

SENATO DELLA REPUBBLICA

IX LEGISLATURA

6^a COMMISSIONE PERMANENTE

(Finanze e tesoro)

INDAGINE CONOSCITIVA SULLA INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA NON BANCARIA

7° Resoconto stenografico

SEDUTA DI GIOVEDÌ 12 FEBBRAIO 1987

Presidenza del Presidente **VENANZETTI**

INDICE**Audizione del professor Jody Vender, presidente della Società partecipazioni finanziarie (Sopaf)**

PRESIDENTE (PRI)	Pag. 3, 8, 9 e <i>passim</i>	VENDER	Pag. 3, 8, 9 e <i>passim</i>
BERLANDA (DC)	8, 10, 12 e <i>passim</i>		
BONAZZI (PCI)	8, 9, 10 e <i>passim</i>		
CAVAZZUTI (Sin. Ind.)	9, 10, 13		
TRIGLIA (DC)	9		

Interviene, ai sensi dell'articolo 48 del Regolamento, il professor Jody Vender, presidente della Società partecipazioni finanziarie (Sopaf).

I lavori hanno inizio alle ore 10,20.

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

È oggi in programma l'audizione del professor Jody Vender, presidente della Società partecipazioni finanziarie (Sopaf).

Viene quindi introdotto il professor Jody Vender.

Audizione del professor Jody Vender, presidente della Società partecipazioni finanziarie (Sopaf)

PRESIDENTE. Ringrazio il professor Jody Vender per aver aderito alla richiesta di informazioni da noi avanzata.

Vorrei sottolineare che fino ad oggi abbiamo svolto le audizioni degli operatori finanziari di organi istituzionali, come il vice direttore generale della Banca d'Italia, dottor Fazio, il presidente della Banca nazionale del lavoro, dottor Nesi, il presidente dell'IMI, dottor Arcuti, il presidente del Mediocredito centrale, dottor Banfi, il presidente dell'ISVAP, dottor Marchetti, il direttore generale del Tesoro, dottor Sarcinelli, e il presidente della Consob, dottor Piga. Con l'audizione del professor Jody Vender iniziamo ad ascoltare gli operatori finanziari privati.

Gli do senz'altro la parola per una esposizione introduttiva sull'argomento dell'indagine.

VENDER. Signor Presidente, onorevoli senatori, desidero innanzi tutto ringraziarvi per avermi offerto l'opportunità di svolgere questo mio intervento. Chiedo scusa se non ho preparato un discorso scritto, ma generalmente preferisco andare un po' a ruota libera. Pertanto, penso di richiamare rapidamente i vari problemi al vostro esame, per poi metter-

mi a vostra disposizione per eventuali domande.

Come diceva il Presidente, rappresento un gruppo finanziario privato ed io aggiungerei indipendente: un gruppo che svolge questa attività istituzionalmente. Infatti esso non è di emanazione bancaria, assicurativa o industriale, ma, quasi per vocazione, è un gruppo che circa dieci anni fa si è prefisso di fare di questa attività il proprio mestiere.

Se mi è consentito, vorrei iniziare la mia esposizione con un rapido parere sulla recente delibera del Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio in merito all'attività finanziaria cosiddetta di *merchant banking*. Innanzi tutto, il mio giudizio di fondo è sostanzialmente positivo, in quanto personalmente ho sempre sostenuto che l'attività delle banche in questo settore doveva essere regolamentata, ma non si poteva pensare ad una norma legislativa che accomunasse i soggetti bancari ed i soggetti extrabancari. Pertanto, l'emanazione di un provvedimento di natura amministrativa per le banche mi è sembrata comunque una soluzione decisamente positiva. Non condivido invece la scelta di aver accomunato l'attività di intermediazione con quella di investimento.

Come i senatori avranno sicuramente notato, le società finanziarie di cui alla delibera del CICR svolgono sia attività di intermediazione in senso stretto che attività di investimento, ma proprio sulla confusione tra l'una e l'altra vorrei soffermarmi un momento. Tuttavia vorrei premettere, tra parentesi, che il nostro gruppo, insieme a quello dell'IMI (proprio in questi giorni abbiamo visto che la Sige e la Italfinanziaria si sono fuse in un'unica società, l'Italsige), svolge la propria attività in entrambi i comparti: quello dell'intermediazione finanziaria in senso stretto e quello dell'investimento. Pertanto credo di poter sostenere, dopo dieci anni di esperienza, che le due attività sono profondamente diverse tra di loro e che è sbagliato accomunarle.

A questo punto desidero rapidamente richiamare alcuni concetti per far comprendere la differenza, fondamentale secondo me, che esiste tra società finanziarie di intermediazione e società finanziarie di investimento. Le prime sono società di professionisti, di uomini,

in cui il fattore produttivo essenziale è il capitale umano. Le seconde sono società di capitale, in cui il fattore più importante è appunto il capitale di cui si dispone per poter effettuare gli investimenti. Di conseguenza, le società finanziarie di intermediazione in senso stretto non rischiano: l'attività dell'intermediazione può comportare sicuramente dei rischi, ma questi sono occasionali e comunque non voluti. Le società finanziarie di investimento, invece, rischiano vorrei dire per vocazione: il loro mestiere è proprio quello di rischiare ed infatti si parla di capitale di rischio.

Un'altra differenza consiste nel fatto che le società finanziarie di intermediazione hanno obiettivi di reddito a brevissimo termine. Sappiamo infatti che qualsiasi genere di attività di intermediazione, sia finanziaria, sia commerciale, che mobiliare, si pone obiettivi di lucro rapido: spesso le commissioni sono quotidiane. Le società finanziarie di investimento, invece, hanno obiettivi di reddito molto spostati nel tempo, con immobilizzi di capitale che vanno da un minimo di tre o quattro anni ad un massimo di sei, sette o addirittura dieci anni. Questa differenza si riflette anche nella diversità dei flussi economici e reddituali. Le società finanziarie di intermediazione hanno bisogno, per svolgere la propria attività, di poco capitale, che solitamente è di natura circolante (capitale di giro) e che - come dicevo - si muove rapidamente. Le società finanziarie di investimento, invece, hanno bisogno di tanto, tantissimo capitale per attuare i propri investimenti che restano appunto immobilizzati a lungo. In conclusione, a mio parere, si tratta di due mondi completamente diversi, che richiedono mezzi umani e finanziari completamente diversi.

Fatta questa rapida distinzione, desidero a questo punto soffermarmi brevemente sulle società di investimento. In Italia esiste un'offerta di moneta variegata: un'offerta di capitale di rischio da parte di società finanziarie private, da poco tempo un'offerta di capitale da parte di società finanziarie di estrazione bancaria, infine un'offerta di capitale, sia pure ridotta nei limiti del 10 per cento fissati dalla legge, da parte dei fondi mobiliari.

