale a dire per combattere la piaga dell'*insider trading*; interessanti opinioni sono state espresse di recente sulle modalità per sanzionare tali comportamenti. Molto e buon lavoro è stato svolto, soprattutto negli ultimi tempi, nel campo della trasparenza, che viene assicurata attraverso l'informazione.

La cautela nell'estendere a ogni tipo di intermediario finanziario una vigilanza prudenziale, che si addice, invece, alle banche, ai loro concorrenti più prossimi e a tutti gli operatori cui è concesso di avere un rapporto tra proprie passività e capitale superiore al limite generale, non implica che non si debbano imporre a tutti gli operatori del mercato finanziario quegli obblighi di trasparenza delle transazioni e di correttezza nell'agire che soli possono rendere un mercato efficiente ed affidabile. È questa la *fair play regulation* della tradizione anglosassone; essa si distingue da quella prudenziale perchè non è orientata alla riduzione del rischio, ma soltanto ad assicurare sufficienti informazioni e uguali opportunità a tutti i partecipanti. Si può dire che quest'ultima si rivolge al mercato e lo investe orizzontalmente, mentre l'altra è orientata agli intermediari e li considera verticalmente in tutte le loro manifestazioni, dovendo contribuire a mantenerli in piedi.

La diversa natura giustifica l'affidamento del controllo a differenti organi: alla Banca d'Italia e all'Isvap, (limitatamente alle assicurazioni), quello prudenziale, alla Consob quello relativo alla trasparenza delle operazioni e alla

correttezza degli operatori. Questa ripartizione di compiti è, ad esempio, osservata per i fondi comuni di diritto italiano e potrebbe valere anche in futuro ove si addivenisse alla disciplina di altri intermediari. Certo, vi sono problemi di trasparenza e di correttezza anche per gli intermediari soggetti a regolamentazione prudenziale, ma essi possono essere affrontati dalla Banca d'Italia recependo gli indirizzi della Consob e ferma rimanendo per quest'ultima una possibilità di controllo diretto, con adeguate cautele. Perciò, sarebbe inferto un grave danno al sistema e si rischierebbe di trasformare nel fatto in una vigilanza prudenziale i compiti affidati alla Consob nel settore della trasparenza e della correttezza ove non fossero emendate rapidamente alcune tendenze che emergono dal rapporto per il 1985 della stessa Commissione.

Volendo mantenere flessibile il mercato finanziario sotto il profilo degli intermediari, accrescere la trasparenza del mercato e permettere anche la rilevazione di dati statistici necessari, ad esempio, per la costruzione dei conti finanziari, è opportuno pensare a disciplinare un astratto operatore in grado di svolgere qualsiasi attività finanziaria, eccettuate quelle che sono oggetto di disciplina specifica e che allo stato degli atti riguardano la banca, l'assicurazione e il fondo comune. Un siffatto intermediario, da individuare sulla base della composizione del bilancio, dovrebbe obbligatoriamente costituirsi in società per azioni con capitale minimo fissato per legge e superiore a quello valido per l'ordinaria società per azioni, essere amministrato da persone dotate dei requisiti di onorabilità e di professionalità, avere i bilanci certificati.

In questo modo sembrano conciliabili le esigenze di conoscenza e di trasparenza con quelle di far emergere dal mercato una specializzazione in grado di adattarsi e modificarsi nel tempo; si evita che l'iter legislativo, inevitabilmente lungo, blocchi lo sviluppo del mercato italiano che col completamento della liberalizzazione valutaria e del mercato unico della CEE, al più tardi entro il 1992, sarà sempre più aperto alla concorrenza degli intermediari esteri. Una disciplina specifica per ogni tipo di intermediario finanziario potrebbe tradursi in una inutile fatica di Sisifo,

oltre ad essere costosa, inefficiente, scarsamente attenta alle tendenze e agli sviluppi sul piano comunitario e su quello internazionale.

PRESIDENTE. La ringrazio, dottor Sarcinelli, per la sua relazione; credo non sia banale dire che è estremamente interessante e che apre alla Commissione, già in questa fase iniziale, la visuale di posizioni diversificate che porranno quindi notevoli problemi. D'altronde, la Commissione sta proprio andando alla ricerca dei problemi che, appunto, stanno emergendo in tutta la loro importanza e complessità. Lo scopo di questa indagine è in effetti quello di conoscere tutte le varie posizioni. Le siamo quindi grati anche per l'estrema chiarezza del documento consegnato.

Lei ha fatto inoltre riferimento anche ad altri documenti già allegati agli atti da distribuire alla Commissione.

SARCINELLI. Sì, signor Presidente, vi sono alcuni aspetti che nel corso del mio intervento sono stati trattati in modo riassuntivo, cosicché l'iter logico del mio pensiero è potuto apparire in qualche modo ellittico. Soltanto la consultazione di questi altri documenti potrà sufficientemente delineare la ragione per la quale prendo posizioni che possono non apparire del tutto conformi al sentire comune.

PRESIDENTE. I senatori che intendono porre quesiti al Direttore generale del Tesoro hanno facoltà di parlare.

