

# SENATO DELLA REPUBBLICA

IX LEGISLATURA

## 6<sup>a</sup> COMMISSIONE PERMANENTE

(Finanze e tesoro)

### INDAGINE CONOSCITIVA SULLA INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA NON BANCARIA

13° Resoconto stenografico

SEDUTA DI MERCOLEDÌ 6 MAGGIO 1987

(Antimeridiana)

Presidenza del Presidente **VENANZETTI**

**INDICE****Indagine conoscitiva sull'intermediazione finanziaria non bancaria**  
(Seguito e conclusione)

PRESIDENTE .....	Pag. 3, 7, 23
BERLANDA (DC) .....	3
CAVAZZUTI (Sin. Ind.) .....	8
FIOCCHI (PLI) .....	21
SEGA (PCI) .....	7

*I lavori hanno inizio alle ore 9,40.*

**Indagine conoscitiva sull'intermediazione finanziaria non bancaria**

(Seguito e conclusione)

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

I colleghi ricorderanno che nell'ultima seduta in cui trattammo dell'argomento fummo tutti d'accordo di concludere l'indagine. Pertanto, data l'impossibilità di discutere adeguatamente sui risultati raggiunti, e cioè dato che non ci è consentito di tenere le ulteriori sedute che sarebbero necessarie per poter arrivare all'approvazione di un documento unitario, oggi dobbiamo attenerci alla registrazione delle conclusioni che ogni parte politica desidera esporre, per quanto riguarda il lavoro svolto con l'indagine conoscitiva nel corso degli ultimi mesi, e dobbiamo stabilire quale dovrà essere l'orientamento nella prossima legislatura per eventuali sviluppi di carattere legislativo.

I senatori che desiderano intervenire hanno facoltà di parlare.

BERLANDA. L'indagine conoscitiva sugli intermediari finanziari non bancari, condotta dalla Commissione finanze e tesoro del Senato, ha consentito di acquisire testimonianze e documentazione tanto su questioni di carattere generale quanto su aspetti di natura più particolare, spesso connessi a provvedimenti all'esame del Parlamento.

Giunti alla conclusione dei lavori, ci si trova perciò di fronte tanto ad ipotesi di interventi normativi riguardanti il mercato finanziario nei suoi aspetti strutturali quanto a suggerimenti in ordine a specifiche problematiche sollevate dall'attività di proposta legislativa delle Camere.

Entrambi aspetti, quelli citati, di fondamentale importanza per lo sviluppo di un settore sempre più importante per l'economia del paese, che richiederebbero un'approfondita riflessione per far scaturire dai lavori della nostra indagine conoscitiva conclusioni ed indicazioni puntuali ed articolate, e in ogni caso un clima più disteso di quanto la conclusione di questa legislatura non ci conceda.

È tuttavia necessario che ad una conclusione, sia pure provvisoria, si giunga, perchè non vada disperso un impegnativo lavoro che potrà servire da punto di partenza per l'attività normativa della prossima legislatura.

A questo riguardo esprimerò alcune opinioni sintetiche che ritengo riflettano anche l'opinione del Gruppo dei senatori democristiani sulla conclusione di questa indagine.

La recente ripresa di interesse da parte dei risparmiatori per l'investimento in attività finanziarie, il cui sintomo più evidente è stato il successo ottenuto dai fondi comuni d'investimento mobiliare, ha

richiamato una vasta attenzione sul rapido sviluppo dell'innovazione nel mondo dell'intermediazione finanziaria, i cui contorni risultano spesso difficili da determinare anche solo al fine di conoscerne gli aspetti quantitativi fondamentali.

Indipendentemente dalle cause di questo processo innovativo, che a taluno pare più il frutto dell'azione delle pubbliche autorità che non delle spinte del mercato, si deve comunque osservare che esso ha interessato sia il mondo bancario sia quello non bancario; in questo senso, l'oggetto dell'indagine conoscitiva è stato implicitamente ridefinito nel corso dei lavori, i quali si sono di fatto orientati sull'attività di intermediazione finanziaria non tipicamente bancaria svolta da intermediari bancari e non.

Infatti, appena si esca dai confini ristretti di una rigida definizione di attività creditizia, si deve constatare come banche e non banche si muovano su di uno stesso terreno dai contorni difficilmente definibili in modo da ricondurre ad unità sistematica l'articolazione del mercato. Anche se su quest'ultima esigenza pesa forse ancora il retaggio di obsolete concezioni ed ideologie, nate da una cultura fondamentalmente burocratica, è pur vero che pare assolutamente necessario uno sforzo per introdurre qualche principio ordinatore in una realtà che si va facendo sempre più complessa.

Il problema fondamentale emerso nel corso dell'indagine è relativo alla disciplina, oggi in alcune parti carente, del mondo degli intermediari finanziari non bancari, anche e soprattutto in considerazione dell'opportunità che i processi innovativi che li riguardano si indirizzino verso obiettivi di razionalità, efficienza e trasparenza.

A tale riguardo, una prospettiva di disciplina del settore presenta due aspetti fondamentali: in primo luogo, infatti, si può puntare prevalentemente su di una disciplina specifica per ogni tipologia di intermediario - che ne fissi requisiti, attribuzioni e competenze particolari - ma d'altra parte è anche possibile spostare l'enfasi sul mercato finanziario, ponendosi come obiettivo prioritario la codificazione, oggi largamente carente, di un sistema di regole valide per tutti i soggetti che in esso operino.

Se la prima ipotesi pare più adatta ad ottenere una struttura di intermediari stabile e meglio controllabile, essa tuttavia rischia di rivelarsi troppo rigida di fronte ai processi innovativi che l'evoluzione e l'internazionalizzazione dei mercati necessariamente comportano, e d'altra parte la seconda soluzione, che sul versante degli intermediari garantirebbe una maggiore adattabilità a modificazioni anche profonde degli intermediari, può porre problemi in termini di stabilità.

La particolarità della situazione del mercato finanziario italiano sembra quindi rendere impropria l'alternativa tra regolamentazione e *deregulation*, intorno alla quale negli anni scorsi si è incentrato il dibattito internazionale, poichè se la prima rischia di condurre ad una vana rincorsa delle novità che il mercato produce, è anche vero che un processo di *deregulation* del mercato sembra mancare dell'oggetto su cui esercitarsi, e cioè delle regole che in qualche modo imbriglierebbero il mercato stesso.

Inoltre, si deve considerare, come è stato opportunamente rilevato in alcuni importanti contributi all'indagine, che ipotizzare diverse

ipotesi di disciplina intorno a quelli che sono solo «tipi ideali» di atteggiamenti verso il mercato finanziario - nessuno dei quali si manifesta in modo così puro ed astratto nelle realtà concrete che si possano prendere a riferimento - è una semplificazione che rischia di far perdere di vista gli intermediari che effettivamente operano nel mercato.

Se, in altri termini, pare una fondamentale acquisizione l'introduzione della disciplina della trasparenza dell'offerta al pubblico di valori mobiliari, è certo che limitarsi dottrinarmente a rivendicare il primato di questa posizione può far perdere di vista l'esigenza pragmatica di introdurre controlli e vincoli prudenziali dai quali in definitiva può dipendere la reale efficacia della stessa disciplina della trasparenza.

A questo riguardo, due sono sembrate le indicazioni particolarmente utili a cui far riferimento per cominciare a delimitare i soggetti interessati da interventi normativi: escludendo dal discorso quelli che esercitano la funzione creditizia in senso stretto, pare che una disciplina della intermediazione finanziaria debba coinvolgere tanto i soggetti che fanno appello al pubblico risparmio con l'offerta di propri titoli «diretti», quanto i soggetti che svolgano una funzione di gestione di titoli per conto terzi.

In un altro senso, per certi versi complementare, si possono individuare intermediari-commercianti di titoli emessi da altri intermediari-produttori di propri titoli «indiretti». A parte la considerazione che solo a questi ultimi spetta la qualifica di intermediari finanziari in senso stretto, pare che una siffatta griglia possa consentire una graduazione della disciplina, in modo da renderla aderente alle peculiarità operative dei vari soggetti.

Sembra quindi opportuno pensare ad ipotesi di intervento normativo che in primo luogo definiscano alcuni parametri minimi per gli intermediari finanziari in generale e successivamente procedano a disciplinare quegli intermediari che per le loro particolarità richiedano interventi specifici.

La normativa di carattere generale, da applicare quindi ad entrambi i tipi di intermediari, sarebbe così rivolta a porre alcuni elementi prudenziali circa la solidità e la stabilità dell'intermediario senza però influenzare la definizione specifica dell'operatività del soggetto - che, anzi, in tale prospettiva, conserverebbe la necessaria polifunzionalità - se non in termini di larga massima; mentre per gli intermediari-produttori si potrebbe procedere ad una progressiva specializzazione e tipicizzazione della normativa, sulla linea di quanto era emerso in termini molto puntuali dalle conclusioni dell'indagine conoscitiva su fondi immobiliari e titoli atipici condotta da questa stessa Commissione nel 1982.

Quanto alla normativa di carattere generale degli intermediari finanziari, il primo intervento dovrebbe riguardare la determinazione di alcuni requisiti minimali: in particolare, dovrebbe fissarsi l'obbligo della costituzione di tali soggetti in forma di società per azioni con capitale minimo superiore ai limiti di legge. Inoltre gli amministratori dovrebbero possedere requisiti di professionalità ed onorabilità e dovrebbe essere richiesta la certificazione del bilancio.

Questo schema dovrebbe consentire una migliore stabilità e conoscibilità dell'attività di tali intermediari, senza dover ricorrere all'assoggettamento a vigilanza se non per gli aspetti di competenza della Consob in relazione ad offerte pubbliche di titoli.

