

**7**

**SEDUTA DI MARTEDÌ 27 GENNAIO 1987**

**PRESIDENZA DEL PRESIDENTE GIORGIO RUFFOLO**

**INDI**

**DEL VICEPRESIDENTE GIACOMO ROSINI**

PAGINA BIANCA

**La seduta comincia alle 16.**

**PRESIDENTE.** L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sull'evoluzione del sistema e dell'ordinamento bancario e finanziario, l'audizione del professor Guido Rossi.

Ringrazio il professor Rossi, per aver gentilmente aderito, ancora una volta, all'invito della Commissione. Lo prego quindi di farci conoscere innanzitutto il suo pensiero, sulla base della traccia tematica, per quanto forse un po' generica, che abbiamo inviato ai nostri interlocutori.

**GUIDO ROSSI, già Presidente della CONSOB.** Signor presidente, dal questionario da voi predisposto ho scelto quei punti che mi sono sembrati più rilevanti per il mio intervento. Una prima parte di quest'ultimo riguarderà il problema degli intermediari finanziari, connesso al tema dell'*insider trading*, problema che, invece, nel questionario era stato posto in fondo; il secondo argomento è quello, a mio parere ancora da scoprire, dei rapporti tra gli organi di controllo, in modo particolare quelli fra la CONSOB e la Banca d'Italia; nella parte finale, infine, verranno esaminati più dettagliatamente i rapporti banche-industrie e banche-mercato finanziario.

Inizio senz'altro a trattare brevemente il problema degli intermediari.

Quando i mercati mobiliari diventano maturi, vi è dovunque una tendenza alla loro unificazione anche sotto il profilo normativo.

Attualmente in Italia non esiste, accanto ad una disciplina precisa dell'intermediazione bancaria e del mercato di

borsa, nonché a quella più recente sui fondi di investimento, sufficiente regolamentazione di tutte le altre attività che vengono svolte sui mercati finanziari in senso lato, quelle cioè che si attuano attraverso una raccolta di risparmio seguita da un impiego discrezionale presso terzi, con oscure responsabilità da parte dell'intermediario.

Ho detto che l'attuale regolamentazione è insufficiente e non del tutto assente, perché con la legge n. 77 del 23 marzo 1983 il legislatore ha già introdotto, per la tutela generale del risparmio, una prima « griglia » di protezione del risparmiatore passivo, cioè la « trasparenza », imposta dal nuovo articolo 18 della legge n. 216 a tutte le forme di sollecitazione del pubblico risparmio. La seconda « griglia », non solo diretta ad una specifica garanzia sul titolo, ma posta soprattutto a protezione della solidità patrimoniale e della solvibilità dell'intermediario, risulta invece ancora carente: si tratta del controllo sul contenuto, ovvero di merito. Questa seconda fase esiste però soltanto per l'intermediazione bancaria in senso stretto, per le attività di borsa e ora per i fondi di investimento. Nel nostro sistema, le due « griglie » sembrano dover essere affidate a due diversi organi di controllo: la CONSOB a presidio della prima « griglia » e la Banca d'Italia a presidio della seconda « griglia » (nonché l'ISVAP, se vogliamo considerare sotto questo specifico profilo anche le compagnie di assicurazione quali intermediari nei mercati mobiliari).

Il sistema così delineato, tuttavia, non è semplice e limpido come potrebbe apparire a prima vista. Infatti, esso presenta nel nostro sistema varie ambiguità, fra le quali qualcuna di non poco conto.

Può risultare irrilevante il controllo di merito affidato alla CONSOB dall'articolo 8 del decreto del Presidente della Repubblica n. 138 del 31 marzo 1975, sull'ammissione al listino delle società e sulla loro cancellazione, così come i brandelli di disciplina che si ritrovano negli atti amministrativi della normativa secondaria della stessa CONSOB in tema di commissionarie di borsa (delibera 19 dicembre 1984, n. 1323) e delibera 10 luglio 1985, n. 1739 sul regolamento delle vendite a domicilio: ci si trova evidentemente di fronte, in questi casi, a competenze funzionali strettissime che si spiegano con l'inopportunità di sdoppiare, nel caso specifico, i controlli. Tuttavia sarebbe un errore, come meglio preciserò fra poco, se il legislatore, tradendo le funzioni istituzionali della CONSOB, affidasse a questa poteri sul contenuto o di vigilanza sostanziale sugli intermediari, rischiando una burocratizzazione dell'informazione e della trasparenza, e il loro assorbimento nel controllo di merito.

Meno irrilevante risulta, invece, la mancanza di una disciplina sulla trasparenza e l'informazione verso il mercato, che è stata finora giustificata, per quanto riguarda l'intermediazione bancaria, con lo svolgimento delle funzioni di vigilanza-controllo da parte della Banca d'Italia. Ma quest'ultima è concezione di retroguardia rispetto ad una scelta politica che privilegi la concorrenza all'interno e l'efficienza dei mercati mobiliari all'esterno. La disciplina della trasparenza e dell'informazione, infatti, non può essere ricondotta alla vigilanza posta al vertice dell'« imbuto » rappresentato dall'ordinamento sezionale creditizio.

E non ho allora nessuna difficoltà, in prima approssimazione, a dichiarare che agli effetti del controllo la disciplina più razionale delle due « griglie » esistenti oggi in Italia sia quella dei fondi di investimento.

Nel pullulare continuo di operatori, liberi da ogni controllo sulla loro solidità patrimoniale, mi pare ovvio si debba dunque por mano ad una disciplina generale degli intermediari finanziari sotto il

profilo sostanziale, che detti cioè regole sulla loro professionalità, stabilità, solidità, solvibilità, liquidità e sulla ripartizione dei rischi.

Ho parlato, e non a caso, di disciplina generale, poiché ritengo più urgente che sia dettata una normativa sostanziale di base (cioè di seconda « griglia ») che riguardi tutti gli intermediari finanziari, dalle finanziarie alle fiduciarie, dai fondi-pensione alle *merchant banks*, rendendo così fuori gioco quello scomposto rincorrersi di progetti su discipline speciali predisposte ora per gli uni ed ora per gli altri. Una regolamentazione di questo genere avrebbe come risultato principale la caratteristica di essere omogenea e non frammentaria, di poter tener conto della già acquisita esperienza normativa sui fondi di investimento, di rendere meno discutibile l'esistenza stessa di determinati tipi di intermediari. Mentre si discute infatti della loro natura e delle caratteristiche di una loro futura disciplina, operano tranquillamente sul mercato con la più ampia libertà di movimento. Ed è quel che avviene con finanziarie, fiduciarie e con i nuovi intermediari di titoli atipici, di cui con troppo entusiasmo s'è decretata la scomparsa.

La necessità di una normativa generale sta appunto nella interscambiabilità dei ruoli e nella difficoltà di distinguere con chiarezza le specifiche competenze e le peculiari attività dei singoli intermediari. Infatti, non è sovente agevole distinguere l'attività di una finanziaria rispetto a quella di una *merchant bank*, da una parte, o di una fiduciaria nella gestione individuale di patrimonio, dall'altra.

Nulla impedisce ovviamente una successiva tipizzazione della disciplina di singole categorie, ma è primo compito della legge dettare norme generali atte a delimitare fattispecie singole e concrete, piuttosto che cercare vie normative di supplenza (confondendo, ad esempio, le due « griglie » di protezione) o analogie interpretative spesso improponibili.