CAVAZZUTI. Dottor Sarcinelli, circa la sua relazione devo ancora capire se sono totalmente d'accordo con lei oppure totalmente in disaccordo. Avanzo il sospetto di essere d'accordo, ma voglio esserne sicuro, per cui le pongo alcuni quesiti. Prima della sua audizione, parlando con il professor Piga, avevo introdotto la categoria, peraltro nota, del risparmio inconsapevole, sostenendo di non capire perchè si continuasse a far riferimento a tale categoria in quanto ritengo che, di fronte agli atti di risparmio, il risparmiatore sia ormai già sufficientemente evoluto e sappia operare le giuste diversificazioni; per questa ragione, mi trovo perfettamente d'accordo con quanto da lei sostenuto nella prima parte della sua

relazione. Ciò che mi chiedo (era già la domanda posta al Presidente della Consob e mi dispiace per coloro che continueranno a sentire sempre le stesse domande, ma cambiando interlocutore, almeno nella prima fase, è normale che ciò avvenga) è se dall'impostazione contenuta nella prima parte della relazione ne discende come conseguenza non tanto un controllo sugli intermediari, visto che essi fanno più di una cosa (alcuni operano sia sul mercato creditizio ed assicurativo che sul mercato mobiliare), ma il principio che il controllo debba essere effettuato per tipo di mercato; di conseguenza, il mercato mobiliare, per esempio, verrebbe affidato alla vigilanza della Consob, mentre il mercato creditizio, per il carattere specifico della banca, rilevante per l'aspetto della moltiplicazione della moneta e del credito, verrebbe assegnato alla vigilanza della Banca d'Italia. Il contributo che mi sembrava interessante, e su questo vorrei una conferma, era l'accento da lei fatto alla possibilità di evitare la fatica di dover immaginare *ex ante* ciò che sui diversi mercati i diversi operatori possono realizzare, con un continuo inseguimento di tutte le possibili evoluzioni, fissando invece regole generali di comportamento per il funzionamento dei mercati stessi, che presentano problemi di trasparenza, di controllo degli operatori, di codici di autocomportamento secondo l'esperienza anglosassone, così da potersi liberare del problema del controllo prudenziale, essendo esso tipico del mercato creditizio nel quale esiste l'obbligazione di restituire un valore nominalmente fissato in moneta e che non deve essere associato a rischio. Mi chiedo se sono queste le intenzioni, se quindi ho correttamente interpretato il suo pensiero e se dunque la sua proposta, che potrebbe indirizzare questa Commissione nell'indagine conoscitiva, sia quella di muoversi decisamente verso un sistema in cui, esistendo una molteplicità di mercati, esista una molteplicità di controlli, proprio allo scopo di evitare di dover ogni volta immaginare *ex ante* quello che può succedere. Detto in altre parole, ci dovremmo muovere verso un sistema di tipo anglosassone o verso un sistema di tipo tedesco nel quale esiste invece la centralità del sistema bancario nel mercato finanziario?

Mi scuso per quella che può forse apparire una domanda troppo semplice, ma poichè siamo nella fase iniziale della nostra indagine credo sia meglio chiarirci preliminarmente le idee anche sulle cose più semplici.

BONAZZI. Dottor Sarcinelli, ho una sola domanda da farle, poichè la relazione è talmente esplicita che a molte domande si trova una risposta semplicemente sviluppandone il contenuto. La domanda comunque è questa: lei non ritiene che l'indicazione di un minimo di capitale potrebbe costituire quanto meno una misura prudenziale per ridurre il rischio? Non ritiene che anche alcune delle possibili norme, da lei richiamate, proposte nella relazione del Ministro del tesoro sulla regolamentazione dell'attività di *merchant banking* possano essere misure di regolamentazione prudenziale per ridurre il rischio?

Facendo poi riferimento alla situazione italiana, dato che mi sembra che questo diventi per noi legislatori il reale problema, anche partendo da posizioni diverse, qual è secondo lei il *mix* di misure di regolamentazione e prudenziali compatibile con il sistema da lei esposto?

Infine, vorrei rivolgerle la stessa domanda che ho posto, a conclusione del mio intervento, al professor Piga. Vorrei cioè conoscere il suo pensiero sul problema del riconoscimento ai fondi comuni del diritto di voto: quest'ultimo va regolamentato oppure deve essere lasciato così com'è, cioè affidato alla scelta dei gestori?

BERLANDA. Signor Presidente, desidero fare una premessa e porre, molto brevemente, tre domande.

La premessa è che il dottor Sarcinelli merita tutta la nostra gratitudine perchè il suo intervento è molto stimolante. Infatti, nella discussione di questa problematica che si sta svolgendo da qualche tempo in Parlamento ci stavamo abituando ad ascoltare le categorie che auspicano la trasparenza ed il controllo dei flussi, mentre oggi il dottor Sarcinelli ci ha insegnato che il controllo dei flussi non è così importante ai fini della politica monetaria. Egli ci ha proposto una ipotesi di normativa destinata ad un astratto operatore, in contrap-

posizione alle lamentele ed alle lagnanze di qualche uomo politico o di qualche Ministro secondo il quale occorre fare tutto e subito. Tutto ciò è molto interessante perchè all'interno delle istituzioni non vi sono molti punti di riferimento e molti stimoli a procedere; e veniamo alle domande.