Su un piano meno generale, si tratterà di introdurre normative speciali per intermediari le cui caratteristiche esigano definizioni più precise. In questo ambito, in particolare, dovranno rientrare i fondi mobiliari chiusi, i fondi immobiliari, i fondi pensione, le cosiddette gestioni patrimoniali, le società di *leasing* e quelle di *factoring*: tutti i soggetti, cioè, che non possono sorgere senza apposita previsione legislativa e la cui operatività, in una situazione di vuoto di disciplina, potrebbe essere rischiosa. Si pensi, a titolo di esempio, alle molteplici iniziative degli ultimi tempi nel campo dei fondi pensionistici integrativi che, indipendentemente dalle intenzioni dei promotori, rischiano di produrre una situazione di confusione in un settore tanto delicato e nell'imminenza di interventi legislativi.

Un ulteriore ambito di intervento dovrà riguardare il mercato finanziario in senso lato, ed in particolare il mercato borsistico. Anche se tale argomento è in un certo senso marginale rispetto al tema dell'indagine conoscitiva, non si può tralasciare un cenno alla necessità di disciplinare aspetti fondamentali quali le offerte pubbliche di acquisto o l'*insider trading*, seguendo le linee già indicate da disegni di legge di iniziativa parlamentare presentati al Senato in questa e in precedenti legislature.

Un problema di carattere generale è quello della vigilanza sugli intermediari finanziari non bancari.

Come si è già detto, tutti gli intermediari (oggetto di disciplina generale) risulterebbero assoggettati a vigilanza Consob per le operazioni implicanti offerta pubblica di titoli.

Diverso è il caso degli intermediari assoggettati a normativa speciale, per i quali pare necessario attribuire le funzioni di vigilanza in primo luogo alla Banca d'Italia, in considerazione dell'unitarietà del mercato mobiliare, anche se evidentemente tale principio andrebbe interpretato pragmaticamente, definendo eventualmente aree non soggette, o solo parzialmente soggette, a tali controlli.

Sempre in tema di vigilanza, è stata da alcuni avanzata l'ipotesi di delegare alla Consob una facoltà di produzione normativa secondaria, che consenta di colmare le lacune che l'attuale disciplina ha evidenziato.

A questo proposito va detto che la proposta sembra sostanzialmente accettabile, ma si dovrà aver cura che nel far ciò non venga stravolta l'impostazione originaria della disciplina della trasparenza.

Un'ultima questione in tema di vigilanza è relativa alle possibili sovrapposizioni di regimi di vigilanza: a questo riguardo dovrebbe essere stabilito inequivocabilmente che qualora un soggetto sottoposto a vigilanza per la sua attività (per esempio le banche per l'attività creditizia), svolga una seconda attività assoggettata a un regime speciale di vigilanza, per quest'ultima attività viga il regime speciale, oltre a quello generale.

Una precisazione è necessaria in merito alla richiamata opportunità di intervento legislativo riguardo ad attività già sviluppatesi in misura significativa al di fuori di una normativa specifica.

Gli ambiti di interesse in tal senso individuati nell'indagine conoscitiva sono sostanzialmente quelli del *leasing*, del *factoring* e delle gestioni patrimoniali.

Per il *leasing* e il *factoring*, dagli stessi operatori del settore è stata avanzata una richiesta di chiarimento del quadro normativo, mentre l'autorità di vigilanza ha rimarcato l'opportunità di qualche forma di controllo.

Al riguardo, si potrebbe prevedere che i soggetti che operano in questi due settori debbano in primo luogo adeguarsi alle norme generali fissate per gli intermediari finanziari non bancari, introducendo però alcune possibilità di vigilanza e controllo specie a fini conoscitivi.

In relazione alle gestioni patrimoniali fiduciarie da molti è stata avanzata la proposta di rendere esclusivo tale oggetto per gli intermediari interessati.

In ogni caso, paiono necessarie norme che eliminino le fonti di potenziale conflitto di interesse che tale attività comporta.

Tali interventi sembrano indubbiamente opportuni ed urgenti, e non paiono tali da porsi in contrasto, anche se adottati in tempi brevi, con il quadro più generale sopra delineato.

Sugli elementi fin qui esposti esiste oggi, al di là di differenze di accentuazione, una larga convergenza da parte di tutti - autorità, operatori, esperti e legislatore - che potrebbe rendere possibile in tempi ragionevolmente ristretti un intervento di ampio respiro, senza trascurare questioni specifiche collegate ad intermediari di particolare rilevanza sociale ed economica (fondi pensione e fondi chiusi).

È diffusa, infatti, la consapevolezza che la liberalizzazione valutaria che si verificherà almeno a livello CEE non dovrà trovare il mercato finanziario italiano impreparato alle sfide di un contesto estremamente più competitivo dell'attuale.

È allora necessario che le indicazioni formulate vengano tradotte rapidamente in pratica, per consentire un congruo periodo di sperimentazione che faccia emergere le eventuali correzioni da apportare.

Oggi, data la situazione politica, non è possibile fare altro che tirare le fila del lavoro svolto con questa indagine conoscitiva, ma sarà già molto se le indicazioni che ne emergeranno saranno il più possibile chiare e distinte, per servire da traccia a un prossimo programma di lavoro.

È questo il senso del contributo che a titolo personale e a nome dei senatori del Gruppo della Democrazia cristiana ho voluto portare, in questo dibattito conclusivo, con il documento testè esposto.

PRESIDENTE. Ringrazio il senatore Berlanda per l'importante contributo che ha fornito ai lavori della nostra Commissione.

SEGA. Signor Presidente, onorevoli colleghi, intervengo brevemente per esprimere le dichiarazioni conclusive del Gruppo comunista al termine dell'indagine conoscitiva sull'intermediazione finanziaria non bancaria.

Richiamata la mozione n. 1-00110, presentata dai senatori comunisti il 18 novembre 1986, nella quale è delineato il quadro dei processi di riassetto proprietario e di ristrutturazione economica in cui si colloca l'innovazione finanziaria e sono indicate le misure ritenute necessarie perchè le attività finanziarie siano indirizzate al sostegno degli investimenti produttivi ed allo sviluppo dell'economia reale; e tenuto conto del materiale raccolto nel corso dell'indagine conoscitiva, il Gruppo comunista ritiene che il governo dell'innovazione finanziaria possa essere realizzato: approvando una legge-quadro, sulla cui base dovrebbero essere poi adottate specifiche leggi per comparti di intermediazione (tipizzati se possibile) distinguendo tra intermediari di mercato mobiliare con prevalenti compiti di mediazione e intermediari finanziari puri; assicurando - a tutela dell'investitore e del risparmiatore - la chiarezza degli schemi contrattuali ed operativi; garantendo parità di opportunità e parità di controlli, secondo quanto più avanti specificato; controllando sia la trasparenza che la pubblicità, i rischi, la solidità, la stabilità e la solvibilità dei nuovi intermediari.

Questi ultimi controlli, cosiddetti prudenziali, non dovrebbero comprendere comunque forme di riscontro discrezionali, di merito e dovrebbero essere graduati in relazione alla categoria dell'intermediario (di mercato mobiliare o finanziario puro). La questione degli organi di controllo e dei contenuti dei controlli richiede tuttavia un ulteriore approfondimento.

È necessario, come sopra accennato, garantire parità di opportunità e parità di controlli, e limiti operativi a tutela dell'interesse pubblico, a tutti gli intermediari non bancari, siano essi promossi da banche sia da altri soggetti. Non è da escludere - fissata la generale disciplina legislativa - l'adozione di particolari forme di autoregolamentazione, per compiti di minor rilievo, da parte dei nuovi intermediari. È necessario, infine, fissare i principi generali per l'«entrata» e l'«uscita» (crisi, liquidazione) dal settore finanziario.

Sulla base di tale legislazione, dovrebbero poi essere adottate le singole leggi di comparto (gestioni fiduciarie, *leasing*, *factoring*).

In alternativa a questo modo di procedere, che privilegia una esigenza di organicità, si potrebbe anche optare per un altro modulo: affrontare subito la disciplina di un settore non regolamentato, quale ad esempio quello delle «fiduciarie», secondo i principi generali precedentemente espressi (e quelli specifici da aggiungere); successivamente si potrebbe utilizzare questa disciplina quale *test* per la regolamentazione generale.

L'una o l'altra scelta andrebbero accompagnate, come indicato nella mozione sopra richiamata, da norme che regolino legislativamente le offerte pubbliche di acquisto e di vendita, l'*insider trading* e le cambiali finanziarie.

CAVAZZUTI. Al termine di questa lunga e laboriosa indagine conoscitiva appare opportuno riprendere dall'inizio le fila del discorso, onde mettere ordine nell'ampio materiale raccolto, anche al fine di suggerire alcune ipotesi di lavoro alla Commissione finanze e tesoro del Senato.



Un primo elemento di giudizio che è emerso attiene al fatto che i requisiti indispensabili dei sistemi finanziari (la stabilità finanziaria, l'efficienza operativa e l'efficienza allocativa), affinché questi possano svolgere adeguatamente le proprie funzioni, non appartengono «ad una ed una sola» struttura istituzionale e finanziaria. Infatti, il confronto tra esperienze condotte in paesi diversi dall'Italia mostra come a scelte che hanno concentrato in mano alle banche oltre che la funzione creditizia anche l'intermediazione mobiliare (è il caso della Germania ove è istituzionalizzato il ruolo della cosiddetta banca mista) sono contrapposte altre scelte (è il caso degli USA) che sanciscono la separazione della competenza sia sui singoli mercati (mobiliari e creditizi), sia per gli obiettivi da perseguire.

In mancanza di una stretta correlazione tra i requisiti e la struttura istituzionale, diviene assai rilevante il preliminare riconoscimento di ciò che è avvenuto nella realtà dei mercati finanziari italiani negli anni in cui si è maggiormente sviluppato il cosiddetto processo di «innovazione finanziaria».