Nella mia esperienza, al di là degli aspetti tecnici, ho potuto rilevare che questa offerta,

che oggi in Italia è piuttosto abbondante rispetto alla domanda, si indirizza soprattutto verso le medie e grandi imprese e ciò per due ragioni molto semplici. Da un lato, infatti, le medie e grandi imprese presentano minori rischi e dall'altro i tempi di realizzazione dell'investimento, e quindi di lucro, sono decisamente più brevi proprio a causa delle dimensioni della società.

A questo punto, vorrei spendere due parole sulla domanda di finanziamenti. La domanda di fondi da parte delle medie o grandi imprese - a mio avviso - sarebbe potenzialmente rilevante, ma, allo stato attuale, per una serie di motivi, risulta viceversa assai modesta. La causa principale risiede in una ragione più che altro di carattere culturale. Infatti, in dieci anni di esperienza nel settore ho potuto constatare - non chiedetmene la spiegazione perchè non sono un sociologo e quindi non sono in grado di fornirvela - che vi è da parte delle imprese italiane una netta chiusura nei confronti dei capitali esterni, vale a dire il medio-grande imprenditore italiano, se può farne a meno, non ha alcuna intenzione di avere soci esterni. Ho detto se può farne a meno, perchè, ovviamente, se non se lo può permettere, deve necessariamente ricorrervi; però, se ne ha bisogno, vi sono buone ragioni per ritenere che l'investimento non sia appetibile in quanto evidentemente l'azienda non è nel suo momento migliore. Diciamo, quindi, che quando non ne ha bisogno vi è sicuramente una chiusura psicologica nei confronti del capitale finanziario esterno. Una delle più frequenti risposte che mi sono sentito dare in questi anni di pellegrinaggio nella provincia italiana è stata: «Deciderà mio figlio», che magari al momento aveva dieci anni.

La seconda ragione, poi, che giustifica una bassa domanda di fondi è che la media e grande impresa italiana ha goduto negli ultimi anni di ottima salute e quindi non ha esigenze di fabbisogno finanziario da coprire, in quanto ha un autofinanziamento più che sufficiente alle proprie necessità e, quando questo non basta, preferisce ricorrere a finanziamenti bancari anche a medio e lungo termine. Questa è una recente evoluzione del panorama italiano, perchè indubbiamente fino a qualche anno fa le imprese guadagnavano meno e

quindi avevano decisamente più bisogno di rivolgersi all'esterno. Negli ultimi anni, invece, i conti economici sono nettamente migliorati - come era giusto - e quindi il fabbisogno di capitale viene soddisfatto con l'autofinanziamento all'interno delle aziende stesse.

La terza ragione, infine, che è comunque collegata alla prima, è lo scarso interesse degli imprenditori italiani per la borsa. Ora, è noto che una *merchant bank* entra in una società con l'obiettivo di smobilizzare l'investimento dopo un certo numero di anni, e a questo punto il canale di smobilizzo istituzionale che viene considerato generalmente è la borsa, ma - come ho detto - l'interesse al riguardo è scarso e su questo non c'è da farsi illusioni. È vero, infatti, che recentemente sono molti gli imprenditori che parlano di borsa, ma poi quelli che effettivamente decidono in tal senso sono pochi; tra l'altro, se da un lato è innegabile che la borsa italiana in questi mesi ha registrato una forte ascesa, dall'altro, se si osserva attentamente il listino, si nota che in realtà le medie imprese familiari quotate sono poche e che il listino si è arricchito soprattutto di società figlie di grandi gruppi industriali e familiari. Pertanto l'interesse per la borsa esiste, ma è spesso teorico e poco concreto, e di conseguenza, se non c'è una volontà di fondo in tal senso, diventa anche impossibile o comunque non opportuno tirarsi in casa un intermediario che invece spinge in quella direzione. Un imprenditore onesto non si porta in casa una *merchant bank* che vuole andare in borsa, qualora lui abbia decise perplessità al riguardo. In conclusione, quindi, l'ingresso di una *merchant bank* in una società è subordinato alla volontà - che spesso manca - di andare in borsa.

Il rischio a questo punto è - a mio avviso - che restino a bocca asciutta soprattutto le piccole e medie imprese, perchè i capitali finanziari - che, come ho detto, oggi sono in eccedenza rispetto alla domanda - comunque si indirizzano tutti, per le ragioni che prima ricordavo, verso la media e grande impresa. È quindi molto importante creare degli strumenti finanziari tali da convogliare istituzionalmente capitali alle piccole e medie imprese, altrimenti, ancora una volta, queste risulteranno penalizzate nei confronti delle grandi.

Ebbene, gli strumenti utilizzabili a tale scopo potrebbero essere costituiti dai fondi chiusi e dalle società cosiddette di *venture capital*.

Per quanto riguarda i fondi chiusi, la mia opinione personale, al di là degli aspetti tecnici, è che essi vadano indirizzati obbligatoriamente verso le piccole e medie imprese; se li lasciamo liberi, infatti, di orientare i loro capitali, vi posso assicurare che essi si indirizzeranno verso l'acquisto di titoli di società di grandi dimensioni, senza quindi che le piccole e medie imprese ne ricavano alcun beneficio. Pertanto, al di là - ripeto - degli aspetti tecnici, ritengo che i fondi chiusi, anzitutto debbano investire in titoli non quotati - e questo è ovvio - ma anche, prevalentemente, in titoli di società di dimensioni medio-piccole e tale vincolo - a mio avviso - andrebbe imposto con legge, perchè il pericolo che si corre è che, ancora una volta, tali fondi si dimentichino delle piccole e medie imprese.

Se mi è consentito fare un rapido cenno ai fondi chiusi, vorrei dire che il problema secondo me importante è proprio quello di indirizzare *ope legis* i fondi verso le piccole e medie imprese, così come un altro punto importante - a mio avviso - è quello di prevedere un diretto coinvolgimento delle società di gestione di questi fondi nel patrimonio dei fondi stessi. In altre parole, in tutti i paesi in cui ci sono mercati finanziari sviluppati, chi gestisce dei fondi investendoli in società non quotate investe del proprio; cioè, vi mette anche dei fondi propri. Quindi, ritengo che su 100 lire amministrate da un gruppo finanziario e orientate verso le aziende non quotate, almeno 10 lire dovrebbero essere la quota rischiate in proprio dal gruppo di gestione. Dico questo perchè ciò darebbe maggiori garanzie sulla trasparenza e sull'impegno che l'intermediario ha nel gestire questi fondi. Mi si potrà obiettare che ciò non accade nei fondi mobiliari; certo, ma nei fondi mobiliari i rischi sono decisamente modesti in quanto si acquistano titoli quotati, il cui valore è giornalmente riscontrabile nei listini di borsa. Operare nell'ambito dei titoli non quotati, invece, è molto diverso, e quindi il gruppo finanziario potrebbe essere indotto a fare operazioni sulla cui validità si può nutrire qualche perplessità,

per cui un suo coinvolgimento diretto nell'investimento lo ritengo decisamente opportuno.