Tradizionalmente, poi, in questa materia ci si è essenzialmente rivolti a colpire

*l'insider trading*, fenomeno che rientra nella più generale normativa contro le frodi e le manipolazioni. Una legge contro tale pratica è attualmente vigente, oltre che negli Stati Uniti, in Gran Bretagna e Francia. In Germania vi sono delle regole di condotta adottate dagli operatori di borsa relative allo sfruttamento di un ristretto numero di notizie rilevanti, mentre in Belgio vi è solo un progetto di legge governativo. In Italia, non vi è nessuna disciplina, così come manca una specifica e adeguata repressione normativa anche riguardo ai più generali problemi relativi alle frodi e alle manipolazioni, e le opinioni sull'opportunità di una loro introduzione nel nostro ordinamento sono ancora contrastanti e contraddittorie.

Anche la discussione sul tema della repressione dell'*insider trading*, compiuta da soggetti diversi dalla società emittente, rivela per altro le medesime oscillazioni di impostazione sinora segnalate. A ben vedere, tale repressione non pare avere come fondamento ideologico l'esigenza di incentivare la scoperta e la diffusione delle informazioni e quindi la funzione allocativa del mercato. Essa mira piuttosto a garantire il principio di eguaglianza tra investitori nella prospettiva di una tutela immediata del singolo risparmiatore come contraente debole. Ciò spiega, a mio avviso, l'estensione frequente del divieto anche a chi solo casualmente venga in possesso di notizie riservate grazie ad uno *status* (quale quello di segretaria in un recente caso inglese o di tipografo nel celeberrimo caso statunitense Chiarella), cui non può corrispondere alcun dovere, né alcuna possibilità di metodica e regolare produzione e diffusione di informazioni. E spiega anche le più recenti richieste di repressione dell'*insider non-trading*, cioè del caso di chi, avvalendosi di notizie riservate, evita di vendere titoli sul mercato, considerando che i profitti derivanti dalle mancate cessioni degli *insiders* sono assai superiori a quelli procurati dalle vendite.

Si deve tuttavia riconoscere che tale principio di eguaglianza non potrebbe mai pienamente realizzarsi senza pregiu-

dicare lo stesso funzionamento del mercato. Se infatti l'efficienza allocativa presuppone la produzione e la diffusione continua di informazioni (intese come fatti), seguite dalla loro elaborazione in valutazioni e previsioni, è necessario incentivare i soggetti in grado di individuarle, selezionarle ed elaborarle. Il divieto di trarre qualsiasi profitto dalle informazioni, così come una loro immediata disponibilità per il pubblico, condurrebbe invece alla cessazione della loro produzione. La perfetta efficienza del mercato si tradurrebbe allora, secondo un paradosso ben noto alla letteratura scientifica, nella sua dissoluzione.

Il problema di ogni disciplina dell'*insider trading* è quindi quello di trovare la misura critica socialmente accettabile tra repressione di speculazioni eccessive ed eccessiva repressione di quel tanto di speculazione che, sola, stimola il reperimento di informazioni da parte degli intermediari. Debbono cioè bilanciarsi l'esigenza di garantire il dinamismo del mercato con quella di tutelare i risparmiatori più deboli. Nessuna soluzione generalmente valida può essere univocamente dedotta dal solo valore dell'efficienza o da quello dell'equità.

La soluzione non può che essere, invece, un compromesso, variabile nel tempo e nei diversi contesti nazionali, tra questi due valori.

Coerente con questa impostazione sembra la legislazione francese, che limita la repressione dell'*insider trading* alle informazioni « precise nel loro contenuto » e « certe quanto alla loro realizzazione ». Appare cioè corretto colpire solamente l'uso di informazioni relative a fatti certi, non a previsioni o valutazioni soggettive anche se di autorevole fonte societaria. È vero che queste ultime possono essere essenziali per la formazione dei prezzi, ma la loro raccolta e selezione sono più costose ed implicano da parte dell'intermediario un impegno particolare, meritevole di tutela e che pertanto non deve essere scoraggiato.

Le più recenti esperienze in tema di repressione dell'*insider trading* dimostrano per altro la estrema difficoltà di trovare

una soluzione normativa equilibrata al fenomeno: l'eccessiva repressione, quale quella attualmente in atto negli Stati Uniti, sembra contraddittoriamente portare a gravi squilibri nella stessa efficienza del mercato e a compromessi difficilmente giustificabili col rigore usuale dei comportamenti della stessa SEC; mentre attitudini più tolleranti e meno persecutorie, come quelle europee, sembrano adattarsi ad un sistema che nella prassi diventa non repressivo, al punto da rendere totalmente superflue o inutili le norme sull'*insider trading*.

Opportuni e coerenti con lo scopo di favorire la circolazione continua delle informazioni sono sia la legge olandese, sia il progetto di legge belga. Essi introducono un obbligo per le società di divulgare immediatamente quei fatti o quelle previsioni che potrebbero influenzare il mercato in maniera sensibile, salvo un grave pregiudizio per le società medesime. I soggetti qualificabili come *insiders* non dovrebbero essere obbligati a divulgare le loro informazioni, ma potrebbero, come suggeriscono Gilson e Kraakman, divulgare in anticipo le loro intenzioni di procedere ad operazioni sul mercato. In tal modo, senza disincentivare l'attività di scoperta ed elaborazione di nuove informazioni, il mercato è in grado di adeguarsi più rapidamente al significato delle loro operazioni, decodificandole cioè più tempestivamente che se fossero rimaste anonime.

Qualsiasi soluzione si voglia dare al grado di repressione dell'*insider trading* appare comunque evidente che esso è destinato a colpire solo una tra le patologie presenti nell'attività degli operatori professionali sui mercati mobiliari: la patologia dei rapporti in cui essi sono controparte dei risparmiatori. Sembra altrettanto necessaria una analoga e parallela disciplina delle loro attività di consulenza e di gestione dei portafogli. In proposito, la Gran Bretagna possiede forse la normativa più articolata. Questo ordinamento prevede infatti l'obbligo per chiunque svolga un *investment business*, e non solo per gli operatori di borsa, di posse-

dere un'autorizzazione governativa o di far parte di un'organizzazione professionale riconosciuta.

Si pone, a questo punto, il problema dei soggetti cui debba essere affidato il controllo sostanziale degli intermediari finanziari in un corretto e non ambiguo assetto istituzionale del mercato mobiliare.

Orbene, se è fuori di dubbio che il controllo di trasparenza deve essere attribuito alla CONSOB, divergenti opinioni sembrano esistere sulla seconda « griglia », relativa al controllo sulla solvibilità, stabilità patrimoniale, composizione e divisione dei rischi nelle attività degli intermediari finanziari.

Le divergenti opinioni che potrebbero a questo punto affiorare sono tre e si distinguono, ognuna, secondo la diversa individuazione dei soggetti ai quali spetti il controllo: il ministro del tesoro, la CONSOB, oppure la Banca d'Italia.

La legittimazione del ministro del tesoro potrebbe ricavarsi dall'ultimo comma dell'articolo 7 del decreto del Presidente della Repubblica n. 138 del 31 marzo 1975, là dove gli è attribuito un ampio potere discrezionale nell'emanare provvedimenti concernenti il mercato nazionale dei valori mobiliari.

Vero è che quella competenza del ministro è fissata solo per essere strumentale a « finalità di politica economica ». Certamente non pare possibile far rientrare in finalità di politica economica il controllo sulla solvibilità, sulla solidità del patrimonio degli intermediari finanziari. La stessa lettera della norma, attribuendo la massima discrezionalità al ministro e parlando di « provvedimenti che ritenga di adottare », pare voler sottolineare il carattere di eccezionalità del provvedimento, che escluderebbe quindi la più normale operazione di controllo nonché una generale facoltà di autorizzazione all'entrata degli intermediari sul mercato, come viceversa è stato sostenuto.

