SENATO DELLA REPUBBLICA

XII LEGISLATURA

10ª COMMISSIONE PERMANENTE

(Industria, commercio, turismo)

INDAGINE CONOSCITIVA IN MATERIA DI VIGILANZA SULLE ASSICURAZIONI

9° Resoconto stenografico

SEDUTA DI MERCOLEDÌ 24 MAGGIO 1995

Presidenza del presidente CARPI

IC 0260

TIPOGRAFIA DEL SENATO (600)

INDICE

Audizione del presidente della Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB)

PRESIDENTE ..... *Pag.*
CAVAZZUTI *(Prog. Feder)* .....
LOMBARDI CERRI *(Lega Nord)* .....
PERIN *(Lega Nord)* .....
TURINI *(AN)* .....
BERLANDA ..... *Pag.*

Interviene, ai sensi dell'articolo 48 del Regolamento, il dottor Enzo Berlanda, presidente della Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB).

I lavori hanno inizio alle ore 15.

Audizione del presidente della Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB)

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca il seguito dell'indagine conoscitiva in materia di vigilanza sulle assicurazioni, sospesa nella seduta del 16 maggio.

Abbiamo oggi in programma l'audizione del Presidente della CONSOB. Do la parola al dottor Enzo Berlanda, nostro ex collega, al quale tanto più volentieri nostro benvenuto.

BERLANDA. Anzitutto ringrazio il Presidente della Commissione per l'occasione offerta alla CONSOB di esporre alcune considerazioni nel corso di questa indagine conoscitiva. Ho già avuto modo di leggere il testo delle audizioni svolte con rappresentanti della Banca d'Italia e dell'ABI, per cui non ripeterò valutazioni già esposte da altri, ma mi limiterò a proporre alcune considerazioni particolari che interessano la commissione che attualmente presiedo.

L'argomento è molto interessante per due aspetti: in primo luogo, perchè nel 1983 al Senato avevo presentato un disegno di legge sulla previdenza integrativa, ma all'ora l'argomento non era di moda e non è stato affrontato; in secondo luogo, perchè inizia oggi alla Camera la discussione sul disegno di legge concernente la previdenza.

Il sistema di vigilanza nel nostro mercato finanziario si basa in larga parte sul principio che a determinate categorie di operatori corrispondano determinate attività e funzioni. È, come si usa dire, una vigilanza per soggetti. Peraltro su questo tessuto originario sono state innestate modifiche di rilievo: con la legge del 1983 venne esteso il principio della tutela della sollecitazione del pubblico risparmio affidata alla CONSOB. Ancora: le attività d'intermediazione mobiliare sono soggette, dal 1991 e per quanto riguarda gli obblighi di informazione e correttezza, alla vigilanza della CONSOB anche quando sono svolte dalle aziende di credito.

Queste correzioni di rotta, rispetto ad un impianto sezionale, trovano fondamento nella crescente convergenza di istituzioni, originariamente diverse, per competere, con prodotti sostanzialmente simili, nel mercato finanziario. Segnali di questa tendenza alla convergenza sono costituiti dalla crescente componente finanziaria di alcuni prodotti assicurativi nel ramo vita, nonchè dall'offerta congiunta di prodotti bancari e assicurativi da parte delle aziende di credito. La convergenza, e la riduzione di differenze tra gli operatori, è testimoniata dal crescente svi-

luppo di incroci partecipativi tra operatori dei comparti bancari, assicurativi e mobiliari. Di conseguenza alla tradizionale vigilanza prudenziale e di stabilità, tipicamente condotta da autorità di settore, si va affiancando quella più generale, potremo dire orizzontale, della CONSOB.

Lo sviluppo dell'innovazione finanziaria ha dunque posto in crisi il modello degli ordinamenti sezionali realizzato, *ab origine*, nel 1936 per l'ordinamento bancario, e progressivamente esteso dal legislatore del dopoguerra.

L'esigenza di tutelare nuovi princìpi generali ha infatti imposto al legislatore la creazione di amministrazioni indipendenti svincolate dall'indirizzo politico e dotate di funzioni amministrative autonome ed anche normative.

I poteri pubblici indipendenti rappresentano una positiva evoluzione rispetto ai modelli di governo centrale dell'economia che ponevano obiettivi all'azione degli operatori privati laddove le autorità di supervisione regolano, stabiliscono norme condizionali, sanzionano.

Il legislatore italiano peraltro non ha ancora portato alle conseguenze ultime la vigilanza generale sulla trasparenza e la tutela dell'informazione a favore dei risparmiatori. La definizione di valore mobiliare esclude i prodotti assicurativi, anche quelli in cui le differenze, in termini di rischiosità, con gli investimenti nel mercato finanziario non hanno alcun rilievo.

Lo stesso controllo sui contenuti degli annunci riguardanti il pubblico risparmio è limitato ai soli valori mobiliari. Resta esclusa la pubblicità sui prodotti assicurativi, a meno che non siano collegati a fondi comuni.

Diversamente il legislatore britannico quando ha fissato, nel 1986 con il *Financial Services Act*, le regole di comportamento per gli operatori nel mercato finanziario, ha posto come premessa una definizione molto ampia di investimento in cui rientrano per esplicita previsione anche le compagnie di assicurazione e, naturalmente, gli investimenti mobiliari offerti dalle banche.

Anche negli Stati Uniti la regolamentazione sulla trasparenza dei prodotti assicurativi, pur essendo stabilita a livello di singolo Stato, conosce stringenti princìpi generali.

Nel quadro appena descritto deve essere valutata con molta cautela la istituzione di nuove autorità indipendenti. Esse dovrebbero infatti rispondere solo alle descritte esigenze di tipo generale.

Nel caso dei fondi pensione, i gestori professionisti a cui l'attuale decreto legge demanda l'amministrazione delle risorse finanziarie del fondo, sono già sottoposti alla supervisione delle autorità di controllo esistenti.

Ne discende che il ruolo che si disegna naturalmente per la commissione di vigilanza sui fondi pensioni è limitato alla tutela dei rapporti tra il fondo e i suoi aderenti. La CONSOB, in qualità di autorità del mercato mobiliare di cui i fondi pensione – con le loro caratteristiche operative – rappresenteranno nuove segmentazioni, dovrebbe svolgere il controllo sul rispetto della trasparenza dell'attività e sulla correttezza negli adempimenti contrattuali del gestore.