Bisognerebbe quindi prevedere una presenza dell'intermediatore - di un decimo, dico io, per dare un orientamento - dei fondi che l'intermediazione amministra.

L'altro strumento, secondo me, dovrebbe essere costituito da vere e proprie società di *capital venture*, quindi delle società di investimento specializzate nel finanziamento delle iniziative giovani e di piccole dimensioni, meglio se ad alto contenuto tecnologico. Però, siccome sul contenuto tecnologico si potrebbe discutere a lungo, ritengo che questo debba essere lasciato al giudizio dell'operatore. Comunque, queste società di *capital venture* potrebbero e dovrebbero investire in società piccole, giovani, con potenzialità di crescita. Evidentemente, investire in una società piccola, giovane, non ancora affermata è molto più rischioso che investire in una media o grande azienda affermata con dieci, venti o trent'anni di storia alle spalle, o comunque con una affermazione commerciale e tecnologica già garantita.

Per questo motivo, in tutti i paesi industrializzati sono previste agevolazioni fiscali per chi investe del capitale in operazioni ad alto rischio. Quindi - secondo me - mentre non c'è alcuna necessità di aiutare chi investe nelle medie e medio-grandi aziende, con delle operazioni di *merchant banking*, certamente sarebbe opportuno prevedere che, subordinatamente al rispetto di determinate regole, come ad esempio l'iscrizione ad un apposito albo, società specializzate nell'investimento in piccole imprese giovani e ad alto rischio possano godere di incentivi fiscali. Non si farebbe nulla di nuovo, anzi si colmerebbe solo una lacuna che oggi esiste nel nostro paese rispetto a tutti i paesi industrializzati. Sono un membro del Consiglio dell'AIFI (l'associazione delle finanziarie che investono in capitale di rischio, che mi onoro di aver fondato insieme ad altri amici), nella quale è stato fatto uno studio da cui risulta che in effetti non esiste alcun paese industrializzato che non abbia delle agevolazioni di questo tipo. Quindi, per concludere, sarebbe secondo me necessario istituire le figure di intermediari specializzati in questa attività.

Per completare il quadro dell'attività di investimento, anche se il problema è più generale, vorrei trattare brevemente il problema del mercato ristretto. Anche qui c'è da dire che i capitali si rivolgono prevalentemente alle medie e grandi aziende, in quanto esse possono essere successivamente collocate sul mercato di borsa. Questo però non può avvenire per le piccole e medie aziende, che non hanno oggi un loro mercato a disposizione. Quindi, a mio parere, è urgentissima una riforma del mercato ristretto che dia ad esso una funzione di «mercato delle giovani speranze», o meglio delle imprese di piccole e medie dimensioni emergenti; ciò che sta realizzando in questo senso la Consob mi sembra ottimo e quindi mi limito solo ad auspicare che questo mercato ristretto venga meglio regolamentato in tempi rapidi e che venga creato un vero e proprio mercato della piccola e media azienda emergente.

Ricordo che in Inghilterra pochi giorni fa è stato avviato una sorta di supermercato per le piccole e medie imprese, cioè proprio un mercato in cui le caratteristiche delle imprese che ne fanno parte sono, ad esempio, quella di avere un anno di vita o di avere un miliardo di fatturato, cioè parametri di questo genere, proprio per creare, al di sotto del mercato ristretto, un mercato che potremmo chiamare ristrettissimo, una specie di «scuola materna» fatta apposta per le società giovanissime e finanziate dal *capital venture* che in Inghilterra ha avuto un ottimo sviluppo.

A questo punto vorrei parlare degli intermediari finanziari in senso stretto. Come ho detto inizialmente, essi sono società che svolgono molteplici attività, oltretutto in continua e rapidissima evoluzione, e che, quindi, non si possono schematizzare. Il ruolo degli intermediari finanziari è quello di inventare ogni giorno qualcosa, per cui non si può definire schematicamente la loro attività in quanto è un continuo divenire e la loro ragione di esistere è legata proprio alla continua innovazione delle operazioni. Studiando il mercato americano, vediamo che vi è una serie di operazioni inventate di recente che non sono ancora state introdotte nel nostro paese, e che sono in continuo divenire perchè sono operazioni che vengono inventate e poi incrociate

tra loro, sfruttate al massimo per poi essere abbandonate in un continuo processo evolutivo. Queste società di intermediazione svolgono quindi una molteplicità di attività, e l'unica di queste attività che è isolabile - a mio parere - è quella di gestione di patrimoni.

Ritengo cioè che gli intermediari finanziari in senso stretto andrebbero distinti, a loro volta, in intermediari che svolgono tale molteplicità di attività (consulenza, attivazione di prestiti, eccetera) e intermediari che invece gestiscono il risparmio, quindi che fanno gestione di patrimoni.

Personalmente penso che entrambe le categorie dovrebbero essere regolamentate in modo tale che l'esercizio di questa attività sia consentito solo a soggetti in possesso di determinati requisiti e che assolvano a determinati obblighi.

Per quanto riguarda le società di intermediazione in generale - torno a ripetere che questa attività non è schematizzabile - ritengo che debbano essere autorizzate solo le società iscritte a un determinato albo. Ritengo inoltre che queste società debbano avere un capitale minimo che, a mio avviso, non può essere inferiore a dieci miliardi, e che, come è previsto nei mercati anglosassoni, esse debbano avere un determinato rapporto tra mezzi propri e impegni assunti, intendendo per impegni non solo i debiti compresi nel passivo ma anche gli impegni nei conti d'ordine. Infatti, nello svolgimento di questa attività, molto spesso certe operazioni sono fatte assumendo degli impegni a termine che non figurano nel passivo. È chiaro che, se una società assume un impegno di comprare titoli per un valore di 200 miliardi, ancorchè questo non risulti dal passivo, rappresenta pur sempre un impegno che prima o poi questa società potrebbe essere chiamata a soddisfare. Quindi deve esserci un capitale minimo e un rapporto ampio, elastico, tra i mezzi propri e gli impegni assunti. Tale tipo di rapporto esiste, ad esempio, in Inghilterra; esso è stabilito dalla Banca d'Inghilterra ed è in proporzione variabile tra le dieci e le venti volte i mezzi propri. In altre parole, una società che abbia dieci miliardi di mezzi propri può assumere impegni nell'ordine di 100-200 miliardi.