Così come la crisi della banca mista in Italia aprì un vuoto nel meccanismo di finanziamento delle imprese e «produsse» la legge bancaria del 1936 - e la creazione degli istituti di credito speciale, appositamente orientati verso l'intermediazione oltre il breve termine - così la lunga fase di instabilità economica iniziata negli anni Settanta ha determinato un vasto processo di innovazione finanziaria. Questo, infatti, va interpretato come la risposta della «finanza» all'inflazione, alle crisi petrolifere, alle mutazioni dei prezzi relativi e nei *terms of trade*, alle oscillazioni dei cambi, ai debiti esteri, alle innovazioni tecnologiche ed alle mutate condizioni della distribuzione del reddito. La combinazione di tutto ciò ha accresciuto i rischi per gli operatori ed introdotto «nuovi rischi»: di cambio (altamente variabile), di tassi d'interesse (variabili ed elevati) e di disponibilità di credito bancario (limiti agli impieghi per il governo della politica monetaria). Per effetto delle innovazioni finanziarie tese ad affrontare i nuovi rischi, la quota dell'intermediazione bancaria (misurata dalla consistenza dei depositi rispetto alla ricchezza finanziaria complessiva, escluse le azioni) è passata dal 53 per cento a fine 1980 al 42 per cento a fine 1985 e a circa il 37 per cento a metà del 1986. Insieme a ciò, sono emersi e si sono affermati nuovi intermediari e nuovi prodotti finanziari che offrono combinazioni di rischi diverse da quelle tradizionalmente riunite in un'unica attività finanziaria, e ciò al fine di meglio soddisfare le preferenze di diversi segmenti del mercato. Come rileva il recente «Rapporto della Commissione di studio nominata dal Ministro del tesoro» (meglio nota come «Commissione Sarcinelli»), «questi sviluppi hanno: a) migliorato l'assetto informativo sulla distribuzione temporale degli incassi e dei pagamenti e sull'evoluzione del mercato nazionale e internazionale; b) ridotto il costo di negoziazione; c) dischiuso, quindi, prospettive di profitto o di diversificazione dei rischi, le quali hanno consentito e indotto gli operatori a mutare sostanzialmente la gestione delle loro disponibilità monetarie e finanziarie». Infine, vi è da segnalare la rivitalizzazione della borsa italiana e come il mercato mobiliare sia divenuto un canale diretto di finanziamento delle imprese. Ma anche per effetto di tutto ciò, come meglio vedremo in seguito, i

mercati finanziari devono oggi affrontare ulteriori nuovi rischi, associati alla presenza di intermediari finanziari che, non più intermediari puri, operano per estrarre il massimo di profitto dalla gestione di un proprio portafoglio titoli: il rischio di frode e quello del conflitto di interessi paiono fattispecie di rischio su cui la riflessione collettiva non sembra, tuttavia, ancora sufficientemente avviata.

Per meglio comprendere ciò che è avvenuto in Italia negli ultimi anni, si adotta qui l'ottica dei mercati, per cercare di individuare come gli intermediari (vecchi e nuovi) agiscano sui medesimi (mercato creditizio, mobiliare ed assicurativo). Ciò consente anche di osservare il risparmiatore che, muovendosi secondo una logica di diversificazione delle proprie scelte finanziarie, tende sempre più ad operare su tutti e tre i mercati appena indicati. Da parte loro, molti intermediari agiscono come «intermediari polifunzionali» operando anch'essi costantemente e contemporaneamente sui tre mercati.

Se la permeabilità dei diversi mercati (all'interno del più generale mercato finanziario) tende via via ad aumentare (tanto che vi è anche chi propone di rallentarne la velocità mettendo «granelli di sabbia» negli ingranaggi dei mercati) con l'evolversi delle tecnologie (in particolare dell'informatica) e con l'invenzione di «prodotti di confine» (di prodotti finanziari, cioè, che hanno le caratteristiche di più prodotti negoziati sui diversi mercati), facilitando in tal modo la «mobilità» del risparmiatore, è anche vero che, dal punto di vista degli intermediari, possono mutare rapidamente le «quote di mercato» con conseguenti effetti non desiderati sui conti economici degli intermediari medesimi. Così, al fine del mantenimento o dell'allargamento delle quote di mercato e per il raggiungimento di possibili economie di scala, gli intermediari finanziari «tendono di fatto ad eludere le tradizionali regole di vigilanza basate sulla specializzazione funzionale e sul divieto dunque ad effettuare determinate attività negoziali e ad occupare terreni limitrofi. Si assiste così al sorgere di attività che sono al limite fra il settore creditizio e quello mobiliare, fra quello mobiliare e quello assicurativo e fra quest'ultimo e quello creditizio» (Consob, relazione per la «Commissione Fracanzani»).

Vi è da registrare poi il tentativo degli intermediari finanziari di ridurre la concorrenza al loro interno onde non pregiudicare le quote di mercato da cui estrarre il massimo di profitto. Di norma, ciò viene perseguito tramite la richiesta di una regolamentazione (legislativa o amministrativa) che conferisca ad una data figura di intermediario «una sorta di monopolio con riferimento alla passività che è autorizzato ad emettere e/o all'attività finanziaria che è abilitato a svolgere... (Ma) 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 certo numero di intermediari; ciò comporta, con ogni probabilità, una sovracapacità per il sistema finanziario nel suo complesso» (audizione Sarcinelli).

Un esempio di quanto detto si ritrova nella recente vicenda relativa all'introduzione delle *merchant banks* in Italia. La richiesta del Tesoro

di regolamentare con legge questo settore (in presenza di attività analoghe svolte da lungo tempo oltre che da società di emanazione di istituti di credito speciale, anche da parte di privati imprenditori che rischiano solo dei mezzi propri) aveva il sapore di un tentativo di «delegittimare» l'esistente per consacrare tale attività nelle mani delle future società di emanazione bancaria. Opportunamente, invece, la scelta della via della regolamentazione amministrativa (con delibera del CICR del 6 febbraio 1987) che può riguardare solo le società di emanazione bancaria, non lede un diritto ad esercitare (in questo settore) la concorrenza verso le banche da parte di privati imprenditori che intendano assumere i relativi rischi. Ma così, forse, si è generato un eccesso di offerta (audizioni di Rodolfo Banfi e Guido Roberto Vitale).

Passando ora all'analisi per tipo di mercato, dall'ampio materiale raccolto nel corso dell'indagine conoscitiva risulta che sul mercato creditizio operano sia gli istituti di credito (aziende di credito ordinario ed istituti di credito speciale), sia società di *leasing*, di *factoring* e di credito al consumo. Operano dunque società che assumono la veste di intermediari creditizi bancari e non bancari. Non è questa la sede per ragionare sugli intermediari creditizi bancari, se non per ricordare che essi sono regolati dalla legge bancaria del 1936; vale invece la pena di riflettere sugli intermediari creditizi non bancari per i quali non esiste alcuna forma di regolamentazione.

In via generale, gli intermediari creditizi non bancari effettuano la loro provvista sul mercato del denaro e trasformano i fondi così raccolti in operazioni di finanziamento. Essi si differenziano dunque dalle banche sia perchè non effettuano la raccolta del risparmio fra il pubblico (il loro principale fornitore è il sistema bancario), sia per le tecniche di finanziamento utilizzate (*leasing*, *factoring*, credito al consumo).

Alla fine del 1985 l'ammontare dei finanziamenti erogati dalle società di *leasing* si ragguagliava a circa 6.200 miliardi di lire, contro impieghi degli istituti di credito speciale per 107.000 miliardi. Il *leasing* trova la sua ragione nella natura degli investimenti, effettuati principalmente da imprese medie e piccole negli anni (dopo il 1979) caratterizzati da forti tensioni sul mercato del credito (massimali sugli impieghi). L'attività di *leasing*, cresciuta a tassi del 20 per cento nel 1984 e del 30 per cento nel 1985, è svolta da alcune centinaia di società di cui 54 sono emanazione di grandi banche e/o primari gruppi finanziari e industriali e fanno parte dell'Associazione bancaria italiana (ABI). Su di esse, che si dice rappresentino l'85 per cento del mercato, vengono effettuate dall'ABI rilevazioni statistiche mensili. Il resto del mercato, per contro, sfugge a qualsivoglia rilevazione. In assenza di ogni regolamentazione, le 54 società raggruppate nell'ABI hanno dato vita ad un'autonoma associazione (Assilea-Associazione italiana *leasing*) al fine di attuare regole di comportamento uniformi volte ad assicurare la trasparenza delle operazioni di *leasing* a tutela degli utenti. Fino ad ora, in assenza di una normativa civilistica dello strumento di finanziamento, il settore si basa su di una sentenza della Corte di cassazione (n. 3023 dell'8 maggio 1986) che definisce il complesso dei rapporti società di *leasing*/utente sulla base della prassi che si è realizzata a tutt'oggi. In assenza di ogni regolamentazione, da parte di questi intermediari

potrebbe svilupparsi una tendenza ad effettuare una raccolta indipendente (mentre oggi la raccolta è fornita dal sistema bancario) divenendo, a tutti gli effetti, enti creditizi. Invero, l'incessante proliferare di società di *leasing* nel mercato italiano può preoccupare le autorità di vigilanza cui compete istituzionalmente il controllo del sistema creditizio. Anche perchè si è venuta a creare una sorta di «discriminazione» nel punto del controllo tra società partecipate da banche (controllate indirettamente dalla Banca d'Italia) e non da banche: queste ultime risultano infatti affrancate da ogni tipo di vigilanza. Tra l'altro, mentre le società di *leasing* associate all'Assilea effettuano la raccolta esclusivamente tramite le banche, sono state notate nel mercato altre forme di raccolta non facilmente identificabili, come la vendita di certificati immobiliari rappresentativi dei beni dati in *leasing*, la vendita di fedi d'investimento, la cessione dei canoni di *leasing*.

Sul finire del 1985 l'ammontare dei finanziamenti erogati dalle società di *factoring*, secondo un'indagine *ad hoc* effettuata dalla Banca d'Italia, ammontava a circa 5.200 miliardi di lire. La giustificazione economica del *factoring* (sviluppatosi soprattutto nei periodi di applicazione del massimale agli impieghi bancari) si trova nella possibilità, da parte di imprese industriali e commerciali, di ottenere finanziamenti su crediti (prevalentemente commerciali) da loro vantati nei confronti di altre imprese. Tale credito prescinde dalla valutazione dell'impresa e fa riferimento solo alla validità ed all'esigibilità dei crediti ceduti. Di fatto tende a trasformarsi in una forma alternativa di credito a breve. Esistono sul mercato italiano quasi 60 società di *factoring* (di cui non meno di quaranta risultano regolarmente operanti) all'infuori di un insieme di regole e controlli (la legge sul *factoring* giace alla Camera nel testo approvato dal Senato).