La prima riguarda le offerte pubbliche di acquisto. Abbiamo appena detto al professor Piga che il Parlamento non merita grosse critiche di inattività rispetto al disegno di legge n. 275, sapendo che lo stesso è stato oggetto di esame da parte della Consob e che è allo stadio di concerto con il Tesoro. Vorrei sapere se il concerto si è concluso e quali sono le opinioni prevalenti su questo aspetto particolare, che ha contrassegnato negli ultimi due anni alcune vicende importanti della nostra realtà finanziaria e che, a nostro avviso, giustifica un intervento di indirizzo normativo.

La seconda domanda riguarda l'attività di *merchant banking*. Anche su questa materia la nostra Commissione o alcuni componenti di essa hanno espresso l'opinione di porre un freno alle richieste di apportare numerose modifiche legislative al sistema esistente, poichè esse a nostro giudizio non possono essere recepite *tout court* per venire incontro alle esigenze, pure legittime ed urgenti, del mondo bancario. A nostro giudizio non è accettabile l'estensione di quella regolamentazione ad altri intermediari non bancari o addirittura a professionisti privati; cioè un controllo riguardante non solo i flussi finanziari, ma addirittura altre attività da definire deve essere respinto. Lei ritiene, dottor Sarcinelli, che oggi sia preferibile adottare la via amministrativa, attraverso una delibera del CICR e rimandando ad un secondo momento una regolamentazione legislativa degli intermediari finanziari, oppure ritiene di dover insistere sulle proposte di natura legislativa suggerite dal Tesoro?

L'ultima domanda riguarda l'esigenza di una ridefinizione di alcune figure di operatori e in particolare degli agenti di cambio, cui accennava prima il dottor Sarcinelli. Vorrei avere ancora un chiarimento su questo punto e soprattutto sulla presenza degli agenti di cambio nei fondi comuni di investimento. Ricordo esattamente che in questa Commissione, durante l'elaborazione del disegno di legge

che è diventato la legge n. 77 del 1983 (allora era Ministro l'onorevole Andreatta) si discusse circa il tipo di soggetti cui fare riferimento per i fondi comuni di investimento. La discussione verteva sulla opportunità di abilitare le società di assicurazione, le banche o altri soggetti. L'allora ministro Andreatta disse di non voler limitare queste autorizzazioni ad un'area circoscritta anche perchè era sicuro - credo di ricordare le parole - che tre giovani analisti finanziari o quattro agenti di cambio fossero più bravi di grossi banchieri; e su questa spinta abbiamo scelto la libertà di azione per i promotori dei fondi. La questione non attiene alle incompatibilità esistenti per gli agenti di cambio, ma ad un discorso più generale: riguarda la configurazione futura di questi soggetti. Su questo punto vorrei avere il suo parere, dottor Sarcinelli.

PISTOLESE. Signor Presidente, vorrei innanzi tutto ringraziare il dottor Sarcinelli per il suo autorevole intervento; inoltre vorrei fare una considerazione e rivolgergli una domanda.

La considerazione è la seguente: dottor Sarcinelli, nella relazione che ci ha appena letto lei si pone la domanda se una disciplina troppo rigida possa scoraggiare l'espansione del settore. Tuttavia le conclusioni cui perviene sono di natura rigida, ed io le condivido. Infatti, si ritorna alle proposte del Ministro di cui ho già parlato anche nel mio precedente intervento e non si comprende la forma della società per azioni; si propone di limitare l'attività dei professionisti e tutte le altre forme di intermediazione e quindi di regolare la redazione dei bilanci, la conoscenza dei soggetti e la trasparenza dei traffici. Tutto questo mi sembra giungere alla soluzione del problema nel senso rigido: lei pone un dubbio e poi propone soluzioni di questo tipo!

La domanda è se tutte queste forme nuove di intermediazione non finiscano per scoraggiare l'unica attività vera della intermediazione che è la raccolta del risparmio da parte del sistema bancario. Di fatto l'entità dei depositi presso le banche è diminuita in misura notevolissima: secondo una nota tabella, che è stata pubblicata anche sui giornali, dal 1980 al 1986 la diminuzione è arrivata al 43 per cento rispetto

al periodo precedente. Questo fa sorgere un'altra preoccupazione: noi incoraggiamo le nuove forme di intermediazione, ma nello stesso tempo scoraggiamo la vera e tradizionale forma di intermediazione per la raccolta e l'offerta del risparmio, che è quella bancaria. Non vorrei che per agevolare una forma nuova abbandonassimo o trascurassimo la forma tradizionale. Un rigore che ad altri può sembrare eccessivo mi trova d'accordo, perchè evita il proliferare di queste nuove forme di intermediazione finanziaria e dà una garanzia fondamentale per l'intermediazione tradizionale, che è quella bancaria.