Il rapporto è ovviamente alto perchè, come dicevo inizialmente, queste società investono capitale circolante e il rischio in realtà è piuttosto modesto. Una delle attività tipiche di queste società, per esempio, è il *trading* dei titoli pubblici, in cui si cerca di lucrare sui differenziali dovuti ai movimenti dei tassi. Questa non è un'attività ad alto rischio: ci possono essere degli utili o delle perdite, ma non è ad alto rischio. L'alto rapporto tra mezzi propri ed impegni è dovuto proprio al fatto che l'attivo di queste società è a rapido smobilizzo e a bassissimo rischio. Viceversa non sarebbe assolutamente pensabile un tale rapporto di indebitamento per le finanziarie di investimento che anzi, come giustamente prevede la recente regolamentazione amministrativa delle *merchant banks*, per ogni cento lire di investimenti devono avere cento lire di capitale. Queste società devono avere dei requisiti professionali, devono fornire le opportune informazioni a chi di dovere (quindi alla Consob e alla Banca d'Italia) e sono soggette all'obbligo di certificazione del bilancio.

A mio parere, le società di gestione di patrimoni dovrebbero essere a sè stanti, cioè destinate solo ed esclusivamente a quello scopo. Anche per tali società, a mio avviso, sarebbe opportuno prevedere un albo, un capitale minimo, l'esclusione di qualsiasi altra attività di intermediazione (quindi l'oggetto deve essere esclusivo) ed il controllo della Consob. Non è assolutamente necessario un rapporto definito tra mezzi propri e impegni perchè per definizione non ci devono essere impegni, cioè l'attività deve essere concentrata nella gestione dei patrimoni. Di conseguenza non è necessario stabilire, come nel caso precedente, un rapporto tra il patrimonio netto e gli impegni assunti.

Vorrei fare un ultimo rapidissimo accenno ai fondi immobiliari. Vista la rapidità dell'intervento, non vorrei soffermarmi sugli aspetti tecnici, in relazione ai quali mi riprometto di rispondere ad eventuali vostre domande. I fondi immobiliari, a mio avviso, devono essere concepiti, al di là delle varie formule, in modo da evitare che il controllo sia in mano a soggetti in odore di conflitto di interessi. Sono profondamente convinto che per svolgere tali

attività occorre professionalità ed in tutto il mondo l'intermediazione finanziaria è una professione più o meno remunerativa. Strumentalizzare però l'intermediazione finanziaria a propri fini, a monte o a valle, mi sembra assolutamente riprovevole. Se vengono promossi da soggetti legati al settore immobiliare, i fondi immobiliari possono diventare strumento per avvantaggiare i promotori a scapito dei risparmiatori.

Al di là di tutte le formule più o meno valide, bisognerebbe assolutamente impedire che il controllo dei mezzi da investire, o meglio il controllo della società di gestione, sia in mano a soggetti in grado di farne un uso strumentale. La mia opinione è che i soggetti coinvolti nel settore immobiliare, o in quello delle costruzioni, o comunque legati ad interessi immobiliari in genere, debbano assumere nella gestione dei fondi una posizione di assoluta minoranza e non una posizione predominante, in grado di condizionare le scelte da compiere. Pertanto la maggioranza di controllo delle società di gestione deve essere in mano ad operatori assolutamente al di sopra di ogni sospetto.

PRESIDENTE. Ringrazio il professor Vender per la sua esposizione che, sia per il metodo seguito che per i temi toccati, ci ha consentito di ascoltarla con attenzione e di riflettere su quanto ha detto. I senatori che intendono porre quesiti al Presidente della Sopaf hanno facoltà di parlare.

BERLANDA. Vorrei semplicemente soddisfare una curiosità legata alla sua attività di professore. Come docente alla Bocconi, lei avrà certamente contatto con le nuove leve della finanza, che stanno crescendo in questi anni parallelamente alla nascita di nuove attività nel settore. Ebbene, l'interesse di questi giovani è orientato verso la realtà che stiamo vivendo, verso le esperienze straniere o siamo ancora al tipo di insegnamento che veniva impartito quando ero studente tanti anni fa? È previsto un addestramento dei giovani laureati o c'è ancora molta strada da fare?

La seconda caratteristica è la sua funzione di pellegrino per l'Italia per cercare di conoscere

la situazione. Vuol dirci qualcosa di più su questa sua esperienza? Oltre alle imprese familiari, quali sono le altre realtà, le associazioni industriali, economiche o di altro genere, che sono state avvicinate e stimolate da lei? Qual è la realtà di oggi in questo settore?

BONAZZI. Professor Vender, lei ha sottolineato l'interesse che si deve riservare alle piccole e medie imprese, suggerendo che l'attività di *merchant banking* venga vincolata, orientata e sollecitata in questa direzione. Peralto quelle resistenze che lei ha definito sociologiche e che si riscontrano nell'offerta di interventi finanziari sono più forti per le medie imprese ma non sussistono, a mio avviso, per le piccole imprese. Qual è la sua esperienza, sulla base dei contatti con il mondo imprenditoriale e dei suoi pellegrinaggi? Inoltre, lei ha detto che non conosce il motivo di queste resistenze perchè non è un sociologo. Tuttavia, la sociologia, se è tale, diventa anche un elemento di studio dell'economista, perchè con essa si misurano anche gli strumenti di intervento. Se, ad esempio, si decide di vincolare i fondi chiusi in favore delle imprese medio-piccole, chi opera non può non occuparsi anche dei risvolti sociologici per tentare di superare le resistenze ad una partecipazione che può trasformare le stesse piccole imprese in imprese di medie dimensioni. Pertanto è un problema essenziale per un operatore finanziario perchè sarebbe inutile porre un vincolo se poi non si risolvono i problemi di ordine psicologico.

La seconda domanda che vorrei rivolgerle riguarda il fatto che le attività di *merchant banking* si dirigono nella duplice direzione della intermediazione e degli investimenti che, come lei diceva, presentano caratteristiche diverse. Questo però non vuol dire che le due attività non possano integrarsi, anzi vi sono numerosi elementi di connessione nel senso che l'una attività non è incompatibile con l'altra.

VENDER. Anzi!

BONAZZI. In pratica le due attività molto spesso sono connesse tra di loro e svolte dallo stesso gestore.

VENDER. Infatti è questo il problema di cui si discute.

BONAZZI. A suo avviso, l'integrazione fra le due attività può avvenire in testa allo stesso gestore, sia pure con strumenti diversi, oppure questa è una soluzione decisamente sconsigliabile perchè una connessione di tal genere porta inevitabilmente ad effetti negativi?

CAVAZZUTI. Professor Vender, desidero avere la sua opinione sulla interconnessione tra l'attività di intermediazione e quella di investimento. A me sembra corretto che i gestori di tali attività siano separati, perchè a mio avviso vi potrebbero essere conflitti di interesse tra i risparmiatori e i gestori. Infatti, chi svolge attività di investimento potrebbe servirsi di quella di intermediazione per scaricare sul mercato una parte dei titoli. Mi chiedo se la sua opinione sia che le due attività devono essere assolutamente separate, anche dal punto di vista istituzionale.