La seconda alternativa sarebbe quella di affidare anche la seconda « griglia » alla CONSOB. Ma ho già anticipato che in questo caso ci troveremo di fronte ad una pericolosa confusione e sovrappo-

posizione delle due « griglie », con uno snaturamento delle funzioni della Commissione, così come stabilite dal legislatore con la legge n. 216.

In epoca certamente non sospetta, mi sono sempre battuto perché la CONSOB, quale agenzia pubblica, non fosse l'organo dello Stato guida del mercato, strumento burocratico di una concezione tradizionale del diritto amministrativo italiano, bensì stimolo per la regolamentazione di un mercato finanziario efficiente attraverso il controllo di trasparenza e non già attraverso un dispotico controllo di merito, di natura censoria. Non spetta alla CONSOB, né allo Stato creare dall'alto il mercato, che nascendo spontaneamente dal basso, solo successivamente può essere regolamentato. Né spetta alla CONSOB il controllo di merito sugli intermediari o sulle società; si creerebbero, infatti, pericolosi doppioni, istituzionalmente non previsti, con la Banca d'Italia e persino con l'autorità giudiziaria, minacciando la stessa libertà dell'iniziativa economica privata, voluta dall'articolo 41 della Costituzione.

Un inaccettabile controllo di merito, attribuito alla Commissione conduce indubbiamente ad invasioni di territori istituzionali che giustificano poi sbandamenti nell'attribuzione di responsabilità, anche penali, alla stessa attività della Commissione, come una recente sentenza del tribunale di Milano ha perspicuamente svelato.

Non rimane che attribuire il controllo della seconda « griglia » alla Banca d'Italia. Essa è l'organo di vigilanza che, già posta al vertice dell'ordinamento settoriale del credito, può allungare le proprie funzioni all'intero mercato finanziario, per la sovrapposizione dell'attività di intermediazione bancaria a quella di altri intermediari. È peraltro ovvio che la legge bancaria, anche in questo settore, necessita di aggiornamenti e di profonde modifiche.

Queste aperture mi portano ad affrontare gli altri due temi che sembrano toccare, l'uno in maniera parziale, l'altro più

centralmente, le problematiche dei mercati finanziari; entrambi riguardano le banche.

Il primo concerne il falso problema dei rapporti banche-industrie e del loro reciproco dannoso abbraccio, che ha caratterizzato la crisi della banca « mista » e la formulazione della cosiddetta legge bancaria del 1936. I difetti della legge bancaria, che ha ridotto il mercato del credito ad una sorta di « oligopolio amministrato », sono già stati ampiamente denunciati perché debba anch'io riprendere l'argomento.

Ma il problema della partecipazione delle industrie alle banche, ripeto, è mal posto. Qui il difetto di legislazione non è tanto della legge bancaria, quanto, piuttosto, della singolare mancanza in Italia, unico paese della Comunità ed unico paese fra quelli più industrializzati del mondo, di una legislazione anti-trust.

L'introduzione in Italia di una normativa anti-trust dovrebbe qualificarsi soprattutto in relazione all'attuale rapporto tra banca ed industria. Essa si impone in ogni caso, a prescindere da ulteriori ragioni di opportunità, come l'esigenza di evitare che la CEE applichi in modo particolarmente severo gli articoli 85 ed 86 del Trattato alle imprese italiane, perché non è previsto un parallelo controllo anti-trust nazionale.

Scopo tradizionale delle discipline anti-monopolistiche è quello di evitare comportamenti collusivi che comprimano l'intensità della concorrenza e nel frattempo conciliare le esigenze di accumulazione e sviluppo delle imprese con una allocazione delle risorse che soddisfi anche i bisogni attuali dei consumatori. Nel contesto italiano, tuttavia, lo sviluppo del sistema industriale non è indebolito solo da opposte e conviventi tendenze a dimensioni troppo limitate di molte imprese e a intese tra oligopolisti: altrettanto gravi sono le strozzature ed iniquità nell'accesso ai mercati finanziari, aperti per le piccole e medie imprese (come recentemente ammesso da un autorevole banchiere) solo a condizioni assai più onerose.

Appare quindi opportuna una legislazione che vieti le pratiche di cartello bancario e riduca la possibilità di abuso di posizioni dominanti anche locali. È però altresì necessario (e a ciò una disciplina ricalcata sugli articoli 85 e 86 CEE si rivelerebbe insufficiente) limitare le possibilità per le banche di partecipare a imprese e viceversa, ben al di là di quanto si potrebbe richiedere ad una legislazione volta a controllare in generale l'integrazione verticale fra imprese o la formazione di gruppi conglomerati. La gravità delle distorsioni della concorrenza conseguenti al favoreggiamento delle grandi imprese da parte delle banche è ben maggiore di quelle che possono dar luogo a concentrazioni di vario tipo nel settore dei prodotti non finanziari. E del resto la concorrenzialità dei mercati finanziari e la parità di accesso al credito sono le pre-condizioni della stessa possibilità di misurare l'efficienza dei mercati non finanziari, di valutare i comportamenti delle singole imprese e quindi, in definitiva, di scegliere e costruire la politica anti-*trust* più corretta.

In proposito, è bene ricordare l'esempio del *Bundeskartellamt* in Germania, cioè la Commissione anti-monopolio, alla quale nel 1974 fu affidato il compito di esaminare ogni due anni l'evoluzione strutturale dell'economia e che ha dedicato un'ampia analisi al processo di concentrazione del sistema bancario e ai suoi effetti sull'industria. Ciò che preoccupa soprattutto la commissione — è stato scritto — sono le partecipazioni degli istituti di credito ad imprese di altri settori. Infatti esse alterano sia la concorrenza fra le imprese, sia quella fra le banche, ponendo in una situazione preferenziale gli istituti di credito di maggiori dimensioni, possessori e potenziali acquirenti di azioni. Perciò queste partecipazioni devono essere limitate al 5 per cento.

Nella medesima prospettiva sarebbe poi necessario riconsiderare in chiave anti-*trust*, e non solo di trasparenza e garanzia di solvibilità, il settore dei fondi di investimento e il loro legame col sistema bancario ed industriale; ciò nell'ottica di assicurare alle piccole e medie

imprese italiane una parità di trattamento anche nel mercato finanziario, oltre che in quello creditizio. Analogamente, in conclusione, le finalità ora individuate indurrebbero a rielaborare e precisare anche il ruolo della pubblica amministrazione in tutte le situazioni di monopolio, nonché la posizione detenuta dalle imprese pubbliche, con particolare riferimento alle possibilità di collusione ed al loro strutturale privilegio nell'accesso al credito.

Sul diverso secondo problema del rapporto banche-mercato finanziario, devo ripetere quanto ho più volte affermato in altre sedi: è proprio la definizione di tale rapporto l'elemento fondamentale per il funzionamento ed il grado di efficienza del mercato, che condiziona il rilievo e l'incidenza della disciplina della trasparenza.