RUFFINO. Signor Presidente, vorrei esprimere un vivo apprezzamento per la relazione del dottor Sarcinelli, che a me - a differenza di altri colleghi - pare ispirata ad un criterio non certo di eccessiva regolamentazione del mercato finanziario, ma di libertà. Condivido questa impostazione, perchè una eccessiva regolamentazione comporterebbe dei costi e delle distorsioni notevoli.

Il dottor Sarcinelli ha affermato che il nostro sistema è sempre più orientato verso regole del mercato piuttosto che ispirato ad una ferrea logica programmatica. Ho voluto sottolineare questo argomento perchè ho apprezzato moltissimo questo suo passaggio. Inoltre, il dottor Sarcinelli ha individuato tre criteri, esponendoli con estrema chiarezza. Nella ricerca di una trasparenza dell'operatore nella intermediazione e nella necessità di un determinato controllo, il dottor Sarcinelli ha affrontato il problema individuandone la soluzione positiva nella previsione di una società per azioni con persone dotate di professionalità, eccetera. Ora vorrei chiederle, in questo schema che ci è stato presentato, l'intermediatore non bancario dovrebbe avere soltanto questa figura ed esclusivamente questa, oppure sarebbe ugualmente prevista la possibilità di una intermediazione non bancaria di natura e costituzione diversa? Proprio con il senatore Cavazzuti abbiamo parlato di diverse esperienze, in atto nel nostro paese. Vi è il caso di dirigenti di azienda che stanno svolgendo questo ruolo raccogliendo risparmi per miliardi ed investendoli. Dottor Sarcinelli, queste persone, nella sua visione verrebbero stralcia-

te dal mercato, cioè non avrebbero più diritto di cittadinanza, oppure potrebbero svolgere ugualmente un loro ruolo e in che modo, sempre per salvaguardare la trasparenza, la correttezza delle operazioni, la possibilità di una individuazione dei costi finanziari e tutte le altre questioni che sono state qui sollevate?

BEORCHIA. Signor Presidente, onorevoli senatori, credo che il dottor Sarcinelli sappia che uno dei motivi che ha indotto questa Commissione ad intraprendere tale indagine conoscitiva, al di là del desiderio di informarsi su questi argomenti, è nato da una provocazione venuta in un recente dibattito da parte di un Ministro che ha definito con un termine molto colorito, anche se ormai di comune linguaggio, la condizione del mercato finanziario della intermediazione. Le risposte non certamente conclusive e le indicazioni che il dottor Sarcinelli ci ha fornito come possono conciliarsi con le eventuali esigenze del fisco, cioè come possono raccordarsi in qualche modo con le varie ipotesi di tassazione dei redditi da capitale?

SARCINELLI. Signor Presidente, devo ringraziare innanzi tutto gli onorevoli senatori per la cortesia che hanno dimostrato nel lodare un documento che ho redatto con sforzo e che è certamente emendabile, forse non completamente condivisibile, ma comunque conforme alle mie idee. Risponderò agli onorevoli senatori nell'ordine in cui hanno posto le domande, non cercando, quindi, di dare risposte cumulative o secondo un ordine più logico di quello della cronologia.

Il senatore Cavazzuti, dopo un certo contrasto con se stesso, ha dichiarato che in effetti è d'accordo con il primo paragrafo del documento che ho consegnato alla Commissione. Devo dire in verità che conoscendo il senatore Cavazzuti come cultore di dottrina economica temevo che mi attaccasse proprio su questo primo paragrafo. Siccome il senatore Cavazzuti ha concordato su tale punto, credo che gli rimanga solo una minima possibilità di non approvare il resto del documento poichè esso è la conseguenza del primo paragrafo; cioè l'ipotesi di rigettare integralmente questa nota sostanzialmente si basa sulla possibilità che venga demolito il primo paragrafo.

Ritengo che il senatore Cavazzuti abbia senz'altro compreso quale è il mio messaggio: dobbiamo andare incontro ad un sistema che sia basato più sul mercato che sugli intermediari. A tale proposito debbo ricordare quanto sostenevo durante gli anni '50-'60, all'interno della istituzione di cui facevo parte allora, e precisamente che l'Italia era un sistema basato sugli intermediari - sostanzialmente le banche o aziende di credito (per usare la terminologia ufficiale), gli istituti speciali di credito e le compagnie di assicurazione - e non sui mercati. Al contrario, il nostro futuro risiede in un maggior ruolo dei mercati. La risposta, quindi, che sento di dare non è se dobbiamo esattamente seguire il modello inglese oppure rimanere ancorati a quello tedesco, che certamente ha influito sulla nostra struttura finanziaria (anche se sotto tale profilo credo che le influenze francesi non siano state minori di quelle tedesche), ma che dobbiamo dare maggiore spazio al mercato. Pertanto, non bisogna sposare completamente l'impostazione anglosassone, ma dare maggiore spazio ad essa rispetto alla struttura ereditata dal passato e che fino ad oggi, bene o male, ci ha permesso di sopravvivere e di svilupparci.