Nell'ipotesi che invece le due attività non fossero separate, a suo avviso si pone un problema di deontologia professionale oppure si crea una sorta di muro cinese tra due comparti di una stessa società che non si parlano tra di loro? In altre parole, nell'ipotesi in cui fosse ammesso, all'interno della stessa istituzione, lo svolgimento sia della prima che della seconda attività, per evitare prevedibili conflitti si porrebbe un problema di moralità della professione o di strumentazione giuridica?

TRIGLIA. Desidero avere, se possibile, alcuni dati quantitativi sui fenomeni del mercato finanziario di cui stiamo parlando. Ad esempio, quanti sono gli intermediari finanziari cosiddetti indipendenti? E quanti tra di loro svolgono attività di *merchant banking*? È in grado, professor Vender, di fornirci qualche dato sia sugli operatori che sui flussi amministrati?

PRESIDENTE. Professor Vender, vorrei rivolgerle una domanda riallacciandomi a quelle poste dal senatore Triglia.

Lei ci ha parlato dello spazio potenziale piuttosto elevato di questa attività, data la

potenzialmente assai cospicua domanda di finanziamenti; tuttavia, attualmente, questa attività è piuttosto limitata sia per le banche che per gli operatori privati non bancari. Si possono prevedere rischi di eccessivo affollamento in presenza di un mercato oggi ancora piuttosto ristretto rispetto allo spazio potenziale?

VENDER. Per rispondere in primo luogo alle domande del senatore Bonazzi, desidero chiarire che il mio orientamento non è quello di indirizzare l'attività di *merchant banking* verso le piccole e medie imprese. Infatti, proprio in virtù dell'orientamento della Banca d'Italia, le cosiddette *merchant banks* si rivolgono soprattutto alle imprese medio-grandi, che presentano minori rischi ed un più rapido smobilizzo. La mia tesi è che si possa creare un obbligo a favore delle piccole e medie imprese solo per i fondi chiusi, istituendo delle società specializzate.

BONAZZI. Lei considera solo le *merchant banks* di espressione bancaria.

VENDER. Di fatto la stessa politica viene perseguita anche dalle *merchant banks* di espressione non bancaria. Come dicevo, la mia proposta è quella di orientare i fondi chiusi verso le imprese medio-piccole e di creare delle società di attività di *capital venture* che, come sappiamo, in tutto il mondo operano nell'ambito di imprese di piccole e medie dimensioni.

Lei parlava inoltre delle resistenze di tipo psicologico che sono minori per le piccole e medie imprese, le quali non hanno a disposizione tutti gli strumenti e le fonti di finanziamento di cui dispongono le imprese medio-grandi. Inoltre le piccole imprese, per definizione, salvo naturalmente che non si parli di imprese piccolissime che decidano di rimanere tali per scelta, sono generalmente in crescita, data la naturale volontà di accrescere le proprie dimensioni, e spesso in tempi molto rapidi; pertanto esse hanno un fabbisogno finanziario rilevante.

Infine, e non da ultimo, le imprese medio-piccole sono generalmente nate più di recente

e quindi sono espressione di un'imprenditorialità più giovane, anche in termini anagrafici: pertanto esse sono più disposte ad una apertura verso il capitale esterno.

Quindi, posso affermare con certezza che le resistenze alla presenza di capitale esterno nelle imprese medio-piccole sono decisamente minori.

Mi chiedeva il senatore Berlanda quale è il livello di istruzione dei giovani che frequentano l'università in merito alla materia finanziaria. Ebbene, per quella che è la mia esperienza di docente presso l'università Bocconi - non conosco tutto il panorama universitario italiano - posso dire che i giovani laureati hanno sicuramente una buona preparazione di base al riguardo. Ripeto, però, che rispondo solo per quel piccolo microcosmo che mi concerne, in quanto sono docente per passione e non per mestiere e quindi non conosco le altre realtà. Direi però che almeno nell'ambito milanese vi è certamente una buona preparazione sui problemi finanziari da parte delle giovani leve, anzi direi che forse ve ne è fin troppa, nel senso che vi è una passione eccessiva per la finanza a scapito del settore industriale, senza tener conto che la finanza senza l'industria non conta nulla. Ricordo che molti anni fa, quando furono introdotti alla Bocconi i corsi di finanza, avevo in aula sette-otto studenti, adesso ne ho duecentocinquanta, sottratti in buona parte ad altri corsi di carattere più industriale.

Per quanto riguarda, poi, le esperienze fatte nel mio peregrinare nella provincia italiana, esse sono le più svariate. Certamente gli innumerevoli contatti avuti con le associazioni industriali sono stati utili per conoscere il mondo industriale, però la conoscenza di tale realtà non significa automaticamente vincere le resistenze. Conoscere cioè dieci industriali, avere con loro dei rapporti cordiali non comporta che essi poi accettino apporti finanziari esterni. Pertanto, il contatto con queste associazioni è utile come strumento di conoscenza, ma non è che esse poi possano fare un'azione di convincimento nei confronti del singolo industriale.

BERLANDA. Geograficamente quali sono stati i suoi primi successi?

VENDER. L'attività della Sopaf si è concentrata finora nell'Italia settentrionale ed ha riscontrato maggiori successi in Lombardia e in Emilia-Romagna, che sono sicuramente le zone più ricche, in cui vi sono fantastiche aziende. Recentemente però abbiamo costituito una società di *capital venture* anche per il Centro-Sud, con sede proprio qui a Roma, la quale dovrebbe essere vicina alle esigenze del mondo industriale centro-meridionale, ed abbiamo realizzato un primo investimento finanziando una media impresa di Bari. Si tratta però - ripeto - del primo tentativo in questa direzione.

CAVAZZUTI. Quando concedete finanziamenti, intervenite poi anche nella gestione dell'impresa? In sostanza, la vostra assistenza in cosa consiste?

VENDER. La nostra assistenza, senatore, varia al variare delle dimensioni e delle problematiche dell'azienda. Diciamo che certamente l'attenzione che va rivolta ad una medio-piccola azienda è molto maggiore di quella che bisogna riservare ad una azienda medio-grande, in quanto le problematiche e le capacità della struttura manageriale sono diverse. Quindi, diciamo che quanto più l'azienda è piccola tanto più bisogna occuparsene, quanto più è grande tanto meno occorre farlo.

BONAZZI. Ma voi investite puntando sulla capacità imprenditoriale?

VENDER. Noi investiamo soprattutto sugli uomini; naturalmente, spesso capita di sbagliare.

BONAZZI. Non andate dunque per fare gli imprenditori?