Quest'ultima può essere orientata a tale efficienza solo in un mercato, come quello statunitense, dove netta e rigida fin dal *Glass Steagal Act* è la separazione tra l'attività delle banche di credito e la provvista di finanziamenti a lungo termine alle imprese. Nell'Europa continentale, invece, la situazione è del tutto diversa. Né il sistema tedesco, né quello italiano, né quello francese, ovviamente con le proprie peculiarità, garantiscono tale separazione. Ne è prima conseguenza il fatto che lo stesso controllo delle informazioni fornite dagli operatori presenti sui mercati mobiliari è destinato a rimanere sempre e comunque inadeguato. Esso si riduce, infatti, ad un controllo sui comportamenti degli operatori che non sono quasi mai indipendenti dal sistema bancario: da questa circostanza affiora una delle più evidenti contraddizioni che caratterizzano i più recenti sforzi di razionalizzare il mercato di borsa italiano. Ma quel controllo, invece, per essere realmente efficace, dovrebbe fondarsi sulla rigorosa indipendenza degli operatori, indipendenza che ridurrebbe strutturalmente e in misura determinante gli incentivi ad azioni fraudolente o manipolative sui mercati.

Per altro verso, il ricorso al mercato mobiliare è destinato a rimanere per le



imprese un fenomeno residuale; infatti, attualmente il finanziamento bancario soddisfa la parte prevalente dei bisogni e consente la stabilità dei gruppi di controllo, stabilità garantita sovente o da un diritto societario permissivo oppure da prassi contrattuali, come i sindacati azionari, che tendono a vanificare le opposte spinte contenute nel sistema normativo. Ciò è tanto più vero quando la presenza del settore bancario sul mercato mobiliare consente ad esso di essere protagonista nella copertura dei bisogni delle imprese, anche tramite questo canale finanziario. In tale eventualità, le banche acquistano il potere (a volte, come in Italia, attraverso i fondi di investimento) di condizionare l'allocazione delle risorse nello stesso mercato mobiliare, sulla base di valutazioni dettate anche dalla propria funzione di creditore ordinario: e ciò può avvenire in particolare nell'ambito dello stesso meccanismo delle « scalate ».

Occorre dunque in questa prospettiva riconsiderare nella sua validità la critica alle inadeguatezze della disciplina del sistema bancario. Tale valutazione dipende da una scelta politica di fondo, favorevole o contraria all'intreccio tra banche e mercato mobiliare. Questo intreccio potrebbe teoricamente anche essere conservato, e sono qui ben lontano dal negarne *a priori* la validità e a volte la superiorità nella funzione allocativa: il giudizio non può che variare con il contesto storico e politico di ciascun paese. Tengo solo a sottolineare che, in presenza di tale intreccio, l'ampiezza e la sofisticazione dell'informazione societaria su mercati mobiliari vengono ad essere un requisito di importanza secondaria. Le scelte allocative fondamentali sono allora compiute sulla base delle informazioni che il sistema bancario ottiene direttamente, grazie al suo potere contrattuale, senza dover attingere all'informazione circolante nel mercato mobiliare. La lentezza della disciplina tedesca, di un paese cioè ove il predominio bancario è radicato ed indiscusso, può apparire in tale panorama significativa non di un ritardo, ma di una precisa consapevolezza.

Per altro verso, anche il dibattito sui poteri dell'organo pubblico di controllo assume un nuovo significato. Se la presenza statale nel sistema bancario è dominante, come avviene in Italia e in Francia, l'insistenza per conferire all'organo di controllo ampi poteri per un discrezionale governo del mercato ha una sua ben chiara ragione.

Essa è il frutto del ruolo che il potere pubblico vuole riservarsi, attraverso il mercato mobiliare così come mediante il sistema bancario, nella guida del processo allocativo delle risorse finanziarie del paese. Non è un caso, infatti, che là dove la scelta allocativa dispone di una maggiore indipendenza dal potere politico, non altrettanto forte è il bisogno di un organo di controllo; come avviene in Germania, dove la funzione allocativa è svolta comunque dal sistema bancario.

Un'ambigua conclusione si può trarre dunque da questa sintetica analisi, cioè che l'informazione societaria, insieme con l'attività degli organi di controllo (COB, CONSOB, *Commission bancaire*) e l'autoregolamentazione degli intermediari, trovano nella priorità dell'attività bancaria un concorrente alternativo difficilmente compatibile. Il tentativo di arrivare ad una mediazione fra i due sistemi si appalesa non solo ibrido, bensì foriero di conservazione e di staticità, piuttosto che di sviluppo dell'ordinamento dei mercati.

Sembra a me che questo dilemma sia all'origine dell'attuale stasi complessivamente riscontrabile in Europa nella disciplina della trasparenza, incerta se essere strumentale alla realizzazione di mercati finanziari efficienti o ancillare a mercati inefficienti, ma sostituiti nel processo di allocazione delle risorse dall'attività del sistema bancario.

**PRESIDENTE.** Ringrazio il professor Rossi per la precisa, limpida e — certamente per me — molto stimolante introduzione che egli ha testé svolto.

Prima di dare la parola ai colleghi che intendano rivolgere domande al nostro ospite, vorrei porre una questione che mi

è venuta in mente durante lo svolgimento della relazione introduttiva.

Mi riferisco alla situazione di ambiguità richiamata dal professor Rossi nella sua esposizione, della quale costituisce, a mio parere, il nucleo più problematico e, forse, più affascinante.

In questa situazione di ambiguità e, in fondo, di incompatibilità tra l'esigenza di un mercato mobiliare davvero efficiente e trasparente - e, dunque, più vicino al paradigma del mercato perfetto - ed il potere bancario così come si esplica nel nostro paese (ma anche in altri paesi, come la Repubblica federale di Germania), vorrei sapere come si giustifica l'esplicita e netta presa di posizione del professor Rossi a favore di un controllo da parte della Banca d'Italia, così come indicato nella prima parte della relazione.

In altri termini, professor Rossi, lei mi è sembrato molto problematico nella conclusione della sua esposizione e, invece, molto assiomatico, nella prima parte di essa, nell'individuare un controllo da parte della Banca d'Italia su una situazione che - come anche lei ha riconosciuto - è largamente dominata (e, prevedibilmente, lo sarà ancora di più) dal « potere » bancario. Le sarei grato se potesse chiarire questa che a me sembra, se non proprio un'antinomia, un interessante motivo problematico.

Do ora la parola ai colleghi i quali desiderino porre altre domande.

**GUSTAVO MINERVINI.** Vorrei collegarmi alla questione posta or ora dal presidente per rivolgere a mia volta una domanda al professor Rossi.

Vorrei che ci spiegasse quale tipo di controllo intenda sia assegnato alla Banca d'Italia. Poiché egli ha parlato delle due « griglie » ed ha richiamato il modello della legge n. 77, sui fondi di investimento mobiliare, gli domando se ciò significhi che alla Banca d'Italia debba essere assegnato, su tutti gli intermediari mobiliari, quel tipo di controllo o, invece, un tipo di controllo diverso, e - se sì -

quale. In altri termini, vorrei sapere quale debba essere l'intensità del potere di controllo.

**VINCENZO VISCO.** Anch'io mi collego alla questione posta inizialmente dal presidente, perché essa si riferisce ad uno dei punti di fondo della relazione del professor Rossi.

Vorrei capire se il controllo di trasparenza, correttamente inteso, non comprenda in qualche modo alcuni altri controlli (che, forse, sarebbe più appropriato definire come verifiche successive di trasparenza) che, invece, il professor Rossi mi è sembrato voler affidare ad altri organi.

Cerco di spiegarmi meglio con un esempio, di cui, tra l'altro, si è parlato la settimana scorsa, durante l'audizione del professor Piga. Se la CONSOB deve effettuare un controllo di trasparenza attraverso la richiesta agli intermediari di un prospetto in cui siano contenute alcune informazioni, tale prospetto dovrà essere inviato periodicamente. Pertanto, sarà tutt'uno con il controllo di trasparenza la verifica che le promesse fatte nel prospetto non siano, poi, disattese nella pratica.