Per questi motivi, senatore Cavazzuti, a proposito di vigilanza ho parlato dell'opportunità di una vigilanza in senso orizzontale, cioè che investe l'intero mercato e non singoli segmenti. Non esiste sul mercato mobiliare un problema di riduzione del rischio per *prudential regulation* salvo in casi eccezionali, come quando per frenare la speculazione si impongono vari depositi obbligatori sulle operazioni a termine o a premio; comunque, questo è un caso estremamente particolare e riguarda solamente il mercato di borsa e, ripeto, le operazioni a termine o a premio, come è avvenuto di recente. Ciò, invece, di cui si sente il bisogno in un sistema basato sul mercato è che in effetti vi sia trasparenza, cioè che tutti abbiano la possibilità di ricevere informazioni, che tutti siano in possesso possibilmente delle stesse informazioni e che non ci siano troppi «furbi», gente che disponendo di notizie che diventeranno di pubblico dominio solo dopo un po' di tempo, possano con ciò arricchirsi a spese di altri. Questo è il problema di un sistema basato sul mercato, al quale

non si può dare una soluzione preconstituita; ogni sistema deve trovare una propria soluzione e certamente cercare di far tesoro delle esperienze degli altri. A questo punto credo di poter dire che siamo d'accordo; è difficile per me dissentire con quanto ha dichiarato il senatore Cavazzuti.

Il senatore Bonazzi ha affrontato due questioni molto particolari ed una certamente ha la caratteristica di una mina che può far saltare la mia costruzione. Mi riferisco alla domanda se il minimo di capitale, che è maggiore di quello valido per l'ordinaria società per azioni, non rappresenti esso stesso una misura prudenziale. Devo rispondere negativamente e spiego i motivi. Il principio da cui parto è che in effetti, a parte i casi in cui la passività che si emette è sostanzialmente moneta o quasi moneta, non vi è di norma la necessità di una vigilanza di tipo prudenziale. Questa sorge anche quando si concede ad un intermediario la facoltà di derogare al principio generalissimo presente nel nostro codice civile, che stabilisce che non possono essere emesse obbligazioni in misura maggiore delle azioni.

Allora, nel momento in cui lo Stato dà ad un particolare tipo di operatore questa possibilità di esporsi al rischio, concedendogli una capacità di moltiplicazione, una sorta di *leverage* finanziario (da intendersi in un senso alquanto diverso da quello utilizzato nella letteratura finanziaria), è evidente che a quel punto lo Stato si cautela con l'esercizio di una vigilanza di tipo prudenziale. È il caso degli istituti speciali di credito e, sia pure con qualche differenza, delle assicurazioni.

Il minimo di capitale maggiorato non significa vigilanza prudenziale, bensì ha soltanto il significato di ridurre il numero delle microsocietà che intendono fare attività finanziaria, non avendone talvolta l'*expertise*. Quindi, un minimo di capitale significa che si potrà normalmente gestire un volume non determinato *a priori* di affari e, se si emetteranno passività, esse potranno raggiungere il limite del capitale. Questo è un punto fondamentale: la misura del capitale minimo non è una mina nella costruzione, salvo che si faccia variare il medesimo in funzione del volume di affari. La costruzione si regge ed il minimo per le società finanziarie più elevato della soglia

generale tende soltanto a costituire una sorta di vincolo all'entrata, per evitare una microattività che non avrebbe molto significato.

La seconda domanda del senatore Bonazzi riguarda il *merchant banking* e la sua regolazione. Il problema è esattamente lo stesso, almeno dal punto di vista del Tesoro. Se il *merchant banking* si limita a impiegare i propri fondi e si finanzia nei limiti generali previsti nel codice civile, vale a dire con obbligazioni sino ad una volta il capitale azionario, e con debiti su cui si ritiene che le banche e gli istituti speciali esercitino sufficienti sorveglianza attraverso il limite di fido, a mio avviso non v'è bisogno di regolamentazione particolare. Apro una parentesi: il legislatore del codice civile ha ritenuto di non mettere un vincolo all'indebitamento complessivo; questa è una problematica che ho sollevato anche in altre occasioni, ma che certamente travalica la discussione odierna. Se al *merchant banking* si dà la possibilità di *leverage* finanziario, cioè di emettere obbligazioni al di là dei limiti generali, allora deriva dal principio che ho più volte sottolineato che il *merchant banking* deve essere sottoposto a vigilanza prudenziale. Se non volete dare questa facoltà, potete farlo benissimo, ma a me sembra necessaria. Del resto, la stessa attività può essere svolta da altri che sono costituiti in semplice società azionaria e che, non avvalendosi di quella facoltà di moltiplicazione, possono agire senza essere sottoposti a vigilanza. Questa scatta quando la loro capacità di indebitarsi attraverso l'emissione di obbligazioni supera il limite generale.

BERLANDA. Allora bisogna prevedere che chi vuole esercitare questa attività debba iscriversi in un albo.

SARCINELLI. Se permette, vorrei concludere; poi rispondo anche su questo punto.