Poichè *leasing* e *factoring* sono attività largamente sostitutive e integrative di operazioni proprie degli istituti mobiliari e delle aziende di credito ordinario, si comprende la preoccupazione della Banca d'Italia quando afferma che «sino a quando la loro attività sarà finanziata da enti creditizi, il controllo degli equilibri generali dei flussi finanziari può venire indirettamente dai controlli a monte degli enti erogatori. Ma, con il raggiungimento di dimensioni complessive rilevanti delle attività in questione, si pone evidentemente il problema, indipendentemente dalla natura delle operazioni, dell'impossibilità di eseguire in questo comparto le stesse verifiche effettuate nel comparto bancario, con la conseguente impossibilità di assicurare la stabilità complessiva del sistema» (Antonio Fazio, relazione alla «Commissione Fracanzani»). Si scorge qui l'abituale preoccupazione della Banca d'Italia per il controllo delle «quantità» dei flussi finanziari a cui potrebbe, tuttavia, seguire un eccesso di «ingessatura» dei mercati. È stato poi anche osservato che «nell'ipotesi in cui non facciano appello al pubblico risparmio per l'esercizio della propria attività, questi enti non sono intermediari finanziari di massa e si può anche evitarne una disciplina speciale; tale disciplina, invece, diventerebbe necessaria qualora gli stessi facessero appello al risparmio diffuso, come ad esempio nel caso in cui si presentassero come emittenti di titoli quotati in borsa, o comunque raccogliessero risparmio attraverso il colloca-

mento di valori mobiliari presso il pubblico» (audizione di Renzo Costi).

In conclusione, per quanto riguarda le società di *leasing* e di *factoring*, i maggiori problemi sembrano, in prospettiva, riguardare principalmente: 1) la possibilità di accedere a canali di finanziamento diversi da quelli bancari (ad esempio emettendo obbligazioni per un multiplo del capitale sociale, in deroga, dunque, alle norme oggi vigenti); 2) i rapporti di gruppo che potrebbero sorgere tra società di emanazione non bancaria nel caso in cui queste potessero operare la raccolta tra il pubblico per finanziare la società «capo gruppo».

Qualora la legislazione evolvesse in tali direzioni parrebbe allora opportuno sia richiedere la certificazione dei bilanci, sia affidare controlli prudenziali alla Banca d'Italia al fine di garantire la stabilità dell'intermediario creditizio non bancario, ed alla Consob controlli sulla «trasparenza» nella emissione dei loro titoli per le operazioni di raccolta.

A fine 1985 il credito al consumo concesso al settore delle famiglie da organismi diversi dalle banche è stato stimato nell'ordine di 5.000 miliardi di lire, prevalentemente a fronte di vendite a rate di beni di consumo durevoli. La dimensione assai modesta del fenomeno non è rilevante ai fini dei controlli macroeconomici esercitati dalla Banca d'Italia per il controllo dei flussi finanziari. Problemi squisitamente microeconomici possono invece sorgere con riferimento alla «trasparenza» delle operazioni poste in essere, soprattutto per quanto riguarda le condizioni e le garanzie richieste ai soggetti prenditori di prestito.

Operano, sul mercato mobiliare, una molteplicità di intermediari mobiliari (di origine bancaria e non bancaria) che costituiscono un campo vastissimo e di non sempre facile collocazione. Infatti, mentre per lunghi tempi in Italia la funzione di intermediario mobiliare è stata svolta quasi esclusivamente dalle banche, da alcuni anni sono sorti intermediari mobiliari non bancari che svolgono ruoli simili a quelli svolti sui mercati anglosassoni da analoghi operatori. Il sistema bancario continua, tuttavia, a svolgere un ruolo dominante nel campo della intermediazione mobiliare, tanto è vero che i profitti che il sistema bancario perde a fronte della disintermediazione sono stati abbondantemente compensati nel settore della negoziazione dei titoli.

Per ragionare correttamente sul mercato mobiliare si deve ricordare che, a differenza di quanto accade sui mercati creditizi (in cui gli intermediari trasformano i fondi raccolti in impieghi propri ed hanno l'obbligo di rimborsare il valore nominale della raccolta), nel mercato mobiliare il risparmiatore deve confrontarsi con i «rischi» di un rapporto che si instaura sia con le imprese di cui vuole acquistare i titoli, sia con gli intermediari per via dei loro comportamenti nei suoi confronti, sia con le strutture organizzative di funzionamento per le modalità operative che gli vengono offerte. È da condividere dunque la preoccupazione che la compresenza di questi tre confronti generi per il risparmiatore rischi particolari, che possono richiedere una apposita tutela e dunque legittimano un intervento pubblico. In particolare, l'esperienza maturata nei mercati mobiliari di altri paesi da più lungo tempo individua soprattutto il sorgere di nuovi rischi nei rapporti con gli intermediari, e cioè quelli della loro instabilità patrimoniale, del

conflitto d'interessi fra intermediario e cliente, della frode degli intermediari a danno degli investitori-clienti (Consob, relazione per il 1985).

Ciò premesso, si osserva che l'esame delle disposizioni di legge che definiscono l'attuale ordinamento del mercato mobiliare italiano consente di individuare le seguenti categorie di intermediari: 1) gli agenti di cambio; 2) altri operatori ammessi nei locali di borsa (banche e commissionarie); 3) i fondi comuni d'investimento; 4) le reti commerciali di vendita. Ma accanto a queste categorie opera una estesa gamma di società che, volta per volta, ricoprono tutti i ruoli possibili di un'attività di intermediazione in titoli e che non sono assoggettate dalla legge ad alcuna regolamentazione. Fra queste assumono una rilevanza del tutto speciale quelle società che svolgono l'attività di gestione dei patrimoni.

Anche per l'analisi del mercato mobiliare può essere utile prendere le mosse dalla presenza delle banche su tale mercato, ove si noti che, se si esclude l'attività degli agenti di cambio, il sistema bancario occupa posizioni di rilievo in tutte le altre attività di intermediazione. Ad esempio, a partire dalla metà degli anni Settanta, a seguito dei movimenti nei tassi d'interesse, dei controlli amministrativi sugli impieghi bancari, dell'aumento della imposizione fiscale sui depositi bancari, apparve conveniente per le banche coinvolgere direttamente i risparmiatori nella sottoscrizione dei titoli pubblici. Da tale attività di negoziazione il sistema bancario trasse vantaggiosi profitti.

Con il passare degli anni, sul mercato dei titoli pubblici alle banche si sono affiancati altri intermediari non bancari. Attualmente operano circa trenta intermediari diversi dalle banche che, nel 1985, hanno negoziato titoli per circa 85.000 miliardi di lire. Questi ultimi intermediari non sono a tutt'oggi soggetti a controlli specifici per questo tipo di attività svolta.

Solo in una seconda fase le aziende di credito hanno iniziato a sviluppare, sistematicamente, l'attività di gestione fiduciaria avente per oggetto titoli pubblici e privati, anche azioni, estendendola ad ampie fasce della clientela. Nel corso di tale attività le banche svolgono sia attività di negoziazione - come puri mediatori (*brokers*) o in proprio, sul mercato secondario (*dealers*) e su quello primario (*underwriters*) - sia attività di gestione per l'esecuzione di ordini e per l'effettuazione di scelte d'investimento.

Per quanto riguarda l'attività di negoziazione dei titoli, occorre evitare l'errore di fare coincidere questo mercato con quello della borsa valori. Infatti la borsa, che è il solo segmento regolato del mercato mobiliare, è un segmento alquanto ridotto del più ampio e non regolato mercato mobiliare. Nella borsa, invero, possono essere trattati solo alcuni dei valori mobiliari (i titoli quotati) mentre altri ne sono esclusi, come i BOT ed i titoli atipici, le quote di fondi comuni d'investimento e molte azioni di società che non hanno i requisiti per la quotazione o che non desiderano essere quotate in borsa. La Borsa valori italiana tratta tuttavia, di fatto, non più di un terzo delle azioni quotate e meno del 5 per cento dei titoli a reddito fisso (CCT e obbligazioni degli Istituti di credito speciale). La maggior quota delle negoziazioni dei titoli si effettua dunque al di fuori della borsa ufficiale, avvenendo prevalente-

mente nei cosiddetti «borsini» delle banche che si limitano a comunicare al mercato il «saldo» delle operazioni della giornata e non gli ammontari effettivamente negoziati. In questo modo al «mercato» viene sottratto un importante flusso di informazioni. Da ciò discende la «questione assai dibattuta... della significatività economica dei prezzi spuntati in borsa, quando, come nel nostro paese, sono così rilevanti gli scambi al di fuori di essa. Nel 1985 il controvalore dei titoli negoziati nelle 10 borse italiane è stato di 27.000 miliardi; quello dei titoli negoziati dalle prime cinquanta banche italiane è stato di 39.000 miliardi (nel 1984 i due valori sono stati rispettivamente di 8.200 e 12.500 miliardi). Gli inconvenienti di un tale assetto sono evidenti: quanto minore è la quantità dei titoli che passa attraverso la borsa, tanto più agevole diviene condizionarne i corsi con l'impiego di mezzi ridotti. Il danno che ne può risultare è particolarmente grave, considerato il ruolo «ufficiale» e dunque la rilevanza esterna dei prezzi determinati in borsa» (Commissione Sarcinelli). Ma un mercato azionario di piccole dimensioni (come ha osservato anche recentemente G. Nardozzi, «Il mercato azionario: quale modello per l'economia italiana?», in «Oltre la crisi», a cura della fondazione Luigi Einaudi, il Mulino, 1986, pp. 527) genera la cosiddetta «trappola dimensionale» per cui tende a mantenersi in equilibrio attorno a quella dimensione assai piccola. E ciò per il fatto che: a) i prezzi generati su questi mercati non favoriscono i grandi operatori poichè la capacità di assorbimento è assai limitata. Ciò spinge tali grandi operatori a restare fuori del mercato contribuendo in tal modo a mantenerlo piccolo; b) data la forte componente speculativa che può attivarsi sui mercati assai piccoli gli operatori «avversi al rischio» tendono a starne lontani e dunque a non «inspessire» il mercato; c) la piccola dimensione sfavorisce i passaggi dei più rilevanti pacchetti azionari di controllo confermando in tal modo la «trappola dimensionale».