Il sistema assicurativo si va completando con l'introduzione dei fondi pensione. La rilevanza accordata alla previdenza complementare co

me elemento di integrazione dei sistemi previdenziali pubblici, rende opportuna una discussione delle principali problematiche che emergono dall'impiego di questo strumento, e una prima valutazione degli effetti che questo produrrà su alcune variabili fondamentali del nostro sistema.

L'attenzione si può focalizzare intorno a quattro punti: gli effetti sul risparmio delle famiglie, in termini di stimolo alla formazione di risparmio aggiuntivo e di ricomposizione del portafoglio; gli effetti sui mercati finanziari; la rilevanza della disciplina fiscale sullo sviluppo e il funzionamento dei fondi pensione; gli effetti sulla struttura proprietaria.

La questione degli effetti dei fondi pensionistici privati sul risparmio è alquanto controversa, e può essere affrontata distinguendo gli effetti sul volume complessivo di risparmio da quelli sulla sua composizione.

Gli studi che hanno analizzato gli effetti dei piani pensionistici privati giungono, non senza sorpresa, a conclusioni generalmente indeterminate.

Le conclusioni, poi, divengono ancora più incerte se al positivo effetto di un trattamento tributario agevolato si contrappongono gli effetti negativi di modalità alternative di compensazione della perdita di gettito. Il risultato netto, quindi, dipenderà molto dalla posizione che il settore pubblico assumerà all'interno del *trade-off* tra incentivo all'aumento del risparmio e vincoli di finanza pubblica, nonchè dalla rilevanza degli effetti redistributivi impliciti nel sistema dei fondi pensione.

Con riferimento agli effetti sulla composizione del portafoglio, le scelte delle famiglie saranno presumibilmente influenzate da due fattori: la propensione al rischio e la correlazione tra rendimento atteso dei fondi pensione e delle attività finanziarie alternative. Lo sviluppo dei fondi pensione potrebbe in effetti realizzare combinazioni più efficienti di rendimento-rischio rispetto agli investitori individuali, riducendo anche sensibilmente i costi di transazione. Il fondo pensione, in sostanza, consentirebbe l'acquisizione di un maggior numero di informazioni e la formazione di portafogli più efficienti.

Queste caratteristiche possono determinare, almeno da un punto di vista teorico, una riallocazione del risparmio verso la detenzione di titoli a lungo termine e di titoli azionari, con possibili benefici effetti sui mercati finanziari, sul finanziamento delle imprese e sullo sviluppo del risparmio.

Da ciò non consegue automaticamente che i fondi pensione contribuiscano direttamente alla capacità del mercato di canalizzare il risparmio delle famiglie nel capitale di rischio delle imprese; i fondi rappresentano infatti una condizione necessaria ma non sufficiente per sostenere il finanziamento del capitale di rischio la cui domanda, nei mercati regolamentati, risponde a motivi complessi.

Una variabile rilevante, nel meccanismo dei fondi pensione italiani, è costituita dalla movimentazione del fondo di trattamento di fine rapporto (Tfr).

In questo senso, il legame tra beneficio fiscale accordato al fondo e smobilizzo del trattamento di fine rapporto potrebbe contribuire alla formazione di un effetto netto positivo in termini di risparmio impiegato. Tale eventualità deve comunque tenere conto che il trattamento di fi-

ne rapporto costituisce per l'impresa una fonte di risorse finanziarie che tende a rinnovarsi e, di regola, a crescere indefinitamente nel tempo attraverso gli accantonamenti in conto economico.

Il fatto che si interrompa il meccanismo di accumulazione interna, attraverso la fuoriuscita delle quote future, pur non creando gli effetti drammatici di uno smobilizzo di quanto già accantonato, può generare un incremento del fabbisogno finanziario delle imprese, al quale esse potrebbero rispondere con aumento del capitale di debito.

Per molte imprese, soprattutto quelle di piccole dimensioni, infatti, il trattamento di fine rapporto ha prodotto effetti positivi sull'attività di investimento analoghi a quelli prodotti dall'accantonamento di utili.

Inoltre, il passaggio dall'autofinanziamento al filtro del mercato finanziario, comporterà una distribuzione di benefici, tra le diverse imprese, che quasi certamente non corrisponderà all'iniziale distribuzione delle risorse. Ciò accadrà in quanto non ci sono particolari motivi che spingano i nuovi investitori istituzionali (i fondi pensione) a reinvestire in titoli azionari o obbligazionari nazionali; nè ci possono essere certezze sul grado di diversificazione dell'investimento rispetto ai titoli del debito pubblico, tradizionalmente privilegiati da altri organismi di investimento collettivo e dalle assicurazioni vita.

Sotto il profilo qualitativo, i fondi pensione possono stimolare l'innovazione finanziaria, in particolare per quanto riguarda le strategie di indicizzazione e di immunizzazione del portafoglio La gestione dei fondi pensione può consentire di incanalare parte del risparmio in attività innovative, anche caratterizzate da elevato rischio economico, come è avvenuto nei paesi anglosassoni dove i fondi pensione hanno svolto un ruolo importante nelle attività di *venture capital*, anche se motivazioni di tipo prudenziale potrebbero spingerli a privilegiare attività finanziarie già sperimentate e aventi rendimento stabile.

Un'altra caratteristica strutturale della gestione di portafoglio dei fondi pensione risiede nel più lungo orizzonte temporale e nella prevedibilità delle passività dei fondi pensione che possono favorire un ruolo di stabilizzazione del mercato. A tale riguardo, però, è opportuno notare che, in questi ultimi anni, il comportamento dei fondi pensione nelle esperienze più consolidate (ad esempio, negli Stati Uniti) sembra caratterizzato da una riduzione dell'orizzonte temporale, da cui consegue una attività più rivolta alla ricerca di un rendimento di breve periodo e un effetto negativo sulla volatilità dei mercati.

Da questo punto di vista, bisognerà porre attenzione a che la natura dell'investimento non venga snaturata da logiche non corrispondenti all'interesse degli investitori. Di conseguenza, appare consigliabile, in linea generale, che la diversificazione del portafoglio si basi su un orizzonte temporale di lungo periodo, piuttosto che su comportamenti caratterizzati da un elevato *turnover* dei titoli, che rispondono, per definizione, a logiche di breve termine.