Un secondo argomento che mi ha spinto a preferire la soluzione legislativa per il *merchant banking* è estremamente serio. La mia personale convinzione è che il *merchant banking* è un modo surrettizio con cui le banche entrano nell'industria. Ho detto al Ministro del tesoro che, secondo me, si tratta di un problema che il Parlamento può benissimo

risolvere nella sua sovranità, ma che non vedo come, attraverso una decisione di tipo amministrativo, si possa infirmare un canone fondamentale della legge bancaria. Il quale, purtroppo, è più rilevabile che non leggibile sui «sacri testi»; e quindi ci si può sempre trovare di diverso avviso, se alcuni fanno una lettura meno vincolante della mia. Ma, un direttore generale del Tesoro, la cui amministrazione ha tra i vari compiti la cosiddetta «alta vigilanza», se non riesce neppure a far rispettare lo spirito della legge bancaria, mi chiedo cosa ci stia a fare.

Quindi, sul problema del *merchant banking* il direttore generale del Tesoro ritiene di aver seguito una linea di perfetta coerenza con la struttura ordinamentale italiana e con le proprie tesi per quanto riguarda il discrimine tra gli intermediari da sottoporre a vigilanza prudenziale e quelli che non devono esservi soggetti. Il problema dell'albo poi non ha, secondo me, grande importanza. In Italia, senatore Berlanda, forse ci sono troppi albi che danno piccoli monopoli e piccoli privilegi che in una logica di mercato bisognerebbe abolire. Però, anche in questo caso, forse, bisogna rispettare la struttura dell'ordinamento. Ecco perchè si finisce con l'inserire in questa legislazione nuova anche una serie di norme che sono molto più tradizionali che innovative.

Il senatore Berlanda, che ringrazio ovviamente per la sua premessa, mi pone tre domande. La prima riguarda le offerte pubbliche. Non mi sono dilungato sui problemi delle offerte pubbliche perchè si tratta sostanzialmente delle procedure con cui il mercato deve funzionare e credo che con il tempo a mia disposizione non sia il caso di entrare anche in tale problematica.

Il senatore Berlanda mi chiede anche se c'è un concerto con il Tesoro. Debbo dire che non ricordo... nemmeno di aver accordato uno strumento a questo riguardo! Mi riservo di controllare.

La seconda domanda riguarda ancora il *merchant banking*. Con riferimento al CICR penso di aver risposto, sia pure incidentalmente, nel corso della replica al senatore Bonazzi. Ripeto, a me sembra che si travalichi, ricorrendo a una decisione amministrativa, il

principio della separatezza, ma si tratta di opinione personale. Ebbi a sostenere, in un dibattito con un membro del Parlamento italiano, che per risolvere il problema era sufficiente che le Camere, o una di esse, esprimessero in un loro documento di ritenere non rilevante. Non è con il silenzio reciproco che si può portare a conclusione la vicenda. Se il Senato dicesse esplicitamente di non volersi occupare della materia e di ritenere che l'argomento potrebbe essere trattato amministrativamente, non avrei alcun motivo per oppormi. Credo che sia preoccupazione legittima e doverosa da parte della Direzione generale del Tesoro far presente le sue perplessità. Ciò fatto, non si potrebbe che dare attuazione alla volontà del Parlamento, tenendo però presente che la eventuale autorizzazione riguarderebbe soltanto l'ingresso delle banche nel settore del *merchant banking*; mai potrebbe permettere alle stesse banche o ad altri soggetti di costituire intermediari in grado di esercitare un *leverage* finanziario maggiore di quello previsto dalle norme civilistiche.

PISTOLESE. Ma almeno due banche l'hanno già fatto!

BERLANDA. Tali banche però hanno la sezione speciale!

SARCINELLI. Senatore Pistolese, lei sa molto meglio di me che il diritto esiste sì per tutelare, ma anche per cercare di aggirare gli ostacoli. Ora, gli istituti speciali di credito, che non sono aziende di credito, con legge approvata dal Parlamento sono stati esentati dall'obbligo dell'autorizzazione della Banca d'Italia, cioè dal rispetto degli articoli 32, 33 e 35 della legge bancaria.

Per quanto riguarda la terza questione postami dal senatore Berlanda, quella relativa alla definizione dei ruoli di alcuni intermediari, cioè gli agenti di cambio e i fondi comuni, credo che i primi dovranno perdere in buona misura quella figura in parte di notaio, in parte di operatore che oggi hanno. Come dovranno configurarsi nel futuro, non sono in grado di specificare in questo momento; posso soltanto ricordare che sono Presidente di una apposita commissione che si sta occupando di questo

problema, i cui lavori purtroppo procedono con una certa lentezza per varie ragioni, non escluso il fatto che il Presidente è molto occupato (e spero di essere creduto). Gli agenti di cambio furono a suo tempo autorizzati a costituire un fondo comune di investimento sotto esplicito impegno che avrebbero dismesso la proprietà, cosa che essi non hanno fatto. Successivamente, vi sono state varie pronunce da parte del Consiglio di Stato ed il Tesoro evidentemente non ha potuto far altro che ribadire agli agenti di cambio la necessità di alienare questa partecipazione; se in futuro tale partecipazione sarà lecita, è cosa che non sono in grado di dire oggi perchè dipenderà dalla collocazione che si vorrà dare alla figura dell'agente di cambio e dalle incompatibilità che a suo tempo potranno essere stabilite dalla legge; si tratta pertanto di competenze che spettano al Parlamento e non certamente alla modesta commissione di cui parlavo prima.