Vi è poi da considerare che mentre la legge prescrive per gli agenti di cambio che l'attività di negoziazione in borsa sia svolta solo in qualità di puri mediatori (vi è il divieto di attività in proprio), l'attività di negoziazione delle banche non è oggetto di regolamentazione. Esse dunque possono comprare in proprio per rivendere ai clienti. Solo la loro attività di partecipazione ai sindacati di controllo e garanzia (*underwriting*) è controllata dalla Banca d'Italia. È però vero che le banche sono sottoposte al più generale controllo della Vigilanza sulle aziende di credito.

Anche per quanto riguarda l'attività di gestione, il sistema bancario svolge un ruolo di primo piano. Infatti, l'ammontare di risparmio affluito nelle gestioni fiduciarie effettuate direttamente dalle banche (spostandolo nei conti d'ordine, o attraverso società collegate o controllate), è stato di circa 14.000 miliardi nel 1985 (i depositi bancari sono cresciuti di circa 40.000 miliardi nello stesso anno) e tale attività appare in crescita accelerata. Infatti, secondo stime della Banca d'Italia (audizione di Antonio Fazio) il portafoglio gestito attraverso l'attività in questione ammontava a fine 1985 a circa 26.000 miliardi di lire; a fine settembre 1986 la raccolta aveva raggiunto l'ammontare di 37.000 miliardi. Sempre dalla stessa indagine risulta anche che, a fine 1985, il 78 per cento della raccolta era amministrato direttamente dalle banche

(attività accessoria in conti d'ordine); il 14 per cento faceva capo a società collegate al sistema bancario o da questo controllate; l'8 per cento era amministrato da operatori estranei al sistema bancario. Per quanto riguarda la quota controllata dal settore bancario non si può dissentire da chi rileva (audizione di Antonio Fazio) che «occorrono regole che impediscano un ritorno automatico dalla gestione patrimoniale al deposito bancario. Ove ciò non fosse, è lecito assimilare tali gestioni fiduciarie ad una forma di raccolta bancaria assoggettandola agli obblighi fiscali e di vigilanza conseguenti» e che occorre anche evitare che «le disponibilità provenienti dalle gestioni fiduciarie di patrimoni mobiliari siano convogliate in finanziamenti a imprese, al di fuori delle istruttorie proprie della concessione di fidi. In caso contrario verrebbe a configurarsi una sorta di attività creditizia impropria, esercitata fuori dai bilanci degli istituti di credito, ma in effetti da questi assistita indirettamente. Verrebbero elusi pertanto i controlli di vigilanza volti alla stabilità degli intermediari e alla tutela dei depositanti».

In conclusione, per quanto riguarda il ruolo di intermediario polifunzionale assunto dalle banche che, direttamente o indirettamente, svolgono funzioni sia di *dealer*, sia di *underwriter*, sia di gestore di patrimoni, «occorrono regole che prevengano o, se ciò non sia possibile, rendano esplicite situazioni di conflitto di interesse: così, ad esempio, quando una banca esegue l'ordine del cliente vendendogli titoli che trae dal proprio portafoglio; così ancora quando collochi nelle gestioni patrimoniali titoli di cui essa stessa cura il piazzamento» (audizione di Franco Piga).

Operano poi a fianco delle banche molti soggetti non bancari. Alcuni di questi intermediari hanno optato, avendo assunto la veste giuridica di società fiduciarie, per una scelta che li ha assoggettati ad una forma di controllo, per altro fondata su di una legislazione antica (legge 23 novembre 1939, n. 1966, e regio decreto del 22 aprile 1940, n. 531) che le sottopone alla vigilanza del Ministero dell'industria. Altri intermediari risultano privi di qualsivoglia forma di controllo che tenda ad evitare il verificarsi di rischi di instabilità, d'insolvenza e di conflitti d'interesse.

A loro volta le gestioni fiduciarie si differenziano tra loro a seconda che venga effettuata una gestione statica oppure una gestione dinamica. Con la prima s'intende l'intestazione e l'amministrazione fiduciaria di partecipazioni di rilievo in società di capitali; con la seconda, invece, viene svolta una gestione vera e propria di un portafoglio titoli e valori in nome proprio ma per conto del cliente. In questo contesto, onde evitare il rischio dei conflitti di interesse, al gestore non potrebbe essere consentito di investire i fondi del cliente in titoli in cui egli abbia un interesse diretto o per i quali abbia assunto impegni di collocamento o garanzia.

Uno degli intrecci più inquietanti ai fini del sorgere dei rischi di instabilità, insolvenza e conflitti d'interesse è quello che può avvenire tra società fiduciarie e commissionarie di borsa. Queste ultime sono intermediari mobiliari in quanto eseguono gli ordini di acquisto e di vendita di valori mobiliari provenienti dai risparmiatori. Ad esse, tuttavia, non è consentito partecipare alla contrattazione in borsa, che è



riservata agli agenti di cambio. Esse possono esercitare la loro professione nei locali della borsa, ma non sono ammesse nei luoghi riservati in esclusiva agli agenti di cambio. Con regolamento della Consob (delibera n. 1394 del 23 novembre 1983) si è stabilito che possono acquisire tale *status* le persone fisiche, le ditte e le società cui viene concesso il privilegio di svolgere la loro attività negli «antirecinti alle grida». Successivamente, la Consob ha emanato (delibera n. 1623 del 19 dicembre 1984) un regolamento per l'ammissione di società commissionarie e per il rilascio delle relative tessere d'ingresso: la commissione in titoli svolta in modo abituale deve essere l'oggetto prevalente di tali società (la forma è quella della s.p.a. con il capitale sociale minimo non inferiore a 500 milioni).

Poichè il commissionario può operare in proprio (e, quindi, può eseguire gli ordini del cliente sia passando l'ordine al proprio agente di cambio sia vendendo o comprando i valori richiesti o offerti attraverso il suo portafoglio), si può verificare una situazione di grave conflitto quando l'interesse dell'intermediario alla «redditività» del proprio portafoglio prevale sull'interesse del cliente a vedere eseguito il proprio ordine nel miglior modo possibile. E poichè i commissionari di borsa possono partecipare alla creazione di società fiduciarie, può aggravarsi il rischio di conflitto d'interesse: da una parte il commissionario ha il soggetto che gli permette di gestire i beni conferiti dai clienti (la società fiduciaria) e, dall'altra parte, la società fiduciaria ha il proprio soggetto negoziatore attraverso cui passare gli ordini (la commissionaria di borsa).

Un ultimo problema deriva dalla circostanza che le istruzioni fornite dai risparmiatori ai gestori delle società fiduciarie sono generalmente di tipo assai generico e, dunque, la proibizione della gestione «in monte» (riservata ai fondi comuni di investimento mobiliare) stabilisce una linea di demarcazione assai esile rispetto all'attività svolta dai fondi comuni. Nel caso in cui tale distinzione non risultasse praticabile, le gestioni fiduciarie (così come propone la Banca d'Italia) dovrebbero confluire nei fondi comuni.

I fondi comuni d'investimento, che rappresentano il mutamento più importante subito dal sistema finanziario italiano a partire dalla seconda metà degli anni Settanta, sono, come noto, disciplinati da apposita legge (n. 77 del 1983). È questa la prima disciplina organica di intermediazione mobiliare istituzionalmente diversa da quella bancaria. È noto lo sviluppo di questi fondi: alla fine del 1986 operavano in Italia 34 società di gestione che amministravano 60 fondi (di cui: 26 obbligazionari, 29 bilanciati e 5 azionari) per un patrimonio complessivo di oltre 63.000 mila miliardi di lire. È anche noto che tali fondi vengono prevalentemente gestiti direttamente o indirettamente dal sistema bancario. Non è dunque irrealistico temere che una banca, pur riuscendo a collocare senza perdite una emissione di azioni di una società cliente da essa curata, la collochi presso un fondo comune collegato, determinando una classica situazione di conflitto di interessi. Data la disciplina organica vigente per questi intermediari vale poi l'osservazione della Assofondi per cui «ove il legislatore decidesse di mutare forme e competenze di controlli in occasione della posizione della disciplina di altri intermediari in senso proprio che svolgono

attività di investitori istituzionali, si porrebbe improrogabilmente per il legislatore stesso la necessità di modificare la disciplina dei controlli posta per i fondi comuni, per adeguarla e uniformarla al nuovo indirizzo sistematico prescelto e per evitare che si determinino, tra intermediari che svolgono attività aventi la stessa natura, disparità operative e quindi acquisizioni ingiustificate di settori di mercato» (audizione dei rappresentanti dell'Assofondi).

Infine, sul mercato mobiliare opera una molteplicità di «società finanziarie», ossia società che raccolgono risparmio presso il pubblico attraverso la emissione di azioni, ordinarie o di risparmio, ed obbligazioni, ordinarie e convertibili, e lo impiegano prevalentemente nella assunzione di partecipazioni sia in società quotate sia in società non quotate. L'esperienza ha individuato una molteplicità di contenuti all'interno di questa generale e generica categoria, ma i confini fra le varie sottospecie sono estremamente labili. Così è difficile pretendere di separare nettamente le finanziarie che svolgono attività di *merchant banking* da quelle che assumono le caratteristiche delle società di *venture capital*, da quelle che svolgono funzioni di «cassettisti collettivi» chiusi per i risparmiatori, in una prospettiva del tutto simile a quella dei fondi comuni di investimento mobiliare» (audizione di Renzo Costi).