VENDER. No, nel modo più assoluto, noi facciamo affidamento sugli uomini ripeto, spesso si sbaglia, ma in ogni caso la nostra opinione è che bisogna puntare sulle capacità imprenditoriali. È chiaro poi che tali capacità possono essere più o meno integrate a seconda della maturità dell'imprenditore. Ad esempio, un imprenditore trentacinquenne di una pic-

cola azienda ha maggiormente bisogno di essere consigliato rispetto ad un imprenditore sessantenne che fa il proprio mestiere da quaranta anni.

Certamente, però, l'idea di base è quella di non sostituirsi all'imprenditore; se egli non è all'altezza - e questo purtroppo qualche volta succede - vuol dire che si è sbagliato il giudizio iniziale. Quindi, qualora ci si debba occupare dell'azienda, assumendo temporaneamente un ruolo di imprenditore, è questo il principale indice del fallimento dell'operazione. Pertanto, noi non forniamo quadri di direzione; possiamo semmai, poichè abbiamo un panorama di conoscenze piuttosto vasto, consigliare l'imprenditore nella scelta del direttore amministrativo o del direttore generale, però non forniamo per patto parasociale i dirigenti. Noi partiamo infatti dal presupposto che l'imprenditore debba essere all'altezza del compito; ciò - ripeto - non sempre accade e questo è il primo indice del fallimento dell'operazione.

Del resto, negli Stati Uniti esistono al riguardo due correnti di pensiero: coloro che sostengono che è più importante la validità del *business* rispetto al fattore imprenditoriale e coloro che viceversa considerano più importante quest'ultimo rispetto all'affare in sè. Esiste un detto in America secondo cui è meglio fare un investimento di serie B con un uomo di serie A piuttosto che un investimento di serie A con un uomo di serie B. Ebbene, io faccio parte di quella categoria di persone che ritengono il fattore imprenditoriale l'elemento chiave.

Per quanto riguarda poi le domande poste dai senatori Bonazzi e Cavazzuti circa il problema del rapporto tra attività di intermediazione ed attività di investimento, io non nego che vi siano in proposito delle complementarità e delle sinergie. Del resto, il fatto stesso che io mi occupi di entrambi i settori dimostra che credo in questa sinergia, però ritengo anche che queste due attività vadano tenute separate. In sostanza, essendo l'attività di intermediazione e quella di investimento molto diverse tra loro e richiedendo soprattutto l'impiego di figure professionali nettamente distinte, la mia opinione è che vadano separate, il che non significa però che all'interno di

uno stesso gruppo, bancario o meno, esse non possano coesistere.

BONAZZI. Anche se non sa l'una quello che fa l'altra?

VENDER. No, è giusto che lo sappiamo, ma non devono essere in conflitto di interesse. Chi, ad esempio, deve vendere una partecipazione perchè ha deciso di collocarla sul mercato non deve essere lo stesso soggetto che invece l'acquista per collocarla presso il pubblico, perchè altrimenti esiste un conflitto di interesse che può essere risolto sul piano deontologico, oppure no. Ritengo che non ci sia niente di male nel fatto che esistano le due attività nell'ambito dello stesso gruppo, però vanno separate.

L'attività di intermediazione finanziaria richiede delle persone con esperienze di tipo finanziario molto «pure» - non so se con questa espressione mi spiego -, mentre l'attività di investimento richiede persone più vicine alla realtà industriale. Nell'ambito del nostro gruppo, coloro che si occupano di investimento sono generalmente ingegneri provenienti dalle aziende, trasformati per l'occasione in finanziari, ma è gente che conosce la realtà industriale sia per formazione accademica che professionale; coloro che si occupano di *swaps* o di mercato monetario sono invece personaggi che hanno una preparazione finanziaria purissima, cioè che sono in grado di operare con la massima precisione sul movimento giornaliero e periodico che ci può essere su certe variabili economiche e finanziarie. Sono comunque persone di tipo completamente diverso dalle prime. Collaboro quotidianamente con entrambi i tipi di persone in ufficio e posso testimoniare che si tratta di persone completamente diverse.

Quindi - ripeto - non sono contrario al fatto che esistano queste due «anime», purchè siano separate. Del resto non dobbiamo inventare nulla, visto che in America ci sono le *investment banks* che sono le società di intermediazione per eccellenza, società di dimensioni inimmaginabili che non assumono mai un rischio, cioè non fanno alcuna attività di investimento; possono magari dar vita a società, in cui investono e in cui investe il pubblico,

che svolgono queste attività, ma non sono la stessa cosa. In conclusione, secondo me, non è assolutamente inopportuna - ripeto - la presenza delle due attività, purchè siano separate.

Il senatore Triglia mi chiedeva quante sono le società di cui si parla. Posso usare soltanto dei dati ufficiali, nel senso che noi come gruppo abbiamo costituito l'anno scorso (ho l'onore di considerarmi uno dei fondatori) due associazioni. Una di esse è l'AIFI che è l'associazione delle finanziarie di investimento in capitale di rischio; questa associazione ad oggi conta sedici società che - ritengo - dovrebbero rapidamente diventare circa una ventina. Tali società hanno - e lo potrà dire meglio di me il presidente Vitale - un patrimonio netto di circa 1.500 miliardi. Però ora, su due piedi, mi risulta difficile dividerle per categorie; posso dire che sono prevalentemente di natura bancaria o bancaria «mista», cioè bancaria e privata.

L'altra associazione che è stata costituita è l'Assifit, cioè l'associazione delle finanziarie di intermediazione, e mi sembra che oggi essa rappresenti circa dodici società, anche esse però destinate a crescere di un certo numero nell'arco delle prossime settimane. Ritengo quindi che complessivamente gli operatori più importanti (il che non significa che non ce ne siano altri) nella categoria delle *merchant banks*, intendendo con ciò sia l'intermediazione che l'investimento, siano circa una quarantina attualmente in Italia; comunque - ripeto - ce ne sono altre ugualmente valide e non iscritte a queste due associazioni.