Dunque, non vedrei alcuna contraddizione nell'affidare anche questo tipo di verifica - che è del tutto esterna ai problemi di assunzione di rischio e di composizione di portafoglio - all'autorità di vigilanza che si occupa dei controlli di trasparenza.

Vorrei, inoltre, porre una domanda relativa al problema della stabilità patrimoniale.

Ritengo che nel nostro ordinamento si richieda un rapporto tra uso di capitale proprio e ricorso all'indebitamento e che, una volta fissato un tale rapporto - che garantisce in generale la stabilità di certi operatori, cioè i limiti entro i quali certi operatori i quali agiscono in un settore delicato possano ricorrere a capitali di terzi -, l'unica verifica da compiere sia nel senso di vedere se dai bilanci periodici risulti che il rapporto medesimo sia

stato mantenuto. Tale verifica può essere effettuata benissimo dalla CONSOB.

Sarei, invece, molto perplesso – se non addirittura contrario – nei confronti di un qualsiasi controllo sulla composizione e sull'assunzione di rischio. Ritengo, infatti, che tale tipo di controllo non debba essere effettuato da alcuno, né dalla Banca d'Italia, né dalla CONSOB, perché, trattandosi di attività in cui vi è assunzione di rischio, è il mercato stesso a selezionare gli operatori a seconda delle loro capacità. Altrimenti – soprattutto qualora il controllo fosse affidato alla Banca d'Italia – si determinerebbe una situazione pericolosissima, poiché si creerebbe il prestatore di ultima istanza anche per tale tipo di intermediari.

Chiedo quindi al professor Rossi chiarimenti in proposito.

ARMANDO SARTI. Desidero restare anch'io nell'ambito della problematica sul controllo della trasparenza nel rivolgere al professor Rossi la mia domanda.

È opinione di alcuni che, forse per la prima volta, sia possibile associare il concetto di controllo a quello di efficienza. Purtroppo, in Italia, tutto il sistema dei controlli va contro l'efficienza. In questo caso, invece, le norme sul controllo – essendo norme che individuano elementi di trasparenza e di pubblicità – non contraddicono ad una valutazione di efficienza.

Inoltre, il legislatore, con la legge n. 77 del 1983, ha assegnato alla CONSOB – forse per prudenza, o per cautela – il controllo della sollecitazione e non quello della negoziazione. Forse, aveva ed ha in animo l'intenzione di attribuire ad un solo organo anche il controllo di tutti coloro i quali esercitano la negoziazione. Di fatto, esso ha comunque lasciato, ad esempio, al sistema bancario, una notevole libertà nella negoziazione non controllata.

Chiedo quindi al professor Rossi di dirci come egli veda questa situazione, che, prospettata nel 1983, poteva avere un certo significato, ma che oggi, alla luce dell'esperienza fatta, può anche in-

durci ad attribuire alla CONSOB una capacità di controllo complessivo di tutti coloro i quali intervengono sul mercato.

PRESIDENTE. Do senz'altro la parola al professor Rossi perché risponda a questa prima serie di quesiti.

GUIDO ROSSI, già *Presidente della CONSOB*. Sembra che nel mio intervento introduttivo esista una certa incompatibilità tra la parte iniziale e quella finale, per il carattere assiomatico della prima – come ha osservato il presidente Ruffolo – e problematico della seconda.

La verità è che inizialmente ho voluto affrontare un discorso di carattere istituzionale, nell'ultima parte, invece, un discorso *de iure condendo*.

Per quanto riguarda la situazione attuale, ritengo che, in ordine al problema dei controlli, contrariamente alle opinioni che ho sentito, non debbano esistere né perplessità, né ambiguità. La CONSOB, secondo la legge n. 216, è stata creata per assolvere la funzione di organo di vigilanza e di controllo sulla trasparenza. Ha avuto un controllo di merito soltanto per l'ammissione e la cancellazione dei titoli al listino di borsa, e questo è ovvio, in quanto, rispetto alla legge del 1913, vi è stato un passaggio di poteri dal ministro del tesoro alla stessa CONSOB. In questo caso, il controllo di merito non ha snaturato la sua agenzia pubblica; le ha dato, invece, in modo più organico, un controllo di carattere del tutto funzionale.

Da un punto di vista istituzionale, invece, ogni agenzia pubblica, alla quale siano assegnati controlli di trasparenza, non deve avere poteri inquinati dall'attribuzione di controlli di merito, perché, altrimenti, avverrebbe ciò che si è verificato con la legge bancaria del 1936: con la scusa del controllo sostanziale da parte della Banca d'Italia non si è avuto, nell'intero sistema bancario, alcun controllo di trasparenza. Si creano così organi pubblici che, avendo un controllo sui contenuti, in realtà non si occupano più della trasparenza perché, ovviamente, il merito diventa assorbente.

Certamente la Banca d'Italia è indifferente al problema della trasparenza nel sistema bancario, diversamente dalle proposte di legge che portano il nome di alcuni onorevoli deputati, qui presenti. Anzi, si ritiene che tutta questa problematica sia superata dall'attribuzione all'organo di vigilanza di un controllo di merito. Se ha, quindi, questo controllo di merito, perché dargli anche quello sulla trasparenza? Affidare alla CONSOB il controllo di merito, in questo caso, significherebbe burocratizzare il controllo di trasparenza, significherebbe in pratica demotivare la CONSOB sul controllo di trasparenza per affidarle, viceversa, quello di merito. Questo è, a mio avviso, il primo punto importante da sottolineare.

Il secondo punto da rilevare è che proprio in base alla legge n. 216 la CONSOB non dà « marchi di garanzia ». Non ha mai dovuto farlo e così, quando esamina i prospetti, compie un controllo di veridicità, mentre non ha alcun controllo di merito. Sono quindi contrario all'ipotesi prospettata dall'onorevole Visco, secondo il quale, dopo che le imprese si sono rivolte al mercato sollecitando il pubblico risparmio, la CONSOB, *a posteriori*, dovrebbe verificare se nella pratica siano state disattese le previsioni indicate nel prospetto. La CONSOB deve verificare invece la veridicità del prospetto soltanto una volta; ma non può divenire un organo dello Stato che controlla anche la correttezza formale delle delibere assembleari. Se così fosse, si verificherebbe una grave « stortura », quasi una specie di omologazione di secondo grado.

Un terzo punto da esaminare è quello relativo al tipo di controllo. Dal punto di vista della disciplina dei mercati mobiliari, credo che la legge sui fondi di investimento sia una delle migliori varate dal nostro Parlamento, anche agli effetti della separazione delle due « griglie », tra il controllo di trasparenza e di merito.

Il problema dell'assunzione del rischio - e su ciò concordo con l'onorevole Visco - può essere, in realtà, da abbandonare più che da coltivare con parametri molto precisi e dettagliati, il che diventerebbe

estremamente pericoloso; vi sono, però, nel nostro ordinamento, controlli dell'ISVAP sull'assunzione dei rischi nelle compagnie di assicurazione; non si vede quindi perché, obbedendo a quel tipo di criteri, o creandone altri di carattere diverso, non debbano essere disciplinati anche gli altri intermediari finanziari.

Mi permetto di osservare che il problema della stabilità patrimoniale non è solo quello riconducibile alla verifica di talune risultanze di bilancio, perché, altrimenti, non vi sarebbero più insolvenze da parte del sistema bancario: le indagini di merito compiute dalla Banca d'Italia vanno ben al di là delle valutazioni patrimoniali delle aziende e degli istituti di credito...