In Italia, la struttura del portafoglio degli investitori istituzionali non è particolarmente orientata verso l'investimento azionario, nè verso l'investimento in titoli quotati.

Se si considerano le sole imprese quotate in Borsa a fine 1994, gli investitori istituzionali detenevano l'11 per cento della capitalizzazione di Borsa, con una crescita del 2,2 per cento rispetto al

1992. I dati analitici sono riportati alla tabella 1, allegata a questa relazione.

La situazione degli altri paesi si presenta, come è noto, diversa. La presenza dei fondi pensione nei mercati mobiliari dei principali sistemi finanziari è piuttosto rilevante, con quote variabili dal 10 per cento del Giappone, al 20 per cento circa degli Usa. In Gran Bretagna, il complesso degli investitori istituzionali possedeva, nel 1990, il 48,5 per cento del mercato (tavola 2).

La quota di obbligazioni private e titoli pubblici nel portafoglio dei fondi pensione è rilevante in tutti i paesi: in Giappone costituisce il 55 per cento del loro attivo, in Canada il 45 per cento negli Usa il 38 per cento. Minori i pesi in Germania (28 per cento) e Regno Unito (15 per cento).

Rispetto ai titoli pubblici, i loro elevati rendimenti conseguenti alla formazione di *deficit* strutturali, e la loro relativa maggiore liquidità, ne hanno accresciuto l'importanza nei portafogli degli investitori istituzionali, ma nel limite del 20 per cento. Unica eccezione è il Canada, in cui la quota di titoli pubblici costituisce il 35 per cento del portafoglio.

La quota di azioni costituisce una parte rilevante delle attività dei fondi pensione in Gran Bretagna (68 per cento) e Stati Uniti (49 per cento), ma sta assumendo maggiore rilevanza anche in Giappone e Canada, dove ha raggiunto circa il 30 per cento. Vincoli agli investimenti azionari sono presenti in Germania, con l'effetto di limitare al 20 per cento la quota di azioni sul totale delle attività del fondo.

Le caratteristiche dei fondi pensione italiani rispecchieranno lo sviluppo del sistema finanziario sottostante e delle procedure regolamentari. L'impatto che essi potranno avere dipenderà, tra gli altri fattori, anche dal grado di adesione dei lavoratori.

Secondo i dati della Ragioneria generale dello Stato si possono ipotizzare adesioni, nel 1996, di 387.000 dipendenti privati, 71.000 lavoratori autonomi e 116.000 dipendenti pubblici. Spingendosi fino al 2000, le adesioni previste risulterebbero pari a circa 2 milioni di dipendenti privati, 400.000 lavoratori autonomi e 620.000 dipendenti pubblici, pari ad un flusso annuo di circa 22.600 miliardi e ad un flusso cumulato di 172.000 miliardi.

Al di là delle cautele da adottare su previsioni basate su ipotesi che contengono un certo grado di discrezionalità, è forse superfluo ricordare che l'afflusso in Borsa dei relativi importi potrà essere limitato, tenuto conto della modesta *performance* della nostra borsa.

Il trattamento tributario dei fondi pensione si inquadra nel più generale contesto di tassazione delle forme di risparmio. In generale, la disciplina fiscale del risparmio distingue due aspetti: l'investimento diretto, cioè l'investimento effettuato da una persona fisica che esprima una funzione di domanda sulla base dei rendimenti delle diverse attività finanziarie; l'investimento intermediato, tipicamente attraverso un organismo di investimento collettivo, a cui si dovrebbe applicare il principio generale di neutralità fiscale rispetto all'investimento diretto.

Nel caso dell'investimento diretto, i modelli di imposizione del risparmio si riconducono al concetto di reddito prodotto o di reddito entrata, al fine di garantire due tipi di neutralità: in primo luogo, quella tra reddito risparmiato e reddito destinato al consumo; in secondo luo-

go, quella tra consumo presente e consumo futuro. Questi modelli prevedono, infatti, che il reddito risparmiato sia tassato e che siano tassati anche i frutti che il risparmio produce.

L'applicazione di questo principio nei sistemi tributari della maggior parte dei paesi industrializzati soffre però di notevoli eccezioni, data la costante presenza di criteri agevolativi di tassazione sia del reddito risparmiato sia dei proventi da esso derivanti.

La presenza di criteri agevolativi è spesso determinata da fattori eterogenei, tra cui rientrano le esigenze di gettito delle amministrazioni finanziarie, la propensione al risparmio delle famiglie, la struttura dei mercati finanziari e il grado di copertura della protezione sociale da parte del settore pubblico.

Nella disciplina fiscale degli investimenti intermediati, e nel caso specifico dei fondi pensione, possono essere individuati tre momenti impositivi: il versamento dei contributi; la maturazione del reddito derivante da tale versamento; la corresponsione delle prestazioni.

Le linee generali del trattamento tributario dei fondi pensione prevedono che il versamento dei contributi al fondo (sia a carico del datore di lavoro sia a carico del lavoratore) sia deducibile entro determinati limiti dalla base imponibile; che i proventi derivanti dall'investimento siano sostanzialmente esenti da imposizione; infine che le prestazioni erogate siano tassate al momento della percezione.

L'articolazione effettiva di queste disposizioni e il coordinamento tra l'imposizione dei fondi pensione e delle altre attività finanziarie costituiscono due elementi chiave nella determinazione della convenienza relativa di questi strumenti.

A tale proposito, il regime di tassazione delle attività finanziarie vigente in Italia non costituisce un quadro omogeneo entro il quale inserire il regime impositivo dei fondi pensione. Le diverse attività finanziarie, acquistate sia con investimento diretto sia attraverso intermediari, subiscono prelievi effettivi sostanzialmente differenziati. Ne deriva che l'entità del beneficio dell'investimento in fondi pensione dipenderà strettamente dal regime impositivo delle attività alternative. Il regime di imposizione sostitutiva sulle attività finanziarie detenute direttamente potrebbe attenuare di molto il beneficio fiscale che accompagna l'adesione ai fondi pensione. Una maggiore convenienza dei fondi pensione si rinviene, infatti, in quei paesi in cui il reddito derivante dalle attività finanziarie acquisite con investimento diretto viene incluso nella base imponibile dell'imposta sul reddito delle persone fisiche.