Ma a proposito di tale labilità, vale la pena di ribadire come sia necessario separare almeno due componenti ben distinte: l'attività d'investimento e quella di intermediazione in senso stretto. Ciò non significa che le due attività non possano essere svolte nell'ambito di uno stesso gruppo finanziario, purchè siano mantenute nettamente separate, affidandole a distinte società, e venga garantita l'autonomia gestionale e la consistenza patrimoniale delle singole società appartenenti al gruppo. Tra l'altro occorrerebbe garantire che l'attività di investimento venga fatta con mezzi propri, mentre con quella di intermediazione si amministrerebbero fondi per conto di terzi.

Anche nel caso di una società esercente gestione fiduciaria, occorre che questa goda della più totale indipendenza di azione rispetto al gruppo finanziario di cui eventualmente fa parte. Ciò richiede, come indicato anche dal Governatore della Banca d'Italia in una sua recente audizione alla Camera dei deputati (28 novembre 1986) nel caso dei rapporti banca-impresa, l'obbligo di sottoscrivere un «protocollo di autonomia», essendo indispensabile l'autonomia e l'indipendenza della gestione degli intermediari finanziari che possono acquisire rilevanti attività finanziarie, nei confronti di imprese. Ma la via più diretta per realizzare ciò pare l'accettazione della proposta dell'onorevole Minervini tesa a regolare i collegamenti di gruppo fra imprese.

Per quanto riguarda il mercato assicurativo, ciò che vale la pena di rilevare ai fini dei problemi connessi alla intermediazione finanziaria non bancaria riguarda la garanzia della corretta gestione delle società di assicurazione. Come ha ricordato il Presidente dell'Isvap nel corso della sua audizione, «il pericolo da evitare è quello del controllo della impresa di assicurazioni da parte di un soggetto che ha attività e finalità diverse da quella di una gestione assicurativa» in quanto «non ci si può nascondere che può esservi il pericolo di una utilizzazione delle risorse finanziarie dell'impresa di assicurazioni per finalità diverse da quelle di una corretta gestione delle risorse stesse». Anche in questo caso la

sottoscrizione di un «protocollo di autonomia» che salvaguardi l'indipendenza dell'impresa interessata può essere un utile strumento per evitare la strumentalizzazione dell'impresa per interessi di parte. Ma anche in questo caso la via principale per realizzare ciò pare essere (in base alla proposta dell'onorevole Minervini) la creazione di una più generale disciplina dei gruppi, adeguata a garantire l'autonomia di chi opera con denaro altrui.

Al termine di queste note si vuole ricordare quanto segue:

1) il settore bancario regolato dalla fondamentale legge bancaria ha iniziato - a partire dalla metà degli anni Settanta - un profondo processo di diversificazione della propria attività offrendo nuovi servizi finanziari (anche creditizi) e nuovi prodotti (in particolare sul mercato mobiliare);

2) a fianco di soggetti controllati direttamente o indirettamente dal settore bancario si è avuto il proliferare di soggetti che esercitano sia attività di gestione del risparmio, sia attività di negoziazione, sia, in alcuni casi, attività creditizia;

3) sono state poste in essere nuove tecniche di collocamento di valori mobiliari che, tramite il sistema della rete di vendita cosiddetta porta a porta, fanno concorrenza alla rete capillare degli sportelli bancari;

4) sul mercato mobiliare, l'unica nuova forma di intermediazione regolamentata è quella attuata tramite i fondi comuni di investimento mobiliare. Di recente (febbraio 1987) sono state regolate le attività di *merchant banking* gestite da società di emanazione bancaria.

Tali fasi sono assai comunemente riscontrabili nello sviluppo di molti mercati finanziari. Invero, ad una prima fase orientata verso le banche (il sistema bancario è quasi l'unico canale per raccogliere ed impiegare il risparmio), segue di norma una seconda fase orientata verso il mercato mobiliare (ove il mercato dei valori mobiliari canalizza direttamente una larga parte dei risparmi) a cui segue una ulteriore terza fase che è fortemente orientata verso il mercato mobiliare. In questa ultima fase le istituzioni finanziarie commerciano con propri portafogli ed i rischi finanziari che circondano i diversi intermediari ed i diversi mercati giocano un ruolo sempre più rilevante nelle decisioni delle scelte allocative di portafoglio dei risparmiatori.

È nella terza fase appena ricordata (entro cui, come si è visto, comincia a muoversi anche il sistema finanziario italiano) che assai rilevanti diventano le norme che regolano i diversi mercati, nel senso che esse esercitano effetti su chi deve assumere il rischio e su chi vuole, invece, evitarlo. In questo senso il sistema delle norme può o determinare rischi eccessivamente elevati o, al contrario, eccessivamente ridotti. Ma nell'un caso come nell'altro, il tasso di rendimento degli investimenti reali e produttivi può risultare troppo ridotto e, di conseguenza, ridursi i tassi di crescita reale dell'economia. È opportuno dunque che il «sistema delle regole» determini una situazione di rischio «mediana» o «normale».

Se da un lato pare dunque opportuno non aderire ad una visione che, considerando il risparmiatore e l'investitore degni di particolare tutela, si muova al fine di determinare una situazione ove è quasi

annullata la componente rischio, dall'altro lato pare opportuno richiamare alcune caratteristiche del sistema italiano che paiono introdurre sui mercati un «eccesso di rischio». Dall'esame condotto in precedenza pare di dover rilevare almeno che:

1) le informazioni di cui dispone l'investitore per operare scelte efficienti di portafoglio paiono alquanto limitate e, di norma, asimmetriche a danno del risparmiatore (i flussi informativi che vengono, ad esempio, dalla borsa paiono alquanto carenti);

2) la elevata probabilità del nascere di situazioni di conflitto di interessi tra l'intermediario ed il cliente (situazioni non chiaramente esplicitate) nascondono al mercato l'esistenza di rischi elevati pure presenti;

3) il rischio di instabilità dell'intermediario (non prevenuto da appositi regolamenti) viene di norma nascosto al risparmiatore che, pertanto, è impossibilitato a muoversi al fine della sua minimizzazione;

4) la presenza di forti componenti oligopolistiche operanti sui mercati italiani fa cadere l'ipotesi di concorrenza perfetta in cui ogni impresa è troppo piccola per influenzare il sistema dei prezzi. Ciò mantiene, quanto meno, una eccessiva segmentazione dei mercati che soffoca l'efficienza complessiva del sistema.

Da queste osservazioni si può concludere che i mercati finanziari italiani soffrono ancora della mancanza della diffusione immediata delle informazioni sui prezzi e le quantità e, ancora prima, sui prezzi offerti da ciascun intermediario, sulla sua natura e funzione. Ma ciò genera una mancanza di efficienza funzionale e di trasparenza operativa per il mercato. Ne segue che i mercati finanziari abbisognano ancora di una «regolazione minima» che fissi le regole con cui muoversi in questa terza fase dello sviluppo che, come detto, appare fortemente orientata verso il mercato mobiliare.

Invero, dalla osservazione più volte rilevata che molti prodotti e servizi offerti dal settore bancario e da quello degli intermediari non bancari sono tra di loro assai simili (segnale, questo, di una situazione ove è assai carente la concorrenza) potrebbe nascere la tentazione 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» (audizione di Mario Saracinelli).

Esclusa dunque l'ipotesi di «banchizzazione» dell'intero sistema finanziario italiano, si tratta di accettare il fatto che l'innovazione finanziaria è presumibilmente un processo senza fine e che si deve riconoscere che il mercato dei valori mobiliari è un mercato unico ed integrato, pur se articolato in segmenti. Diversificati sono invece i prodotti finanziari per caratteristiche di qualità e di negoziazione. Il rischio dunque da evitare, già nella fase di impostazione, è quello di mirare alla predisposizione di una regolamentazione che trascuri le caratteristiche di unicità e integrazione del mercato, magari concentrando un intervento eccessivo su di un particolare segmento.

Caratteristica precipua del mercato mobiliare è che i prodotti scambiati non hanno valore intrinseco ma rappresentano diritti di natura patrimoniale nei confronti dell'emittente. Conseguentemente, si deve esercitare il controllo su due aspetti del titolo: *a*) validità, nel senso della sua idoneità giuridica a rappresentare i diritti patrimoniali; *b*) valore, nel senso della consistenza economica e patrimoniale dell'emittente. In una concezione di mercato unico ed integrato il controllo non può che ricomprendere tutti i titoli su qualsiasi segmento essi siano trattati: la stessa circolazione di questi fra il pubblico richiede la tutela dei risparmiatori attraverso una adeguata informativa societaria.

La documentata evoluzione verso la polifunzionalità degli intermediari fa apparire superato un controllo con criterio di specializzazione funzionale. In questo contesto la disciplina di un operatore astratto in grado di svolgere qualsiasi funzione è senz'altro da preferire. Gli elementi fondamentali da controllare sono la solidità patrimoniale dell'intermediario ed il conflitto di interessi. Nel primo caso si interviene con l'imposizione di vincoli di bilancio (capitale minimo, rapporto fra patrimonio e volume e/o grado di rischio delle attività). Nel secondo caso conviene pretendere la trasparenza del ruolo attraverso l'informazione della controparte, evidenziando la natura dell'attività svolta, obbligando a mantenerla nel corso del rapporto, nonché specificando il tipo di remunerazione in relazione alla effettiva funzione svolta.

Le tecniche di controllo comprendono l'autorizzazione ad esercitare l'intermediazione professionale in titoli, l'invio di dati, la possibilità di ispezioni, la certificazione di bilanci. L'autorizzazione ad operare dovrebbe essere subordinata alla pubblicità della proprietà, alla denuncia delle attività che si intende svolgere ed alla verifica dei requisiti di onorabilità e professionalità per gli amministratori. Gli oneri di controllo possono essere alleviati demandando alcuni interventi ad associazioni di categoria (autoregolamentazione).

Rimane il tema del controllo sulle forme organizzative dei mercati mobiliari. Qui domina il tema dell'acquisizione di informazioni rilevanti quali quelle che consentono di allargare e diffondere tempestivamente le conoscenze sulle operazioni del pubblico in modo da ridurre la frammentazione del mercato.