VINCENZO VISCO. Ma qui parliamo di intermediari finanziari, non di banche...

GUIDO ROSSI, *già Presidente della CONSOB*. Intendo dire che il problema della stabilità patrimoniale di tutti gli intermediari finanziari non può essere ridotto ad un semplice controllo dei rapporti tra le voci di bilancio. Il problema, per l'ordinamento bancario, può essere assai più ampio e più sviluppato. Quando la Banca d'Italia verifica la situazione delle aziende e degli istituti di credito, compie indagini che vanno molto al di là della semplice verifica dei dati di bilancio, indagini che sono vere e proprie ispezioni, e che, come tali, tutti gli istituti ed aziende di credito temono moltissimo.

Vi è quindi un problema di carattere istituzionale, che consiste nell'assegnare agli organi esistenti nel nostro ordinamento le loro specifiche caratteristiche e funzioni. E la Banca d'Italia, piaccia o non piaccia, è al vertice dell'ordinamento sezionale del credito.

La confusione che esiste oggi tra l'intermediazione bancaria e l'attività di tutti gli altri intermediari nel mercato mobiliare giustifica la scelta che sia sempre la Banca d'Italia a compiere questo controllo nel merito. A questo punto, devo fare un atto di fede e pensare che la

Banca d'Italia – e per questo ho detto che la legge bancaria dovrebbe essere accuratamente rivista – non adotti la stessa tecnica a volte utilizzata per le banche, allorché vuole rinchiuderle tutte sotto il suo manto, agendo in realtà come rappresentante della corporazione bancaria. Viceversa, ritengo che la Banca d'Italia, opportunamente responsabilizzata da una legislazione di questo tipo, potrebbe essere un organo di controllo di tutto il settore delle intermediazioni dei mercati mobiliari, senza con questo creare confusione con il sistema bancario.

GUSTAVO MINERVINI. A me non pare che il richiamo alla disciplina del sistema delle assicurazioni sia decisivo per dimostrare che anche in questo campo ci si debba inoltrare nell'ambito del controllo di merito, proprio perché banche e assicurazioni – d'altronde il professor Rossi queste opinioni le ha enunciate prima di me – sono ordinamenti retti da un controllo di merito di tipo burocratico, che talora, nell'uno e nell'altro caso, diventa dirigistico. Prendere spunto da quel controllo, per estenderlo al mercato finanziario, non mi pare quindi un'argomentazione decisiva.

Vorrei conoscere con maggiore precisione qual è il tipo di controllo che il professor Rossi vorrebbe fosse esercitato dalla seconda « griglia », cioè dalla Banca d'Italia.

A questo proposito, vorrei ricordare che, all'epoca in cui approvammo la legge n. 77, sorse il problema se affidare, per lo meno per quanto riguardava l'autorizzazione all'esercizio della gestione del fondo di investimento mobiliare, il controllo alla Banca d'Italia. Vi furono vivaci proteste dal lato del mercato finanziario, dicendosi che la Banca d'Italia, essendo l'ente esponente del sistema bancario, era in realtà l'esponente del settore concorrente con il mercato finanziario. Per ciò, all'articolo 1, la potestà di rilasciare l'autorizzazione fu attribuita al ministro del tesoro, e non già alla Banca d'Italia. Forse è una mia malizia attribuire una certa valenza alle domande del

presidente, però egli vedeva, a mio avviso, un qualche rischio di contraddizione tra l'insistita rivendicazione di libertà del mercato finanziario rispetto al sistema bancario e l'attribuzione di potestà di controllo alla Banca d'Italia, la quale, secondo la mia interpretazione (e non solo la mia), è, appunto, l'ente esponente del sistema bancario. In tal modo, infatti, si attuerebbe un sistema di controllo che costituirebbe poi una sorta di auto-controllo. Varrebbe, a mio avviso, la pena di insistere su questo argomento perché, quando dovremo redigere la relazione conclusiva dell'indagine, dovremo entrare nel concreto con tutti i necessari approfondimenti.

PRESIDENTE. In effetti, si tratta di un punto cruciale, sul quale non è inopportuno insistere...

GUIDO ROSSI, già *Presidente della CONSOB*. Il mio riferimento alle assicurazioni e all'ISVAP è certamente collegato al sistema creditizio, quindi alla Banca d'Italia, ma non esaurisce completamente l'intero settore dell'intermediazione finanziaria.

Già esiste ed agisce efficacemente il controllo di merito sulle banche e sulle assicurazioni che considero, soprattutto nell'attuale e più sofisticata politica delle polizze vita, veri e propri intermediari finanziari. Banche e assicurazioni subiscono certamente un controllo estremamente rigoroso da parte degli organi di vigilanza rispettivamente competenti, cioè la Banca d'Italia e l'ISVAP. Anche altri intermediari finanziari sono soggetti ad un certo controllo di merito. Mi riferisco agli agenti di cambio e alle commissionarie di borsa. Non è quindi vero che, al di fuori delle banche e delle assicurazioni, tutti gli altri intermediari finanziari non siano soggetti a controlli di merito. Attualmente esistono, ad esempio per quanto riguarda le commissionarie: mi riferisco alla normativa secondaria, introdotta dalla CONSOB con un atto amministrativo di carattere generale; quest'ul-

tima si sente certamente a disagio nel disporre questi controlli di merito.

Il problema diventa, per rispondere alla domanda dell'onorevole Minervini, di carattere più generale: esiste la necessità, nella giungla dell'intermediazione finanziaria attualmente esistente sul mercato italiano, di un controllo di merito sugli intermediari? Se la risposta è che non c'è questa necessità, allora il problema non è più quello di pensare alla Banca d'Italia, alla CONSOB o al ministro del tesoro. Se, viceversa, esiste, il controllo non può essere affidato alla CONSOB, con il rischio di inquinamenti nelle funzioni esercitate. Diversamente, non ci sarebbe motivo per non attribuire alla sola CONSOB poteri di controllo su tutti gli intermediari dei mercati mobiliari, compresi i soggetti del sistema bancario e le compagnie di assicurazione. Per arrivare ad una completa unificazione bisogna invece lasciare alla CONSOB il vero e importante controllo di trasparenza; occorre allora chiedersi, come seconda problematica, in che cosa debba consistere questo controllo di merito (è questa la domanda specifica che mi è stata rivolta dall'onorevole Minervini).

Il controllo che viene operato sui fondi di investimento da parte della Banca d'Italia è certamente un controllo molto preciso e puntuale. Si potrà dire che si tratta di un controllo di merito eccessivo; si potrà inoltre aggiungere, con riferimento alla legge n. 77, che la Banca d'Italia non si è probabilmente comportata in modo sufficientemente distaccato, ma come ente esponenziale del sistema bancario, avendo autorizzato soprattutto i fondi di investimento di matrice bancaria (a questo proposito è difficile non dare ragione all'onorevole Minervini: certamente la Banca d'Italia si è comportata in questo modo). Ripeto, può essere imposto a tutti gli intermediari finanziari un controllo di carattere sostanziale, che cioè riguardi l'autorizzazione ad operare, la professionalità, l'assunzione di rischi - nei limiti di quanto è stato chiarito prima in relazione alla domanda formulata dall'onorevole Visco - la stabilità pa-

trimoniales; in altri termini, un controllo che non sia puramente generico, ma esteso, quasi da revisore di secondo grado sui dati di bilancio, ma senza forse arrivare, come normativa generale, al controllo che la Banca d'Italia esercita peculiarmente sui fondi di investimento. E ciò sempre che sia stata data risposta positiva al primo quesito, nel senso che effettivamente gli intermediari finanziari debbano essere soggetti anche al controllo di seconda « griglia », cioè di merito e sui contenuti.