Il beneficio fiscale accordato ai fondi pensione ha due riflessi: in primo luogo, può contribuire alla produzione di effetti sul volume complessivo di risparmio e sulla sua composizione; in secondo luogo, pone il problema della sostenibilità, per la finanza pubblica, degli oneri derivanti dalle agevolazioni fiscali rivolte a facilitare la formazione di nuovi flussi di risparmio.

Si tratta, in sostanza, di fronteggiare un *trade-off* tra l'obiettivo economico di accrescere il volume di risparmio nel lungo periodo e quello di sostenere i relativi costi fiscali.

Se da un lato il sostegno fiscale allo sviluppo del risparmio previdenziale gestito dai fondi pensione rappresenta un fattore di sicuro incentivo, dall'altro, richiama l'esigenza di omogeneizzazione del tratta-

mento tributario dei diversi metodi di impiego del risparmio, da intendersi questo come obiettivo di politica economica e non come strumento di sostegno occasionale a momentanee esigenze di gettito.

La politica fiscale del risparmio costituisce, infatti, un segnale importante di politica economica, la cui direzione potrà amplificare o distorcere gli effetti teorici dello sviluppo dei fondi pensione.

Con il processo di privatizzazione della proprietà dello Stato si è posto all'attenzione il problema del riassetto della struttura proprietaria del sistema delle imprese finanziarie, manifatturiere e di servizi.

Nel decreto sulle privatizzazioni – convertito nella legge 30 luglio 1994, n. 474 – che disciplina le modalità delle dismissioni delle grandi società pubbliche è stata scelta, compatibilmente con le esigenze congiunturali del mercato, la vendita tramite offerta pubblica: in tal modo favorendo la formazione di *public companies* che rappresentano il tipico terreno d'azione degli investitori istituzionali. I fondi pensione potrebbero svolgere, seppure in prospettiva, un ruolo significativo nel caso che la proprietà diffusa sia veramente il punto di riferimento dell'azione del legislatore. Se si intende valorizzare questa prospettiva la questione della titolarità del patrimonio del fondo pensione riveste notevole importanza. Ne discende infatti l'esercizio del diritto di voto e la possibilità per tali soggetti di svolgere un ruolo attivo nel governo delle società oggetto dei loro investimenti azionari attraverso la partecipazione alle decisioni assembleari. Senza il diritto di voto il loro peso nascerebbe già notevolmente limitato.

Il disegno di legge di riforma del decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124, che il Parlamento si accinge a discutere, rimanda tale scelta all'autonomia delle parti. Attualmente infatti l'articolo 42, comma 4-*quater* prevede che saranno i fondi a stabilire le modalità e i criteri di affidamento delle risorse al gestore esterno in via contrattuale, comprensive quindi anche, come sembra dato di capire, della questione della titolarità delle risorse e del conseguente diritto di voto.

Nella menzionata prospettiva di valorizzazione del ruolo dei fondi pensione nella struttura proprietaria sarebbe, invece, opportuno attribuire per legge in capo agli organi amministrativi del fondo pensione il potere di votare in assemblea in connessione con i valori mobiliari oggetto della gestione.

Qualora invece si volesse prediligere un modello di controllo concentrato è evidente che tale problematica perde di rilievo.

In ogni caso l'attribuzione del diritto di voto ai soggetti gestori (banche, assicurazioni e SIM) potrebbe generare effetti distorsivi in relazione al conflitto di interessi che frequentemente connota la posizione dei gestori.

La filosofia del gestore professionista è tipicamente orientata a massimizzare i rendimenti dei capitali dei propri clienti, di cui il fondo pensione rappresenterà uno dei tanti, e non a sviluppare una «cultura» di investitore istituzionale che amministra risparmio a scopo previdenziale.

Nei paesi anglosassoni, dove la previdenza privata assicura tradizionalmente un livello di prestazioni previdenziali di gran lunga più rilevante di quello garantito dal sistema pensionistico pubblico, i fondi pensione rappresentano una figura che, sia per dimensioni

che per natura, esercita un ruolo di primaria importanza nei mercati mobiliari.

Gli investimenti dei fondi pensione sono naturalmente caratterizzati da orizzonti temporali più lunghi e da rendimenti più sicuri e queste peculiarità favoriscono un coinvolgimento attivo nelle vicende societarie delle imprese di cui detengono i titoli in portafoglio. Inoltre, nei consigli di amministrazione dei fondi dovrebbero essere presenti accanto agli imprenditori anche i beneficiari dei servizi previdenziali.

Nei sistemi dove gli investitori istituzionali rappresentano una quota significativa del risparmio nazionale i fondi pensione rappresentano gli investitori che recentemente si sono distinti per i migliori rendimenti ottenuti grazie ad un coinvolgimento attivo nella *corporate governance*, di cui il diritto di voto costituisce il presupposto giuridico.

Anche se le forme di *relationship investing* e di monitoraggio sull'attività del *management* della società partecipata si sono verificate a partire dalla fine degli anni '80, esiste già una crescente evidenza empirica a conferma che l'attivismo dei fondi pensione produce considerevoli benefici.

Le modifiche del quadro regolamentare sul governo dell'impresa sono completate dal disegno di legge attualmente all'esame delle Camere sulla raccolta delle deleghe di voto.

L'intenzione dei proponenti è di favorire la partecipazione degli azionisti minori alla gestione delle società nel convincimento che ciò contribuisca a rafforzare strutture di controllo più contendibili ed equilibrate.

La riforma delle deleghe di voto e la legge sui fondi pensione, se ad essi verrà attribuito il diritto di voto, indicano un modello di controllo dell'impresa coraggioso ed innovativo, in parte diverso da quello degli altri paesi dell'Europa continentale a cui siamo peraltro culturalmente più vicini.

È evidente come su temi di tale rilievo siano necessari approfondimenti tecnici e chiarezza di obiettivi.

Anche a questo riguardo la CONSOB sta collaborando con la Commissione della Camera, che sta lavorando sull'argomento, e ha fatto presente le difficoltà e le controindicazioni che esistono rispetto al testo del disegno di legge presentato.

In allegato alla relazione che ho letto vi sono delle osservazioni di merito che riguardano l'articolato in questione, in particolare l'articolo 42, commi 1 e 4-*quinquies*, e l'articolo 45, nonchè le tavole 1 e 2, altre ad un grafico, che ho depositato presso la segreteria di questa Commissione.

Naturalmente per quanto ho esposto finora e per altri chiarimenti sono a disposizione della Commissione.