Si può concludere, infine, ricordando che c'è una relazione diretta fra efficacia del mercato e disponibilità delle informazioni e fra la disponibilità di queste e le capacità di controllo del mercato stesso.

FIOCCHI. Signor Presidente, onorevoli senatori, intervengo brevemente a conclusione di questa indagine conoscitiva sull'intermediazione finanziaria non bancaria ricordando anzitutto che nella precedente riunione della Commissione avevo auspicato una discussione generale sull'argomento, ma lo scioglimento anticipato delle Camere non l'ha consentito.

Ho ascoltato con grande interesse il senatore Berlanda che ha letto un documento completo, ed il senatore Cavazzuti che ha evidenziato alcune parti di un documento che merita attenzione e che avrebbe dato un contributo completo e generale alla discussione ed alla elaborazione di un documento unitario della Commissione. Per questo motivo,

desidero fare alcuni riferimenti al documento-bozza che il collega Berlanda ci aveva trasmesso così cortesemente in una precedente riunione e, seguendo tale documento, fare alcune brevi considerazioni.

Il problema che giustamente è stato sottolineato in questo documento è - a mio giudizio - un problema di carattere definitorio. Di fronte all'evoluzione del mercato finanziario ed alla comparsa di nuove forme di intermediazione, certamente tutti i colleghi si sono posti il problema di definire innanzitutto gli enti e successivamente, soprattutto, i controlli sugli enti che esercitano l'intermediazione finanziaria. Nel documento che ho citato, opportunamente è stata sottolineata la filosofia che si deve perseguire: se si deve procedere nel senso di una *deregulation* oppure nel senso di una maggiore regolamentazione. Voglio ricordare che con la recente approvazione del decreto-legge del 16 febbraio 1987, con il quale è stato abrogato l'articolo 45 del testo unico sulle assicurazioni, è stata fatta chiarezza in un determinato settore che fino ad oggi aveva creato non poche preoccupazioni. Con l'eliminazione dell'articolo 45 sono state riportate nello spirito e nella lettera della legislazione vigente quelle attività che erano state esentate con quell'articolo 45.

L'altra questione che desidero affrontare riguarda le società fiduciarie, definite dalla legge n. 1966 del 23 novembre 1939, il cui articolo 1 specifica esattamente le attività che possono essere svolte da tali società (assumere l'amministrazione di beni per conto terzi, l'organizzazione e la revisione contabile, la rappresentanza dei portatori di azioni e obbligazioni). Questo articolo, quindi, ci dimostra come la gamma delle attività che possono essere svolte da queste società sia molto ampia e possa passare da una posizione quasi ragionieristica ad una vera e propria amministrazione del patrimonio, come è stato più volte evidenziato dai senatori Berlanda e Cavazzuti. Per quanto riguarda il futuro assetto delle società fiduciarie, occorre innanzitutto risolvere l'alternativa in materia di controllo (attualmente è competente il Ministero dell'industria) su cui già in precedenti occasioni sono state avanzate alcune perplessità. Bisogna decidere se lasciare tale controllo al Ministero dell'industria o piuttosto trasferirlo al Ministero del tesoro.

Desidero sottolineare un altro punto, cui ha accennato il senatore Segà: le *commercial papers* costituiscono una materia sostanzialmente nuova che avrebbe dovuto essere regolamentata da un disegno di legge all'esame di questa Commissione il quale, per le note vicende politiche, non ha potuto completare il suo *iter*. Credo che debba essere tenuta presente questa carenza nella regolamentazione del settore.

Nel documento del senatore Berlanda sono stati indicati alcuni elementi-guida essenziali per disciplinare l'intera materia, anche se a mio giudizio bisogna decidere se imboccare la strada della regolamentazione o quella della deregolamentazione. Personalmente sarei favorevole a regolamentare ogni singola situazione - se mi si passa il termine - in una specie di testo unico: certamente si potrebbe correre il rischio di una eccessiva regolamentazione e di un soffocamento delle varie iniziative, ma bisogna tuttavia ricordare che molte iniziative si sono affermate spontananeamente e sono state regolamentate solo in seguito.

Ritengo che non vi sia nessun problema per i fondi chiusi e per i fondi immobiliari, che dovrebbero trovare una loro collocazione; è molto importante inoltre il settore dei fondi-pensione che stanno assumendo una notevole rilevanza coinvolgendo anche le assicurazioni, che sono controllate dall'Isvap ma che dipendono dal Ministero dell'industria. Sotto il profilo delle competenze si dovrebbero evitare le sovrapposizioni dei controlli e soprattutto le interferenze che impediscono maggiore funzionalità al settore.

Fatte queste considerazioni, vorrei passare alla conclusione. L'indagine conoscitiva ha messo in evidenza moltissimi aspetti che devono essere attentamente meditati in quanto costituiscono lo spunto per ulteriori interventi legislativi. Ritengo che la materia debba essere affrontata in termini generali e con una visione globale dei problemi, stabilendo per ogni situazione - verificata, in atto, o che potrà verificarsi - delle regole precise e soprattutto una normativa chiara in grado di tutelare l'interesse del risparmiatore.

PRESIDENTE. Le mie riflessioni non hanno la mole di quelle del senatore Cavazzuti, tuttavia procederò a delineare la posizione che il Gruppo repubblicano ritiene si debba seguire in ordine alla futura legislazione in materia di intermediazione finanziaria non bancaria, tenendo conto degli elementi di conoscenza che abbiamo ricavato dall'indagine.

Occorre dire subito che le esigenze di garanzia e di sicurezza del sistema, le esigenze di intervenire per porre limiti e vincoli dove appare indispensabile non sembrano in serio conflitto con le esigenze di dare libero spazio agli operatori e di lasciare corso alla innovazione finanziaria. Anzi, da quanto è emerso nel corso dell'indagine si rafforza la convinzione che proprio il garantismo, la sicurezza e la fiducia siano, come sempre, strumenti indispensabili per la vigorosa espansione del sistema finanziario.

Sono state avanzate proposte di inquadramento legislativo della innovazione finanziaria già avviata, e di promozione della innovazione in prospettiva. Vi sono, infatti, le importanti iniziative legislative per il cosiddetto *merchant banking* (il disegno di legge n. 1372 con l'inserimento del testo del Governo), per i fondi chiusi (il disegno di legge n. 1943 e ultimamente i nn. 2183 e 2228), per l'utilizzazione del risparmio previdenziale (il disegno di legge n. 1650).

Di fronte a queste importanti proposte di innovazione finanziaria sul piano legislativo, la Commissione giustamente ha ritenuto di non prendere decisioni prima di avere acquisito conoscenze complete per mezzo dell'indagine conoscitiva, ed è stata anche avanzata la preoccupazione di non creare discipline legislative settoriali prima di avere risolto il problema legislativo di fondo, elaborando un quadro legislativo della intermediazione finanziaria non bancaria. Tale preoccupazione aveva di mira, tuttavia, soprattutto la lacuna legislativa nel settore delle gestioni fiduciarie individuali, che hanno avuto un grande sviluppo negli ultimi anni, sulla base di una legislazione superata - come si dirà più avanti - e che necessitano di una normativa unitaria e di una certa misura di garantismo.

L'indagine conoscitiva che sta per concludersi doveva, quindi, avere lo scopo - che a mio parere è stato raggiunto - di preparare gli elementi di informazione necessari per elaborare un quadro legislativo di base, che ponga i vincoli indispensabili alle iniziative innovatrici dei privati e, al tempo stesso, dia spazio a nuove forme di raccolta di risparmio per impieghi di rischio possibilmente anche nelle imprese medie e medio-piccole, assecondando quanto già si va facendo da qualche anno.

Il compito di elaborare un quadro legislativo di base per l'intermediazione finanziaria non bancaria, integrando e razionalizzando le poche e sconnesse disposizioni esistenti, dovrebbe esplicarsi nel definire alcune fondamentali attività finanziarie in termini di funzioni sostanzialmente svolte con queste attività, e quindi disporre eventuali vincoli e limiti precisi per ognuna di queste funzioni. Si eviterebbe così che una disciplina ristretta soltanto ad alcune forme giuridiche consenta di svolgere le stesse attività al di fuori di ogni disciplina, mediante altre forme giuridiche, in quanto l'interprete richiamerebbe tali iniziative nell'ambito della funzione svolta e quindi della relativa disciplina.

Le funzioni fondamentali da definire dovrebbero essere quelle che comportano rischi per il risparmiatore o pericoli di instabilità per il sistema finanziario. È concepibile pertanto, a grandi linee, la definizione di una funzione dell'investimento in titoli di partecipazione anche non quotati (e quindi con maggior rischio) finanziato da raccolta mediante emissione di titoli (indiretti) di partecipazione, oppure con indebitamento al di là del proprio capitale, indipendentemente dalla qualità del soggetto (nel primo caso si tratterebbe di un fondo chiuso o di un fondo-pensione, nel secondo caso di una *merchant bank* o di una società finanziaria in senso generico).

Dalle audizioni, infatti, mi pare sia risultata la necessità di distinguere anzitutto come funzione a sé l'investimento in capitale di rischio in senso proprio, cioè l'assunzione di partecipazioni in società non quotate (eventualmente anche in società quotate, tuttavia per questo aspetto vi è già la legge sui fondi aperti). Si tratta di attività implicante grande impiego di capitali per durate considerevoli e notevole rischio (ancor più accentuato nelle operazioni di *venture capital*).

Per questa funzione di investimento il legislatore dovrebbe stabilire alcuni punti fermi per diminuire o comunque limitare i rischi, ma soprattutto dal lato della provvista, per stabilire cioè i limiti di ciò che potrà essere fatto quanto alla raccolta del pubblico risparmio.