Il senatore Pistolese ha evidentemente anch'egli qualche dubbio sulla logica della mia costruzione, perchè ha richiamato quanto da me detto a proposito della rigidità e si è chiesto se alla fine, dovendosi ipotizzare un sistema che prevede la forma della società per azioni per tutti gli operatori, non si corra il rischio di creare un altro tipo di rigidità. Mi permetta di dire che non sono d'accordo: certamente vi è una limitazione, nel senso che un privato, un professionista, non potrebbe più svolgere attività finanziaria in proprio; però è una limitazione più apparente che reale perchè questo professionista, se ha un po' di capacità e di denaro, può senz'altro costituire una società. Tali società non dovrebbero essere sottoposte ad autorizzazione discrezionale, poichè sarebbe solo richiesto, per chi volesse costituirle, di dichiararlo esplicitamente, di farsi conoscere dalle autorità preposte al controllo e di operare poi secondo lo statuto che si sarà dato, in piena osservanza delle leggi del paese. Quindi, si tratterà soltanto di stabilire un minimo di capitale che non credo potrà essere quello di 200 milioni necessari per costituire una società per azioni; dovrà certamente essere prevista una soglia più elevata in modo da evitare la micro-operatività cui accennavo, ma comunque non a livelli tali da permettere soltanto a grandi gruppi indu-

striali, finanziari o bancari, di intervenire. Il decidere quali dovranno essere i limiti di ingresso spetterà alla saggezza del Parlamento.

Vorrei poi sottolineare al senatore Pistolese che la tendenza in tutti gli ordinamenti è quella di assumere, o di far assumere, la responsabilità limitata, non di mantenere il principio della responsabilità illimitata; d'altronde, il professionista che opera in questo campo va incontro personalmente a rischi molto forti. Ed allora, perchè l'ordinamento dovrebbe, in ossequio ad astratti principi di libertà (non se ne abbia a male il senatore Ruffino), mettere addirittura questi soggetti in posizione svantaggiata rispetto agli altri operatori? Il principio della limitazione della responsabilità patrimoniale è qualcosa che procede necessariamente di pari passo con lo sviluppo del mercato finanziario. In questo senso, il nostro paese non farebbe altro che adeguarsi ad una tendenza generale. Quindi, senatore Pistolese, la ringrazio per aver evidenziato questo punto, però debbo ribadire di non ritenere che attraverso questa limitazione si corra il rischio di trasformare un sistema, concepito inizialmente con un notevole grado di rigidità, in un altro altrettanto rigido.

Il senatore Pistolese ha posto poi un secondo problema, quello del sistema bancario e della sua disintermediazione. Questa sera non ho con me i dati su cui fare delle considerazioni più documentate, ma potrei anche farli avere ai commissari. In ogni caso, vorrei sottolineare che il sistema bancario italiano è anche troppo presente nella struttura finanziaria italiana; se disintermediazione vi è stata in questo periodo, essa non si è verificata per la concorrenza di intermediari finanziari non bancari, se non in misura modesta, bensì soprattutto per la concorrenza del Tesoro: è il Tesoro che disintermedia il sistema bancario, ma questo è esattamente ciò che si voleva. La finalità era quella di far sì che fossero le famiglie a finanziare il pubblico fabbisogno e non le banche, per non avere una quantità eccessiva di moneta in circolazione. I risparmi depositati in banca costituiscono moneta; quando il fabbisogno del Tesoro viene soddisfatto dalle banche questa è, con la stampa dei biglietti, la maniera peggiore per procedere al suo finanziamento. Quindi, riconosco che si è

verificata disintermediazione, ma ciò non è stato dovuto agli altri intermediari, se non in una misura trascurabile, bensì soprattutto al Tesoro, e - ripeto - ciò è stato voluto.

Il senatore Ruffino ha posto la domanda se l'attività finanziaria residuale sarà riservata soltanto alle società o anche ai professionisti; credo di aver risposto a tal quesito quando ho detto al senatore Pistolese che si hanno in mente solo società, ma che qualsiasi professionista, purchè in possesso di requisiti sufficienti ed in grado di fare affidamento su un minimo di capitale, ne potrà costituire una. Mi si potrà allora chiedere perchè si voglia costituire una sorta di società «onnifacente»; rispondo che si presenta questa necessità perchè con le attuali tendenze dei mercati non è immaginabile che si operi a lungo secondo schemi predeterminati. Le opportunità di mercato, d'altronde, si colgono meglio se molti sono in grado di profittarne. Inoltre, con una disciplina rigida il Parlamento si troverebbe sempre in una fase di rincorsa con il mercato. A mio avviso è necessario, e in molti casi sufficiente, che coloro che desiderano operare in campo finanziario lo facciano alla luce del sole. Occorre infatti considerare che esiste una certa area di sovrapposizione fra la delinquenza organizzata ed il mondo finanziario.