PRESIDENTE. Ringrazio il dottor Berlanda per l'aggiornamento che così gentilmente ha voluto fornire alla Commissione che, come lei sa, è impegnata soprattutto sulla tematica della vigilanza, che ovviamente è quella che sta più a cuore.

CAVAZZUTI. Vorrei rivolgere due domande al presidente Berlanda. Sol. una di queste riguarda il tema della vigilanza.

A pagina 8 della relazione, il presidente Berlanda affronta un aspetto importante notando come il trattamento di fine rapporto sia diffuso presso tutte le imprese, indipendentemente dalla dimensione delle stesse, e come nella storia questo abbia costituito una fonte di finanziamento importante. Il fatto che adesso i nuovi versamenti sul fondo pensione, ovviamente non lo *stock* esistente, possano uscire dall'impresa fa correre il rischio che se questa ha bisogno di finanziare i propri investimenti debba sostituire questa fonte interna con capitali di debito. Questo non sarebbe un grande vantaggio per la struttura industriale italiana che -come sappiamo- sconta una storica debolezza, perchè è scarsamente capitalizzata e fortemente dipendente dal capitale di debito rispetto a quello di rischio.

Uno dei rischi che si corre istituendo i fondi pensione è quello di contribuire alla evoluzione di una struttura del passivo delle imprese italiane ancor più sbilanciata a favore del capitale di debito avvantaggiando la struttura della media e grande impresa la quale, potendosi finanziare anche sul mercato mobiliare (quello di Borsa), può procedere ad aumenti di capitale nella speranza che i fondi pensione sottoscrivano tali aumenti. In questo modo la grande impresa sostituirebbe il capitale di debito con il capitale di rischio.

Questo è un problema che si palesa con l'introduzione dei fondi pensione in una struttura industriale come quella italiana che presenta tante piccole e medie imprese e poche medie e grandi imprese.

La domanda. Oltre al mercato mobiliare, cioè la Borsa tanto per intenderci, negli altri paesi esistono anche dei mercati per abituare le piccole e le piccolo-medie imprese ad entrare nel mercato mobiliare e accrescere il finanziamento dei propri investimenti con il capitale di rischio. Tuttavia, la Borsa italiana non ha questa struttura, nel senso che ha un mercato ristretto sul quale teoricamente si dovrebbero scambiare titoli rappresentativi di capitale di rischio di piccole e medie imprese, ma tutti conosciamo i suoi limiti. Cosa può fare la CONSOB, essendo organo di vigilanza sui mercati mobiliari, per potenziare anche da noi un mercato di capitale di rischio delle imprese medio-piccole, perchè quelle piccole non si faranno mai quotare, e consentire anche a queste di ricevere, sotto la forma di sottoscrizione di capitale di rischio, quella fonte di finanziamento che perdono attraverso la mancata accumulazione del capitale derivante dal trattamento di fine rapporto?

Questo è un aspetto un pò delicato nel momento in cui si introducono questi nuovi intermediari e questa nuova possibilità di utilizzare quello che una volta poteva costituire una fonte di finanziamento dell'impresa stessa. Cosa può fare la CONSOB al riguardo, o che progetti ha?

In tema di vigilanza, mi pare che il presidente Berlanda sostenga correttamente - c'è anche nella delega al Governo - che sui gestori continua a permanere la vigilanza degli organismi ad essi destinati: sulle SIM vigilerà la CONSOB; sulle banche, la Banca d'Italia; sulle assicurazioni, l'ISVAP. Inoltre, vi sono delle collaborazioni tra questi organismi sui prodotti o sugli intermediari. Senza polemica, non mi è chiaro dalla sua esposizione, presidente Berlanda, cosa intende esattamente quando afferma che la vigilanza sui fondi pensione dovrebbe riguardare esclusivamente il rapporto tra il fondo e i lavoratori. Se mi è consentito, in ba-

se alla nostra lunga amicizia, la frase mi sembra molto prudente. Potrebbe darci qualche altra informazione al riguardo?

TURINI. Ringrazio il dottor Berlanda per la sua esposizione. Tutti gli interlocutori con cui abbiamo avuto a che fare su questo argomento ci hanno parlato della situazione attuale dei fondi pensione nelle varie nazioni europee e nel mondo con l'intento - magari non è il suo caso - di fare dei possibili e futuribili paragoni tra la situazione italiana e quella del resto del mondo.

Per quanto riguarda la vigilanza, aspetto affrontato anche dal collega Cavazzuti, il trattamento di fine rapporto, che rappresenta uno stipendio differito del lavoratore con la compartecipazione anche del datore di lavoro, istituito solo in Italia oltre sessant'anni fa, con i fondi pensione viene praticamente ad essere annullato e fatto rientrare nei fondi stessi.

Quali garanzie ci sono sulla vigilanza? La nostra situazione è molto diversa da quella che è possibile riscontrare in altre parti del mondo. Come si comporteranno i vari enti di vigilanza nei confronti di questa realtà? È vero che le aziende utilizzavano questo denaro per la propria capitalizzazione, ma si trattava di soldi dei lavoratori.

A pagina 18 della sua relazione, noto con piacere che l'intenzione dei proponenti è quella di favorire la partecipazione degli azionisti minori alla gestione delle società; problematica questa su cui, per moltissimi anni, talune parti politiche si sono battute senza però riuscire a trovare concrete soluzioni.

LOMBARDI-CERRI. Innanzitutto, vorrei rivolgere i miei ringraziamenti al dottor Berlanda in quanto, nella sua relazione, ho finalmente trovato delle risposte, disperatamente cercate in numerose precedenti audizioni.

Però, poichè sono in me alcuni dubbi, vorrei ulteriori chiarimenti e delucidazioni in merito alla differenza esistente tra fondi pensione e fondi di investimento, che mi sembrerebbe essenzialmente consistere in una diversa tassazione. Ma se lo scopo è quello di pagare meno tasse, mi domando allora se non sia, in tal caso, sufficiente trasformare i fondi di investimento in fondi pensione.

Una seconda preoccupazione scaturisce dalla sua dichiarazione in merito alla limitata capacità di assorbimento di massa di denaro della Borsa italiana che non risulterebbe in grado di gestire nel futuro tutti i fondi pensione. Nell'impossibilità, dunque, per questi di permanere sul mercato italiano (attualmente loro unico gestore anche se con rendimenti globali più bassi), non rimarrebbe altra strada se non quella di riversarsi sui mercati stranieri, finendo prevalentemente per contribuire solamente allo sviluppo di questi ultimi.