Il presidente Venanzetti mi domandava se non vi sia un certo affollamento. Questa è una domanda molto difficile perchè, stante l'attuale situazione del mercato nell'ambito della media e grande impresa - quindi ad esclusione della piccola dove non solo non c'è affollamento, ma anzi grossa carenza -, per quanto concerne il finanziamento mobiliare c'è sicuramente affollamento. Si è passati da una situazione di totale carenza (ricordo che quando cominciammo questa attività eravamo praticamente gli unici e ci guardavano come dei matti) ad una situazione di affollamento, se teniamo conto anche delle matricole che si aggiungeranno, rispetto a quella che è la domanda di questi fondi da parte della media

impresa. La domanda potenziale è grande, però quando si fa *marketing* occorre sempre distinguere il mercato potenziale da quello reale. È facile dire che in Italia le imprese sono tante e buone, però se poi soltanto l'1 per cento (o per mille) vuole questo servizio, il mercato è un altro. Oggi come oggi, certamente il reperimento di società nelle quali investire è diventato drammaticamente difficile. Il nostro gruppo, che è quotato in borsa ed è estremamente liquido per le sue dimensioni, ha oggi concrete difficoltà nell'individuare opportunità in cui investire. Direi che questa è l'unica difficoltà che abbiamo, e ciò dimostra che non è che ci sia l'imbarazzo della scelta! I colloqui sono molti, gli incontri e le trattative sono numerose, però alla fine la volontà da parte delle imprese italiane di apertura si concretizza solo in rarissime eccezioni. La conseguenza non può essere drammatica, però certamente può essere tale da indurre gli intermediari ad abbassare i prezzi a vantaggio delle imprese - e fin qui tutto bene -, però a svantaggio degli intermediari stessi. Ora, questo dipenderà molto dalla legislazione relativa agli intermediari che verrà prevista, perchè alzare il tiro, e quindi fare «ponti d'oro» alle imprese pur di intervenire, può essere estremamente pericoloso in quanto ogni cosa ha il suo prezzo e nel mondo finanziario il ritorno sul capitale è legato alle condizioni di intervento. Se le condizioni peggiorano eccessivamente, la conseguenza può essere un non ritorno sul capitale, quindi ciò può voler dire che l'operazione non è remunerativa.

Non vedo pertanto pericoli per il sistema industriale, ma soltanto il pericolo che questo circuito di intermediari, pur di fare qualcosa, per assolvere alla propria missione, finisca per pagare valori che non sono poi in grado di garantire dei ritorni sul capitale, quindi che l'industria del *merchant banking* finisca per essere non più remunerativa, bensì una industria che ha più un valore simbolico che quello di creare ricchezza. Questo è decisamente un rischio.

BERLANDA. Prima ha citato uno studio dell'AIFI sulle agevolazioni fiscali esistenti in altri paesi per il *capital venture*. Vorrei sapere se possiamo averne una copia.

VENDER. Certamente. Lo studio è sulle attività di *capital venture* in generale, ma ovviamente c'è una parte destinata all'aspetto fiscale. Comunque, se mi consentite, vi pregherei di chiederlo al professor Vitale che è il presidente dell'AIFI.

BERLANDA. Vorrei sapere inoltre se, a suo giudizio, la recentissima normativa sull'attività di *merchant banking* di matrice bancaria - che ha risolto con norma amministrativa quello che prima si intendeva risolvere per legge - non presta il fianco ad un rischio, ossia che posizioni creditizie incagliate, nell'ambito anche di banche di grosse dimensioni, si trasformino in partecipazioni. Anni fa infatti, a proposito dell'indebitamento delle imprese verso le banche, qualcuno aveva proposto di trasformare il credito di queste ultime in partecipazioni. Questo non è avvenuto; oggi la situazione è diversa, ma esistono ancora le posizioni incagliate. Le chiedo un giudizio franco, perchè vorrei sapere se anche la norma che affida alla Banca d'Italia la valutazione degli investimenti (norma che va bene per le *merchant banks* di matrice bancaria, ma non per altri investitori di origine diversa) è sufficiente o se lascia ancora un margine di rischio.

VENDER. Senza dubbio lo spirito della delibera non intende lasciare alcun margine di rischio. Che poi in concreto questo rischio ci sia è cosa diversa: risulta difficile un controllo da effettuare caso per caso.

CAVAZZUTI. Credo che si tratti di nuovo della confusione tra l'attività di intermediazione e l'attività di investimento.

VENDER. Certo.

CAVAZZUTI. Abbiamo parlato prevalentemente dell'attività di investimento, ma avrei qualche curiosità sull'attività di intermediazione. Con quali strumenti la sua società opera in questo settore? Raccoglie fondi presso i privati, servendosi di una sorta di conto corrente non liquido?

VENDER. Esiste una netta distinzione, nell'ambito dell'attività di intermediazione, tra

intermediazione in generale e gestione di patrimoni. Ecco perchè, secondo me, l'attività di gestione di patrimoni andrebbe enucleata dall'attività di intermediazione e regolamentata a parte.

Le società di intermediazione non devono svolgere un'attività di gestione di patrimoni; possono però dar vita a società che si occupino specificamente di tale attività. Nell'ambito del nostro gruppo, ad esempio, la società di intermediazione ha dato vita a una fiduciaria che, fermo restando il prospetto Consob che abbiamo in approvazione, si occuperà della gestione di patrimoni. Si tratta comunque di una società separata.

In concreto la gestione dei patrimoni è piuttosto semplice. Si tratta di gestire i patrimoni mobiliari investiti esclusivamente in titoli quotati. Poi esiste tutta l'attività di intermediazione in genere che abbraccia una gamma estremamente vasta di operazioni. Ne cito alcune: l'attività in cambi, di *swap*, l'attività relativa ai titoli di Stato, l'attività nel settore delle obbligazioni, l'attività nel settore azionario, l'intermediazione di azienda, la consulenza finanziaria alle aziende, l'organizzazione di prestiti, l'organizzazione di collocamenti, i consorzi di garanzia. Le attività sono molteplici e in continuo divenire proprio perchè la caratteristica delle finanziarie di intermediazione è l'innovazione. L'*investment bank* (per non parlare del nostro paese), che rappresenta l'equivalente della nostra finanziaria di intermediazione, ha vinto la concorrenza delle banche commerciali continuando ad inventare nuovi prodotti. Pertanto la attività di intermediazione, pur avendo delle aree abbastanza concrete e definibili, al suo interno è però in continuo mutamento: ciò è un bene perchè se così non fosse questa attività non avrebbe alcuna speranza di sopravvivere. Le *investment banks* statunitensi hanno prosperato e hanno vinto la concorrenza delle banche continuando ad inventare prodotti nuovi, ovviamente senza raccogliere denaro presso il pubblico.

Occorre poi prestare attenzione al fatto che le molteplici attività delle società di intermediazione non coinvolgono capitali di terzi perchè sono tutte svolte con capitali circolanti propri, dotati di un rapido smobilizzo.

Quella della gestione di patrimoni è invece un'attività completamente a parte, anche se ovviamente esistono delle sinergie. Faccio un esempio: la società che organizza un collocamento presso il pubblico ha bisogno del «piazzamento» che ritrova nell'ambito dell'attività di gestione di patrimoni. Invece l'attività di *swap*, oltre che quella dell'organizzazione di finanziamenti o di consulenze finanziarie, nulla ha a che vedere con la gestione di patrimoni.