ARMANDO SARTI. Non me ne vogliano il professor Rossi e i colleghi se introduco un'appendice, sempre su questo argomento, per fare chiarezza soprattutto a me stesso.

Noi abbiamo tre grandi segmenti, cioè quello creditizio, quello assicurativo e quello mobiliare. Mi limito a quest'ultimo, perché mi sembra che il professor Rossi abbia esaurientemente risposto per quanto riguarda i primi due. Nella domanda che le ho rivolto in precedenza, ho ricordato come il legislatore sia intervenuto, con la legge n. 77 del 1983, sulla sollecitazione al risparmio e non sulla negoziazione. In sostanza, si è stabilito che tutti coloro i quali sollecitino una raccolta di risparmio debbano presentare un prospetto. Invece, in fase di altro controllo, vi sono titoli - negoziati nel segmento mobiliare - che sono dati da società quotate (e perciò certificate), o da società del terzo mercato, il cui documento di presentazione è un bilancio civilistico, che non ha alcun elemento di valutazione effettiva.

Non le sembra che questo sia un criterio ancora di avvio, che affronta il mercato finanziario come se fosse costituito da segmenti divisi, quando, invece, esso dovrebbe essere inteso come mercato integrato (che risponda a sistemi di controllo che siano, in tal caso, sistemi informativi e sistemi di efficienza)?

Il controllo è dunque, in Italia, un elemento vincolante, un elemento di freno dell'efficienza. In questo caso, invece, esso diviene promotore di trasparenza, di certificazione, di efficienza.

Sotto questo profilo, non le sembra che la CONSOB eserciti un intervento modesto, in quanto indirizzato solo verso il settore della sollecitazione al risparmio e non anche verso il controllo di tutta la negoziazione mobiliare?

GIACOMO ROSINI. Vorrei preliminarmente dichiarare che ho trovato convincente l'esposizione del professor Rossi per quanto riguarda l'opportunità che la CONSOB limiti il suo intervento alla prima « griglia ».

Chiedo ora al professor Rossi di esporre qualche considerazione ulteriore a proposito della seconda « griglia » (che, secondo il nostro interlocutore, dovrebbe essere affidata non già al ministro del tesoro, bensì alla Banca d'Italia). Vorrei conoscere le motivazioni per le quali il professor Rossi esclude l'intervento del Tesoro anche al di fuori della vigente legislazione, nonché le motivazioni per le quali egli ritiene che, come per il sistema bancario, anche per gli intermediari si debba far riferimento alla Banca d'Italia e non si possa invece — non più in via eccezionale, bensì in via normale — ricorrere ad un controllo di merito, di seconda « griglia », da parte del ministro del tesoro.

GUIDO ROSSI, già *Presidente della CONSOB*. Queste ultime domande mi inducono a chiarire maggiormente il mio pensiero.

All'onorevole Sarti rispondo che sono assolutamente d'accordo con lui e ritenevo superfluo ripetermi in tale senso.

Qualora si pervenga ad una disciplina generale degli intermediari finanziari, sono dell'avviso che il controllo di trasparenza debba essere affidato alla CONSOB, unico organo istituzionalmente competente; pertanto, ritengo che debba essere esteso anche alle negoziazioni dei titoli.

Mi sia consentito utilizzare per esempio la notizia, appresa questa mattina, che la più importante banca italiana (la Banca nazionale del lavoro) ha deciso di negoziare direttamente i titoli all'interno del sistema bancario attraverso una tec-

nica avanzatissima di elaborazione elettronica, che però esclude gli altri operatori del mercato.

In questo momento non posso esprimere alcun giudizio di merito su tale iniziativa. Desidero soltanto dire che certamente, su questioni di tale genere, l'organo competente ad intervenire è indubbiamente la CONSOB, che secondo me dovrebbe già essere intervenuta. Si tratta, infatti, di una questione di trasparenza e di eguaglianza nel mercato, certamente non di merito o di sostanza.

Vorrei aggiungere che, qualora la Commissione si ritenesse non legittimata, sulla base della normativa attuale, a intervenire, sarebbe allora necessario attribuirle, nella legislazione generale sugli intermediari finanziari, un tale compito.

Già sussistono per la CONSOB difficoltà ad intervenire nella vivace discussione sulla trattazione continua dei titoli e sull'unificazione del mercato di borsa; vale a dire sulla creazione di società di agenti di cambio (a proposito della quale si è aperta la polemica che vede schierati, da una parte, le banche e, dall'altra, gli agenti di cambio).

Sono questi, a mio avviso, i settori di competenza e le funzioni della Commissione, non i controlli di merito, che essa trascura completamente non per cattiva volontà, ma perché non ritiene di dover svolgere un tale compito.

Sono grato, pertanto, all'onorevole Sarti, il quale mi ha dato la possibilità di chiarire meglio il mio pensiero.

All'onorevole Rosini ribadisco quanto ho detto all'inizio della mia esposizione, in cui sono stato, per così dire, categorico nella distinzione delle competenze tra organi di controllo, dovuta semplicemente alla circostanza che, in quel momento, ragionavo su fatti e problemi istituzionali esistenti.

Dunque, dall'esame delle norme, ho desunto l'attuale competenza funzionale del Tesoro. Desidero aggiungere che, di fronte alle serie obiezioni che possono essere mosse nei confronti della Banca d'Italia e alla sua natura di ente esponen-

ziale del sistema bancario italiano, si può anche pensare ad una diversa attribuzione di tali controlli al Tesoro stesso; però non si può non considerare come una tale diversità di attribuzioni sarebbe, in certa misura, innovativa rispetto alla situazione istituzionale attuale degli organi di controllo.

Nulla vieta che lo si faccia. In Francia, ad esempio, è stato proprio il Ministero del tesoro a darsi carico dell'organizzazione di tutti i nuovi mercati finanziari. È stato proprio il Ministero del tesoro francese a riservarsi il più ampio margine di controllo anche sulle operazioni, escludendo sia la vigilanza della Banca di Francia, sia quella della COB (eccetto che per la parte relativa alla trasparenza).

Dunque, nulla osta, dal punto di vista teorico, ad inquadrare diversamente questa problematica, ponendo mano ad una riforma completa del mercato mobiliare per quel che riguarda gli intermediari, nel senso di trovare o di scoprire un nuovo ruolo del Ministero del tesoro. A tale ipotesi, tuttavia, sono assolutamente contrario. Devo soltanto dire che, per il modo in cui è posto attualmente il problema funzionale degli organi preposti alla vigilanza dei mercati mobiliari, il soggetto dotato di maggior legittimazione a questo tipo di controlli di merito è la Banca d'Italia.

ANTONIO BELLOCCHIO. Rispondendo all'onorevole Sarti, il professor Rossi ha anticipato un argomento sul quale mi ero ripromesso di rivolgergli alcune domande specifiche, anche perché attiene ad un tema di palpitante attualità, ovvero quello relativo alla decisione della Banca nazionale del lavoro in merito alla contrattazione continua dei titoli.