La domanda che intendo porre è la seguente: in quale modo, in base all'esperienza acquisita, si potrebbe ovviare a questo inconveniente che personalmente ritengo piuttosto rilevante?

Infine, per quanto riguarda la questione relativa al trattamento di fine rapporto, occorrerà, a mio parere, un periodo pari almeno a due generazioni per vederne una soluzione adeguata.

BERLANDA. La rilevante preoccupazione sollevata dal senatore Cavazzuti relativamente ad un possibile, ulteriore indebolimento delle piccole e medie imprese, allorchè queste si trovano costrette a dover finanziare gli investimenti con mezzi differenti dalla quota relativa al trattamento di fine rapporto utilizzato per la costituzione dei fondi pensione, trova conferma nella constatazione l'assetto finanziario delle imprese dipende dal forte peso assunto dalla intermediazione bancaria in Italia rispetto a quanto avviene negli altri paesi.

Tenendo dunque presente che, per raggiungere l'obiettivo prefissato, nel nostro paese deve innanzitutto avvenire un cambiamento culturale nonchè istituzionale, si potrebbe prevedere per le imprese quotate un passaggio graduale di trasferimento dell'intero trattamento di fine rapporto. Ma le mie considerazioni in merito non sono comunque ottimistiche, tenendo presente che le imprese attualmente quotate in Borsa non rispecchiano effettivamente la più ricca realtà industriale italiana; infatti, costituisce certamente un determinante elemento di cambiamento l'impossibilità per le imprese di poter usufruire dell'intera quota del trattamento di fine rapporto, dovendo comunque contribuire ai fondi di investimenti con altri mezzi.

La previsione - pessimistica registra dunque per le piccole e medie imprese un indebolimento delle loro strutture finanziarie: di fronte all'inquietante di come queste provvederanno alla sostituzione dell'autofinanziamento dovuto al trattamento di fine rapporto, la risposta più ovvia risiede nell'aumento dell'indebitamento con le banche, con un costo sicuramente superiore a quello del trattamento di fine rapporto.

Di fronte a tale difficile situazione però - ed a questo punto prende forma la previsione ottimistica - le imprese potrebbero essere stimolate a ricorrere al capitale di rischio, attraverso la partecipazione societaria, acquisendo cioè sul mercato dei capitali con un costo sicuramente inferiore all'ipotesi precedente e facendo maturare, in tal modo, il mercato finanziario italiano.

A tal proposito, rilevo che negli ultimi tre anni sono stati compiuti notevoli passi in avanti: conseguentemente all'approvazione, avvenuta alla fine degli anni '90, di leggi sul mercato mobiliare, regolamenti ad esse conseguenti hanno portato a modificare gli organismi di controllo: il Consiglio di Borsa ha sostituito 36 organismi che in precedenza si occupavano di tale materia; sono stati istituiti il sistema telematico della Borsa italiana e la cassa di compensazione, regola neutrale della contrattazione. Con ciò, intendo dire che nell'arco di tre anni il mercato mobiliare italiano ha raggiunto livelli di competitività adeguati a qualsiasi mercato straniero, in alcuni casi superandoli addirittura. Si tratta di una delle poche eccezioni in cui non si registrano ritardi rispetto alle realtà straniere: sono state create strutture e meccanismi, ma ancora mancano i titoli ed è per tale motivo che, secondo il nostro parere, la Borsa italiana rimarrà una provincia periferica nell'ambito dei movimenti finanziari mondiali, non essendo neanche in grado di rappresentare, sin da oggi, la realtà territoriale del nostro paese.

Si valuta che siano più di 1.000 le imprese esistenti in Italia che per fatturato, per rendimento e per bilancio certificati, risultano in possesso di tutti i titoli necessari per essere quotati su qualsiasi mercato internazionale, e non lo fanno: in ciò consiste il vero punto debole del mercato

italiano, dovuto principalmente a due elementi: la cosiddetta tradizione «bancocentrica» ed il fattore culturale.

Il senatore Cavazzuti ha inoltre rilevato la necessità di abituare le piccole e medie imprese ad affrontare questo problema. A tal proposito, la CONSOB ha già compiuto qualche passo in avanti e si è giunti alla vigilia di eventi importanti: uno studio della Commissione europea, effettuato nel luglio dello scorso anno sulle piccole e medie imprese presenti in tutti i paesi europei, con particolare attenzione ai finanziamenti agevolati ed ai mercati, è giunto alla conclusione che risultano inesistenti le condizioni per creare mercati di piccole e medie imprese, salvo in due paesi: la Gran Bretagna e l'Italia.

All'estero, i paesi che avevano mercati per le piccole e medie imprese li hanno già chiusi: è stato il caso dell'Olanda, dove non si riteneva che questi mercati fossero in grado di svilupparsi. In Italia invece, per le sollecitazioni che abbiamo, si può aprire uno spazio di 10-15 anni nei quali è anzi necessario ed opportuno il passaggio per un mercato intermedio prima di giungere al mercato principale. L'esperienza inglese è a questo riguardo assai importante: stanno riducendo e chiudendo i mercati intermedi, creando un nuovo mercato per l'innovazione.

In Italia avevamo una sollecitazione in tal senso proveniente da alcune delle zone industrialmente più vivaci del paese: l'Emilia Romagna, l'Italia nordorientale, la zona di Torino e la Puglia. Abbiamo impiegato un paio di anni per convincere i promotori di queste iniziative che non si poteva pensare di creare mercati intermedi prescindendo da talune considerazioni. Infatti, quando agli operatori di Reggio Emilia facevamo presente che invece di creare qualcosa di nuovo potevano benissimo usare il mercato ristretto istituito a Bologna, ci rispondevano: «Noi con quelli di Bologna non parliamo». Abbiamo impiegato due anni per spiegare che non ha senso creare Borse locali che, anche se piccole, devono gestire strumenti telematici autonomi costosissimi, il tutto peraltro senza avere un vero mercato. E la liquidità, che è uno degli elementi essenziali per un mercato, è data dagli scambi, che non possono essere confinati a Reggio Emilia o in Puglia.