Il Tesoro dello Stato si preoccupa di fare in modo che, anche attraverso un minimo di pubblicità, ci siano le premesse affinché la lotta contro il crimine possa essere condotta a buon fine.

Il senatore Beorchia mi ha fatto un bel regalo! Mi ha messo in contrapposizione ad un Ministro della Repubblica, che ha una visione del mercato meno favorevole della mia. Mi riferisco naturalmente all'onorevole Visentini, che per me rimane sempre il professor Visentini. Ho discusso con lui fin dagli inizi degli anni '60; ed egli mi ha recentemente ricordato ancora una volta un vivace scambio di opinioni che avemmo a quell'epoca; ma lei, senatore Beorchia, comprenderà che non sarebbe nè corretto, nè delicato da parte mia incrociare il ferro con un assente.

L'unica cosa da aggiungere è che si può cercare di migliorare il mercato, ma sicuramente non bisogna circondarlo di sentinelle e di soldati: il risultato sarebbe più che altro una

piazza d'armi! La soluzione da me proposta consente di risolvere anche il problema fiscale, è l'unica che permette allo Stato di fare gli accertamenti sulla base della contabilità, dei bilanci. La vera difficoltà riguarda le richieste e le pressioni che voi e i vostri colleghi della Camera dei deputati ricevete al riguardo, tendenti a ottenere numerose agevolazioni fiscali. Gran parte della legislazione finanziaria è legata a esenzioni e agevolazioni fiscali che si possono giustificare per ragioni storiche, non sempre con la necessità di strutturare bene il sistema finanziario italiano. Credo che il ministro Visentini sarebbe molto contento di poter contare su strutture più controllabili sulle quali basarsi per far pagare quello che è dovuto all'erario dello Stato. Non vedo come non si possa essere d'accordo su questo punto, anche se la mia visione del mercato finanziario, rispetto a quella del ministro Visentini, richiede molto meno controllo.

Il senatore Bonazzi, come sempre, ha messo un po' di sale sulla coda, sollevando il problema dell'esercizio del diritto di voto da parte dei fondi comuni di investimento. Questo problema è molto avvertito in Italia perchè i fondi comuni di investimento sono diventati molto importanti nell'arco di pochi mesi; ovviamente, è presente anche in altri ordinamenti. A mio sommo avviso, il legislatore deve intervenire soltanto quando la deontologia professionale dimostra di non essere in grado di stabilire alcune regole. Pertanto, intervenire oggi sarebbe un errore e, soprattutto, non si saprebbe quale direzione scegliere. Probabilmente, nel prossimo futuro, allorché ci sarà un po' più di esperienza e si saranno svolte anche alcune ricerche all'estero per vedere come negli altri paesi vengono affrontate e risolte tali questioni, il Ministro del tesoro potrà essere sollecitato ad elaborare un disegno di legge; in questo momento non si saprebbe come procedere.

Onorevoli senatori, è opportuno comprendere che il capitalismo finanziario ha alcune proprie regole: prima di rischiare di porre troppi vincoli, cerchiamo di capire se non distruggiamo con la mano sinistra quello che costruiamo con la mano destra!

CAVAZZUTI. Vorrei fare un'ultima piccola domanda al dottor Sarcinelli. Se confrontiamo

i nostri fondi comuni di investimento con quelli di un paese come gli Stati Uniti, vediamo che i nostri costituiscono una piccola cosa se rapportati al mercato nord-americano. Tuttavia, il nostro fondo comune di investimento più grande è sicuramente più grande del fondo comune di investimento americano maggiore: quindi da noi c'è una grande concentrazione di capitali. Sono d'accordo sulla necessità di non intervenire, almeno per il momento; probabilmente un allargamento del mercato o la possibilità di diversificare il portafoglio riporteranno ad una dimensione *pro quota* le singole azioni. Desidero però conoscere il parere del dottor Sarcinelli su questo punto.

SARCINELLI. Senatore Cavazzuti, come spesso accade siamo d'accordo. Il problema principale dei fondi comuni di investimento è quello della ristrettezza del listino. Posso dire che nella mia qualità di membro del consiglio di amministrazione di vari enti dello Stato ho predicato che bisogna vendere almeno parte dei pacchetti azionari in portafoglio, perchè questa è l'unica maniera per evitare che i valori in borsa salgano eccessivamente. Il problema fondamentale è che bisogna aumentare l'offerta di titoli, sia convincendo alcune società ad entrare in borsa, sia attingendo ai serbatoi che si sono costituiti nella mano pubblica nel tempo e che, a mio modesto avviso, non hanno più una grande funzione da svolgere nell'attuale momento storico ed economico.

PRESIDENTE. Ringrazio, anche a nome della Commissione, il dottor Sarcinelli per essere intervenuto al nostro dibattito e per aver offerto stimolanti contributi.

Dichiaro conclusa l'audizione.

Il seguito dell'indagine conoscitiva è rinviato ad altra seduta.

I lavori terminano alle ore 19,40.

SERVIZIO DELLE COMMISSIONI PARLAMENTARI

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

DOTT. ETTORE LAURENZANO