La soluzione migliore, a mio parere, è separare l'attività di intermediazione, intesa in senso generale, dall'attività di gestione di patrimoni, proprio perchè l'intermediazione non coinvolga il risparmio. Queste due categorie devono essere formate da intermediari autorizzati, in possesso di certi requisiti, in modo da poter esercitare a regola la loro professione. Non deve essere permesso ad alcuno di aprire uno «sgabuzzino» per svolgere l'attività di gestione di patrimoni e poi fuggire con la cassa. Lo dico a mio danno perchè oggi la società che rappresento non è un soggetto controllato, salvo per il fatto che è quotata in borsa. Auspico comunque un controllo, perchè esso andrebbe a vantaggio di tutta la categoria.

BONAZZI. Riprendendo il tema delle *merchant banks*, risolta la questione della delibera del CICR, secondo la quale anche le banche italiane possono operare in questo settore, è opportuna una normativa legislativa che regoli le condizioni di ingresso nel settore di *merchant banking*? Vorrei sapere inoltre se tale normativa dovrebbe essere differenziata rispetto a quella che regola solo l'intermediazione o solo la partecipazione. E questa norma deve essere destinata soltanto al controllo dell'ingresso nel settore o deve preoccuparsi - e in che misura - del controllo anche durante la gestione?

Cosa pensa dell'esercizio del diritto di voto del gestore dei fondi mobiliari? Come esercitare tale diritto? Inoltre, quali rapporti devono esistere tra le decisioni del gestore e l'interesse o la volontà dei partecipanti? Pensa forse che questa seconda componente debba essere neutra, lasciando al gestore la decisione su come esercitare il suddetto diritto di voto?

VENDER. Senatore Bonazzi, in merito alla sua domanda se sia opportuno regolamentare per legge l'attività di *merchant banking* sia per le banche che per i soggetti extrabancari (sempre considerando la mia idea base sulla distinzione tra attività di intermediazione in senso stretto e attività di investimento) per il settore dell'investimento, la mia risposta è negativa. Infatti, non vedo per quale motivo un privato che investa il proprio capitale in un'impresa debba essere controllato, a meno che non si vogliano concedere a quel privato delle agevolazioni per svolgere questa attività. Mi spiego meglio: auspico delle agevolazioni per le società di investimento nella fascia delle piccole e medie imprese (cosiddette società di *venture capital*), ma è chiaro che se si creassero dei reali vantaggi sarebbe giusto, come contropartita, che ci fosse anche un controllo. In caso contrario, non ritengo opportuna una regolamentazione dei soggetti extrabancari per l'attività di investimento. Per quale motivo - come dicevo - si dovrebbe controllare chi investe il proprio denaro? Allora si giungerebbe davvero all'assurdo che se uno vuole investire 700 milioni in azioni FIAT deve chiedere il permesso. Quindi una regolamentazione potrebbe essere prevista solo a fronte di eventuali vantaggi, di natura fiscale o di altro tipo.

Per quanto concerne invece l'intermediazione finanziaria in senso stretto, ho già espresso il mio parere, senz'altro positivo per una eventuale regolamentazione. Inoltre auspico una netta separazione tra società finanziarie di intermediazione e società finanziarie di gestione di patrimoni, e quindi una regolamentazione che consenta solo a certe società, che rispondano a determinati requisiti (di capitale, di indebitamento, di professionalità, di trasparenza, e via dicendo) di operare nel campo dell'intermediazione in generale, o in quello della gestione vera e propria di patrimoni. Ovviamente, questo tipo di intermediari svolgono un ruolo sul mercato dei capitali oppure soprattutto nel caso di gestione di patrimoni, e quindi devono rispondere a certi requisiti per non danneggiare la propria clientela; mentre le società di intermediazione che operano sul mercato e che quindi assumono impegni importanti devono essere solvibili, quindi

devono poter assumere impegni che poi siano in grado di mantenere. Affinchè ciò sia possibile, occorre che queste società siano delle case trasparenti e rispondano a determinati requisiti di professionalità. Oggi chiunque ha la possibilità di costituire una società finanziaria di intermediazione e di assumere molteplici impegni o di gestire centinaia di migliaia di fondi, senza chiedere il permesso a nessuno e senza essere sottoposto a controlli. Questo ovviamente, a mio parere, non è giusto, mentre quando qualcuno investe i propri soldi deve, a mio avviso, avere la massima libertà.

Lei mi ha chiesto anche un'opinione sulla dibattuta questione dell'esercizio del diritto di voto da parte delle società di gestione dei fondi mobiliari. Personalmente ritengo che i cosiddetti fondi aperti debbano avere il diritto di voto.

BONAZZI. Lo hanno infatti.

VENDER. Mi sembra che qualcuno lo voglia sopprimere.

BONAZZI. È il «principe» della trasparenza che vuole togliere loro il diritto di voto.

VENDER. Che sia principe o re, mi sembra una scelta fuori del mondo. Quello che mi sembra importante è che i fondi non abbiano il diritto di voto allorchè siano espressione di gruppi: cioè non abbiano diritto di voto in quelle società allorchè essi rappresentino i partecipanti.

BONAZZI. A questo punto il rapporto tra interesse di partecipazione e società di gestione diventa prevalente. Come si può individuare altrimenti l'interesse dei partecipanti?

VENDER. L'interesse è evidente nel momento in cui un fondo, nato per iniziativa di un determinato gruppo, deve esprimere il voto

nella assemblea di una società di tale gruppo. È chiaro che quel voto non può che essere in linea con il voto espresso dal soggetto economico, dal controllante. A questo punto, il fondo non fa altro che creare consenso per avvalorare una certa linea di condotta del gruppo promotore. In quel caso il gestore non può esprimere un dissenso: non mi sembra possibile nella realtà di fatto che si possa votare contro l'approvazione di un bilancio di una impresa del proprio gruppo, qualora si è espressione del gruppo stesso. Ripeto: non può che trattarsi di un voto a favore, di consenso, e quindi è un voto non obiettivo. A quel punto sarebbe opportuno non considerarlo perchè non fa altro che rafforzare la maggioranza con i soldi degli altri. Francamente questo non mi sembra abbia senso. Di contro, il fondo che vota indipendentemente nella assemblea di una società, essendo espressione di un gruppo diverso da quello di cui fa parte detta società, a mio avviso può votare ed ha tutto il diritto di farlo per tutelare i propri interessi. Il voto viziato invece - sopramenzionato - mi sembra nullo, ma non sono un esperto di questa materia, anche perchè non sono un giurista.

PRESIDENTE. Ringrazio nuovamente il professor Jody Vender per essere intervenuto e per quanto ci ha detto. Se riterrà opportuno, potrà anche in futuro inviare alla Commissione qualche nota che noi accoglieremo molto volentieri.

L'audizione di questa mattina è terminata.

Il seguito dell'indagine conoscitiva sull'intermediazione finanziaria non bancaria è rinviato ad altra seduta.

I lavori terminano alle ore 11,50.

SERVIZIO DELLE COMMISSIONI PARLAMENTARI

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

DOTT. ETTORE LAURENZANO