Questo confronto con i vari comitati locali è durato due anni: nel settembre del 1994 abbiamo emanato un regolamento di 15 articoli con i quali si stabilisce che per creare un mercato per le piccole e medie imprese a livello locale si deve, in primo luogo, possedere gli strumenti telematici per collegarsi a livello nazionale, per cui anche se un'operazione viene condotta a Reggio Emilia, a Vicenza, a Torino o in Puglia, la contrattazione è nazionale; in secondo luogo, devono riunirsi almeno 50 imprese, 40 intermediari ed un patrimonio netto che, seguendo le direttive europee, appare quasi ridicolo perchè viene fissato ad un minimo di due miliardi e mezzo. Questi sono i requisiti minimi perchè il mercato locale possa reggere.

Poste queste condizioni, sono partite le cordate per giungere a regolamenti speciali da parte dei promotori. Abbiamo avuto gli intermediari, riuniti da ABI ed ASSOSIM, e le camere di commercio. Entrambe hanno preparato dei regolamenti speciali, paralleli e pressochè identici, tanto che ci sono stati presentati poche settimane fa in una bozza congiunta. Ora la CONSOB deve dare le indicazioni

finali nelle prossime due settimane a queste associazioni cui fanno riferimento 120 tra banche, intermediari e camere di commercio.

Questa è la situazione attuale. Evidentemente c'è anche da dire che abbiamo redatto queste regole attenendoci alle esperienze e alle direttive europee. Mentre facevamo questo lavoro abbiamo constatato, sulla base di notizie di cui la CONSOB viene a conoscenza per dovere di ufficio, che negli ultimi due anni 22 Casse di risparmio hanno gestito titoli ed azioni per circa 11.000 miliardi. La più piccola di queste Casse di risparmio ha un patrimonio di altri 30 miliardi di lire. Stiamo inseguendo la creazione di un mercato per le piccole e medie imprese che abbiano almeno un patrimonio di due miliardi e mezzo, quando ci sono in giro azioni, negoziate allo sportello delle casse e non sul mercato, per una cifra così rilevante. Su questo versante abbiamo avviato un'azione di sensibilizzazione d'intesa con la Banca d'Italia e con l'ACRI. Alcune di queste casse di risparmio hanno platee di 25.000-30.000 azionisti: abbiamo avuto delle audizioni di rappresentanti della CARIMONTE e della Cassa di risparmio di Verona ed abbiamo appreso che una sola di queste casse ha 25.000 azionisti e carta circolante per 450 miliardi. Evidentemente la CONSOB ha il compito di sollecitare la creazione di un mercato laddove questo peraltro di fatto già esiste. E questo anche se il listino di Borsa italiano è già sufficientemente affollato di titoli di aziende di credito ma assolutamente carente di titoli di imprese manifatturiere.

A tale proposito va detto che qualche segnale di risveglio lo abbiamo. Uno dei fatti che ha meravigliato noi della CONSOB è stato che le misure fiscali varate dal Governo precedente, pur rilevanti (visto che le agevolazioni sono notevoli: l'aver abbattuto per un'azienda che si quota in Borsa la tassazione dell'IRPEG non è cosa di poco conto), non sembravano aver sortito particolari effetti. In questo momento, invece, sono all'esame della CONSOB le domande di ammissione di otto aziende con un fatturato attorno ai 100 miliardi. Consideriamo positivamente questa novità perchè costituisce il segnale di una attenzione diversa rispetto al passato nei confronti della Borsa. Speriamo di approvare entro giugno il regolamento speciale per il mercato delle piccole e medie imprese e di poter verificare che quanto annunciato dai singoli comitati locali corrisponda alla realtà, vale a dire che ci siano nel paese gruppi composti da almeno 50 aziende, anche se diversamente collocate, che possano accedere a questa fase intermedia. Dico subito che le otto aziende cui facevo riferimento, adempiendo a tutte le condizioni richieste, hanno già scelto di andare sul mercato principale in quanto lo considerano comunque più liquido e visibile in Italia ed all'estero.

Ho parlato a lungo di questo problema perchè mi sembra importante e perchè siamo alla vigilia di decisioni altrettanto importanti.

Per quanto riguarda la seconda domanda posta dal senatore Cavazzuti, debbo rispondere con prudenza, perchè la CONSOB deve limitarsi alle osservazioni di sua competenza. Ci sembra giusto rivendicare la vigilanza sui gestori ma per il resto, fatti salvi i problemi di coordinamento, è inutile creare duplicazioni, anche per motivi di costo. La CONSOB però non ha nulla in contrario a che si crei un organo di vigilanza sui fondi come tali, per problemi diversi dalla gestione. Esistono per esempio aspetti di regolamentazione e contrattuali che sono materia di competenza del Ministero del lavoro, che rientrano propriamente negli ac-

cordi contrattuali e per i quali si può benissimo creare un organismo di vigilanza. Per le materie che non ci riguardano, non abbiamo nulla da obiettare alla creazione di organismi di vigilanza.

Nei giorni scorsi è stata fatta qualche battuta che ha contribuito a confondere le idee. Nel disegno di legge la parte relativa alla vigilanza è stata stralciata e tradotta in una delega al Governo, però ad un certo punto nel corso degli incontri è stata fatta una battuta, che i giornali hanno riportato, e cioè che, vista la complessità degli argomenti e le prospettive, si poteva pensare di attribuire, per esempio, la vigilanza su questi nuovi istituti alla Banca d'Italia, perchè saranno le banche ad avere una maggiore presenza.

Questo è un punto da meditare a fondo. Dal gennaio 1996 potranno venire in Italia, per offrire servizi di gestione del patrimonio dei fondi pensione, ad esempio il fondo Fleming inglese, la Deutsche Bank, cioè gestori che da decenni fanno questo mestiere. A quel punto, in base alla direttiva europea, sulla vigilanza riguardante questi gestori non c'è competenza italiana perchè il giudizio sulla stabilità, appunto in base alla direttiva europea, la deve dare il paese di origine. Così, la Banca d'Italia potrà essere interessata a conoscere la stabilità del fondo Fleming e della Deutsche Bank, ma non avrà potere di intervenire. Mentre, sui comportamenti di quei gestori che venissero ad operare in Italia dovrebbe essere competente la CONSOB, perchè è il suo mestiere.