Circa la raccolta di risparmio mediante indebitamento da parte di *merchant banks* e società finanziarie in genere, si dovrebbe escludere il ricorso (almeno per via indiretta) alla raccolta delle banche ordinarie (salvo che avvenga sotto lo stretto controllo della Banca d'Italia); si dovrà regolare e limitare l'eccedenza dell'indebitamento al di là del capitale proprio (con obbligazioni, certificati di deposito, cambiali finanziarie, mutui o altre forme di indebitamento), e mantenere qualche rapporto fra i tempi di scadenza dei debiti e la durata degli impieghi.

Trattandosi di indebitamento, il controllo sarà sia prudenziale sull'operatore, sia quantitativo sui flussi, e ovviamente spetterà alla



Banca d'Italia, avendo presente che, a rigore, potrebbe essere consentito di indebitarsi oltre il proprio capitale solo ad organismi sul tipo delle aziende di credito; il controllo dovrà essere adeguato alla natura societaria dell'operatore.

Circa la raccolta di risparmio «a rischio» (emissione di titoli indiretti di partecipazione come, ad esempio, quote di fondo chiuso o anche «conti di risparmio pensionistici»), dovranno essere previsti limiti quantitativi e limiti di durata (cioè obblighi di rimborso a determinate scadenze), dato che si vuol tenere ferma per questi intermediari la struttura del fondo separato, cioè non societaria. In relazione a tale struttura non societaria vi saranno obblighi di partecipazione al rischio da parte della società di gestione e di mantenere determinati rapporti tra il suo capitale e il patrimonio del fondo.

In generale, i controlli saranno adeguati alla natura non societaria dell'intermediario e saranno, oltre che prudenziali e sui flussi, anche controlli di trasparenza (per render chiaro al risparmiatore a quali rischi si espone) affidati alla Consob.

È da considerare a parte il caso dei fondi-pensione, o «conti di risparmio previdenziale», che in considerazione sia dei tempi di riscatto molto differiti, sia della natura e finalità previdenziale - quindi anche di interesse pubblico, con i connessi benefici fiscali - dovranno essere sottoposti a limiti e controlli particolarmente stringenti sia da parte della Banca d'Italia che della Consob. A parte tali considerazioni, si tratta evidentemente di intermediari che, almeno nell'attuale configurazione, sono assimilabili ai fondi chiusi.

Sembra opportuno, inoltre, considerare come funzione a sè il collocamento con garanzia, cioè a rischio. Dalle audizioni emerge la sua distinzione rispetto alla funzione di incentivamento, trattandosi di attività di forte rischio ma che non comporta impiego di capitale. Il rischio, ovviamente, deve essere coperto dal capitale proprio.

Infine deve essere configurata come funzione a sè stante la raccolta di risparmio, e conseguente investimento, effettuata mediante offerta di gestione fiduciaria individuale: una intermediazione finanziaria sulla quale - come già si è accennato sopra - molti autorevoli interventi hanno richiesto una disciplina legislativa. Dalle audizioni dell'indagine è risultato, infatti, che la gestione fiduciaria individuale deve essere considerata un tipo di intermediazione finanziaria ben diverso dalla gestione «in monte», che in parte è già regolata con la disciplina dei fondi aperti e che potrà essere ulteriormente disciplinata con l'eventuale configurazione dei fondi chiusi e dei fondi-pensione.

Alcuni intervenuti si sono soffermati sull'esigenza preliminare della definizione stessa - non facile - della gestione individuale, poichè questa gestione, in concreto, trapassa facilmente nella gestione «in monte», dato che è effettuata di regola con il mandato senza rappresentanza (cioè con l'intestazione fiduciaria dei titoli in capo al gestore).

Sarebbe certamente più pratico definire e quindi disciplinare semplicemente la gestione fiduciaria effettuata con rapporti individuali di mandato, se non si può evitare che essa possa anche essere gestione «in monte», e configurando quindi come rientrante in una particolare funzione finanziaria a sè qualunque gestione che abbia carattere di

impresa e che, dal lato della raccolta, utilizzi forme di mandato comprendenti, oltre alla semplice amministrazione, anche la disposizione sui beni (cioè la compravendita dei titoli, concretando così la gestione «dinamica»).

La varietà degli operatori e l'evidente disordine in questo settore devono far posto a una disciplina legislativa unificatrice, che stabilisca requisiti per l'accesso (e il correlativo controllo prudenziale) e regoli la gestione fiduciaria sotto l'angolazione della raccolta di risparmio fra il pubblico. Si tratta cioè di abbandonare l'impostazione su cui era fondata la legge del 1939, che regolava l'amministrazione di beni, poichè è una impostazione, a mio parere, del tutto superata da quando, all'ombra di quelle strutture giuridiche, i gestori hanno cominciato a ricevere denaro anzichè beni, ad utilizzare forme di mandato ampie e generiche, e si è sviluppata una raccolta di risparmio di dimensioni imponenti, un vero fenomeno di massa. La legge del 1939 dovrebbe essere applicata, in futuro, soltanto alle gestioni realmente «statiche», in modo da rientrare nell'ambito delle finalità per le quali il legislatore l'aveva prodotta.

Occorre poi considerare i pericoli di commistione con l'attività bancaria tipica (evidenziati da alcuni intervenuti), sia dal lato della raccolta, quando il gestore rende possibile l'utilizzazione del deposito fiduciario come mezzo di pagamento (e quindi si ha creazione di moneta), sia dal lato degli impieghi quando il gestore fuoriesce dal mercato mobiliare impiegando in titoli del mercato monetario o comunque in attività sostitutive del credito bancario. Se la commistione è su entrambi i lati si concreta una complessiva, seria elusione dei vincoli a cui è sottoposta l'intermediazione bancaria.

Mentre nel caso delle gestioni fiduciarie nell'ambito bancario (mediante società apposite oppure in via «interna», nella banca stessa) la commistione è già contrastata dal controllo della Banca d'Italia, per le gestioni fuori dell'ambito bancario il pericolo di commistione o comunque di sconfinamento richiede ugualmente una sorveglianza della Banca d'Italia (necessaria, del resto, anche per il controllo prudenziale sopra ricordato, a tutela dei risparmiatori).

Il controllo della Consob sarebbe invece necessario per la trasparenza delle modalità d'offerta dei servizi di gestione ai risparmiatori e per il rispetto delle regole di comportamento nel mercato mobiliare, dal lato degli impieghi.

È risultato poi evidente che tutte le altre, assai varie, attività rientranti in un concetto ampio e generico di intermediazione finanziaria, e che però non costituiscono vera intermediazione in quanto non comportano nè raccolta di risparmio nè investimento, possono essere raggruppate in un'unica, generica funzione di sostegno tecnico dell'intermediazione finanziaria. Si tratta di un insieme di attività non definibile dato che si accrescono continuamente per il legittimo esercizio della fantasia innovatrice nel mercato finanziario internazionale. Ma sono tutte attività raggruppabili anche in quanto accomunate dallo scarso o nullo impiego di capitale (che deve essere comunque solo il capitale proprio dell'intermediario) dal rischio variabile, ma non elevato, dalla assai elevata professionalità finanziaria ed esperienza tecnica che richiedono.

È comprensibile che queste attività, prevalentemente ausiliarie rispetto alle attività fondamentali di raccolta e di impiego, siano svolte largamente dagli intermediari finanziari, di qualunque tipo essi siano, e specialmente dalle *merchant banks*.

Un intervento legislativo in questo settore non sembra necessario, bastando i poteri amministrativi della Consob, per garantire il rispetto delle regole del mercato e anche la trasparenza delle operazioni nei casi in cui si ripercuotono sul pubblico (ad esempio per concessione con reti di vendita). Si tratta, in sostanza, di attività assimilabili alla pura negoziazione di valori mobiliari creati da altri operatori, sui quali sarebbe già prevista, secondo le linee di cui sopra, una adeguata disciplina legislativa.

Sarebbe opportuno, a completamento della futura legislazione, disporre, come norma di chiusura di tale sistema legislativo, la sanzione penale (che un tempo esisteva) per l'abusivo esercizio dell'attività di raccolta di risparmio tra il pubblico. In tal modo qualunque tentativo di esercitare la raccolta di risparmio utilizzando altre forme giuridiche, diverse da quelle previste, ricadrebbe sotto tale sanzione.

Il legislatore non potrà porsi soltanto l'obiettivo della tutela del risparmiatore e quello della tutela del mercato finanziario. Dovrà anche tener conto che sulle risorse complessive del risparmio di nuova formazione si accentrano le contrastanti aspirazioni di molti gruppi di utilizzatori, ognuno cercando di attrarne a sé la maggior quantità possibile al minor costo possibile. L'ottimo allocamento delle risorse resta uno schema di fondo non realizzato nella realtà del mercato; quindi un obiettivo di politica finanziaria dovrà essere fatto proprio, in proposito, dalla futura legge.

Onorevoli senatori, a conclusione degli interventi desidero ringraziare tutti i colleghi per il contributo fornito nel corso dell'indagine conoscitiva che, malgrado gli impedimenti derivati dalle note vicende politiche, sono lieto sia stato possibile completare. Pregheremo l'Ufficio di segreteria della Commissione, in questo periodo di «vacanza» del Parlamento, di accelerare la redazione dei resoconti e la predisposizione del materiale per la stampa, in modo che nella prossima legislatura questa indagine conoscitiva possa costituire una base immediata per auspicate iniziative legislative nel campo della intermediazione finanziaria non bancaria.

Desidero rinnovare ancora il ringraziamento ai componenti di questa Commissione per la collaborazione durante i passati quattro anni, anche nei momenti difficili per le diverse posizioni politiche sui provvedimenti complessi che abbiamo dovuto esaminare, ed auguro ai colleghi di essere nuovamente qui nel futuro per portare un ulteriore contributo a questo lavoro.

Alcune diversità sono emerse fra le conclusioni che i singoli Gruppi hanno tratto da questa indagine, ma ritengo che non dovrebbe essere difficile trovare linee comuni di intervento.

Dichiaro quindi conclusa l'indagine.

*I lavori terminano alle ore 10,40.*

---

SERVIZIO DELLE COMMISSIONI PARLAMENTARI

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

DOTT. ETTORE LAURENZANO