Siamo alla vigilia di questo cambiamento di soggetti, ma la difesa del risparmio italiano e il controllo sui comportamenti dei soggetti che operano in Italia deve continuare sulle linee finora seguite. La proposta di creazione di una autorità nuova che, senza esperienza, si volesse addentrare in queste materie ho spinto CONSOB, Banca d'Italia, e ISVAP a ricordare in un documento scritto, le competenze già esistenti in materia.

Il senatore Turini ha parlato della situazione nel mondo. È ovvio che dobbiamo guardare alle esperienze straniere anche se in Italia non è che manchino i fondi pensione istituiti per categorie e aziende particolari. Sono già 200 i fondi pensioni aziendali esistenti.

Riguardo alle garanzie dei fondi rispetto al trattamento di fine rapporto, istituzione solo italiana che va mantenuta ma gradualmente indirizzata in modo diverso, occorre compiere delle valutazioni. I fondi pensione possono essere in più vari: ci sono quelli a contributi definiti, quelli a rendimento garantito e quelli a prestazioni definite. Da qui nasce la convergenza di diversi prodotti finanziari e assicurativi; bisognerà vedere, quando verrà varata la norma definitiva, quali forme sono consentite per offrire, in alternativa al trattamento di fine rapporto che andrà a perdere importanza nei decenni futuri, prodotti diversificati che però offrano ampie garanzie nel lasciare la strada fin qui percorsa.

Il senatore Lombardi-Cerri ha chiesto chiarimenti sulla differenza tra fondi pensione e fondi di investimento. Questa non è solo fiscale. Il fondo comune deve gestire al meglio i soldi che gli sono affidati; come dicevo nella relazione l'obiettivo è quello di un migliore rendimento del patrimonio gestito. Invece, l'obiettivo di un fondo pensione è di medio-lungo periodo per cui può operare delle scelte diverse. Sotto questo profilo il trattamento fiscale può essere più favorevole perchè se è vero che si sottrae gettito allo Stato, quando si concedono delle agevolazioni,

è anche vero che con la previdenza integrativa, riduce le pensioni che diversamente dovrebbe erogare. Le ottiche sono diverse.

Riguardo la capacità di assorbimento della Borsa italiana, è vero che questa è scarsa. La Borsa, salvi i mercati paralleli, è come un catino d'acqua: troppo piccolo. Però è anche vero che i fondi pensione, per tutelare i lavoratori, non devono guardare al mercato italiano. Ogni giorno nelle Borse mondiali si muovono 1.000 miliardi di dollari. È vero che alcuni movimenti sono esclusivamente speculativi, ma questo crea mercato. Sotto questo profilo il nostro paese è in ritardo e deve inserirsi in questi meccanismi.

Così come un italiano anzichè comperare una Fiat, può comperare un'automobile straniera, così per le assicurazioni in questa materia si presenta una grande opportunità di scelta che può essere anche benefica per l'Italia.

Dovremmo anche convincere molte imprese a quotarsi in Borsa, come dicevo prima, con leggi e strumenti adeguati; questo è uno di quei settori dove non siamo in ritardo. Ogni volta che in Borsa appare un nuovo titolo, la sua sottoscrizione avviene con grande favore. In Italia c'è una grande richiesta di nuovi titoli da parte dei risparmiatori. Tutto non dipende solo dal «Palazzo».

PERIN. Siamo d'accordo che il movimento della Borsa italiana è inferiore al suo potenziale, tant'è vero che è paragonabile alla Borsa del Belgio come grandezza economica, però per vigilare bisogna conoscere. A mio avviso, è necessaria una legge *antitrust* in modo che si conosca tutto di tutti. Una volta che in un *computer* si inserisce il codice fiscale o la partita IVA di un soggetto deve venir fuori tutta la sua situazione patrimoniale e gestionale. Non basta una rete telematica nazionale, finchè non viene messo a posto il catasto e altri archivi.

Un'ulteriore domanda che vorrei porre è quella relativa all'emblematica vicenda che ha portato il cavalier dottor Leonardo Del Vecchio, a far quotare la società Luxottica alla Borsa di New York, con l'acquisizione di 2.200 miliardi.

BERLANDA. Il problema relativo alle società quotate non riguarda solamente gli scambi: se questa Commissione intendesse visitare la sala controllo mercati della CONSOB, invidiata da tutti i paesi stranieri, si accorgerebbe che ogni giorno essa registra tutti gli scambi e le operazioni ad essi connesse che avvengono sul mercato azionario l'obbligazionario.

Circa l'emblematico comportamento della Luxottica, del resto analogo a quello di altre grandi, importanti società che hanno puntato alla quotazione nella Borsa di New York, la CONSOB si è posta la medesima domanda: la motivazione di tale comportamento non è stata però giustificata come un modo per acquisire capitali, ma come una scelta strategica di *marketing*, secondo la quale, se è, ad esempio, intenzione dell'azienda Natuzzi, che attualmente vende il 95 per cento dei divani prodotti negli Stati Uniti, essere maggiormente conosciuta in America, allora è necessario che questa azienda punti alla Borsa di New York e non a quella italiana.

Lo stesso interrogativo però - cui seguiva l'ipotesi di una eventuale mancanza di fiducia della Borsa italiana nei confronti dei bilanci di queste società - se lo è posto il Governatore della Banca centrale belga il quale, dopo aver ascoltato questo tipo di giustificazione, ha immediatamente ribattuto comunque che, dal punto di vista del *marketing*, non costituisce certamente un fattore positivo per un'azienda italiana essere quotata su mercati esteri e non su quello di provenienza.

È chiaro comunque che, fino a quando il mercato italiano sarà così limitato - attualmente sono presenti solamente tre aziende estere nella Borsa italiana - comportamenti analoghi continueranno a verificarsi: il problema consiste nella scarsità di titoli in contanti rispetto a quelli degli altri paesi - si pensi ad esempio alla Borsa di Karachi in Pakistan che ne registra 600 o a quella indiana che ne registra 7.000 -, e questo è un vero peccato perchè la realtà imprenditoriale italiana potrebbe teoricamente essere quotata ovunque.

PRESIDENTE. Ringrazio il dottor Berlanda, presidente della CONSOB, per la sua disponibilità.

Dichiaro conclusa l'audizione e rinvio il seguito dell'indagine ad altra seduta.

I lavori terminano alle ore 16,45.

SERVIZIO DELLE COMMISSIONI PARLAMENTARI

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

DOTT.SSA GLORIA ABAGNALE