Ebbene, desidererei conoscere la sua posizione, professor Rossi, in ordine al problema dell'ammissione delle aziende di credito alle grida di borsa. Più specificamente, vorrei che ella esprimesse il suo punto di vista sulla disputa tra agenti e banche e sulla ipotesi di costituzione di società miste tra banche ed agenti di

cambio. Ritiene, inoltre, che la rottura del monopolio possa essere utile ai risparmiatori, nel senso che più viva è la concorrenza e più vasto dovrebbe essere, a rigor di logica, il costo dell'intermediazione? Da questo punto di vista, ritiene superata la legge n. 201? Ritiene che l'assetto istituzionale della CONSOB sia in grado di svolgere il suo compito di sorveglianza?

PIETRO SERRENTINO. Professor Rossi, sulla specifica questione che concerne la Banca nazionale del lavoro, e la trattazione continua dei titoli, è già possibile fare alcune considerazioni, prima fra tutte che il risparmio della intermediazione bancaria non è esistito nella giornata di ieri perché non vi è stata una differenziazione tra acquisti e vendite, anche nell'intermediazione della Banca nazionale del lavoro.

In tema di trattazioni generalizzate del sistema bancario e dei movimenti mobiliari, abbiamo avuto quotazioni che sono state adottate nei confronti dei clienti, specificamente nei confronti della Banca nazionale del lavoro.

La distorsione di mercato esiste, perché la borsa è il luogo di incontro tra domanda ed offerta, e nel caso specifico della Banca nazionale del lavoro ciò è rappresentato dalla disponibilità di titoli da vendere e dagli eventuali acquirenti; in definitiva, cambia il meccanismo, cambia la struttura, ma non l'obiettivo, né la funzione della borsa vera e propria.

Nel caso specifico, la Banca nazionale del lavoro è sottoposta soltanto alla vigilanza della Banca d'Italia, e per il momento non può subire alcun intervento da parte della CONSOB, che potrebbe invece essere sollecitato dagli agenti di cambio al fine di rispettare le regole del gioco.

Ma il discorso va più in là: infatti, se in una determinata ora della giornata è possibile avere una chiara visione dei movimenti giornalieri attraverso l'andamento delle borse, questa viene successivamente distorta da un sistema non legato minimamente ai flussi di offerte e di do-



manda rientranti nei termini di chiusura delle borse stesse.

Vi è quindi una distorsione del mercato, vi è, in modo sostanziale, una differenziazione di operazioni, e non esiste alcun beneficio da parte dei clienti, poiché il costo dell'intermediazione bancaria non risulta inferiore al costo dell'intermediazione delle borse.

Distorcere il sistema che ultimamente trovava una certa funzionalità a me sembra cosa non opportuna e ritengo quindi che in questo campo la CONSOB dovrebbe intervenire.

Desidero inoltre osservare che nell'intermediazione libera il processo che oggi acquisiamo è in atto alla Banca nazionale del lavoro da più di un anno e mezzo, cioè da quando si sono creati intermediari liberi - sotto il controllo non si sa bene se della Banca d'Italia o della CONSOB -, che spesso intervengono fuori mercato, con operazioni che non offrono sempre quelle garanzie che assicurano invece le strutture istituzionali.

GUIDO ROSSI, già *Presidente della CONSOB*. Di fronte a talune domande, chiaramente provocatorie, devo dire, purtroppo a malincuore, che mi vedo costretto ad ignorarle o quasi, poiché non rivesto più alcuna funzione ufficiale. Inoltre, anche chi è libero, come lo sono io in questo momento, ha dei limiti inerenti al suo mandato professionale. Purtroppo, in questa vicenda quei limiti esistono e spero, quindi, che vogliate comprenderli...

PRESIDENTE. Questo vale per entrambe le domande?

GUIDO ROSSI, già *Presidente della CONSOB*. Sì, vale per tutte e due, anche per il piccolo *bang*...

PIETRO SERRENTINO. Professor Rossi, può esprimere solo un giudizio: con questo sistema esiste o no una distorsione nel funzionamento del sistema borsistico?

GUIDO ROSSI, già *Presidente della CONSOB*. Direi che il mercato borsistico è talmente distorto che certamente questo piccolo *bang* non può essere un elemento più negativo di altri. Indipendentemente dal mio punto di vista sulle altre problematiche, ritengo che il processo di unificazione di tutto il mercato borsistico sia alquanto complesso, anche perché bisognerà vedere quale sistema, quale tecnica o quali tecnologie avranno il sopravvento. E ciò giustifica le difficoltà della CONSOB nell'acquisire una visione unitaria del fenomeno.

GUSTAVO MINERVINI. Premesso che forse il professor Rossi ha temuto di essere accusato di... *insider trading*, desidero, seppur brevemente, porgli qualche domanda su un altro argomento.

So che da molto tempo lei sta portando avanti una specie di « crociata » a favore di una legge italiana anti-*trust*, ma personalmente ho dubbi in materia. In fondo, con l'interpretazione estensiva che la Comunità e la Corte di giustizia europea hanno dato alla disciplina del trattato (articoli 85 e 90), una legge nazionale anti-*trust* potrebbe riguardare un organo ausiliario per le istruttorie, e ciò potrebbe essere utile perché, in realtà, l'unico organo, inteso in tal senso, oggi esistente è il Ministero dell'industria. C'è da chiedersi, però, in quali territori, che siano inibiti alla Comunità, possa spaziare una legge interna. Le centrali del latte, probabilmente...

Ma se la stregua di rigore della concorrenza contenuta nel Trattato non può certamente essere ridotta, è dubbio - e ciò vale per molte norme dello stesso trattato - se essa sia tale da non poter essere neanche accresciuta. In realtà, non è certo che si possa dar vita ad una legge anti-*trust* che rincari il rigore delle fattispecie vietate dal Trattato. Vi può essere una estensione a spazi non occupati, ma personalmente dubito che possa prevedersi un ulteriore irrigidimento rispetto ai parametri dati dalla Comunità.

Mi domando, quindi, se una legge anti-*trust* relativa all'istruttoria, sia real-

mente utile. Quando poi il professor Rossi afferma che, altrimenti, la disciplina comunitaria attuata dagli organi centrali della Comunità può essere più rigorosa di quella italiana, allora mi viene addirittura il dubbio che una disciplina interna possa in realtà essere una legislazione anti-trust boomerang, che attenui il rigore comunitario, anziché accentuarlo. E questo è un pericolo al quale il professor Rossi è sicuramente sensibile, così come lo sono io.

ARMANDO SARTI. Mi dolgo di dover ripetere una parte delle osservazioni e delle domande del collega Minervini, ma vorrei porre una questione molto limitata e precisa. Apprezzo che il professor Rossi nella sua relazione abbia posto l'opportunità e l'urgenza di una legge anti-trust, come in fondo il Parlamento ha fatto finora per il settore dell'editoria, che sostanzialmente è un settore marginale dal punto di vista economico, anche se di grande significato.

Mi sembra di capire (per avere un elemento di chiarezza rispetto al testo corposo e sostanzioso della relazione consegnataci, ma che, proprio perché scritto, è meno esplicito di quanto si possa fare oralmente) che il nostro obiettivo di disciplinare l'*insider trading* come un fenomeno nuovo, molto grave che sconvolge il mercato, non sia valutato dal professor Rossi tanto urgente come la legge anti-trust, proprio perché ci siamo dati una serie di « anticorpi », non essendo i meccanismi dell'informazione societaria simili a quelli di tipo statunitense. I nostri meccanismi, infatti, sono ben limitati, perché la società capitalistica italiana ha una formazione molto recente e i gruppi dominanti sono quelli che ancora tengono in mano la situazione.

Vorrei conoscere il giudizio del professor Rossi circa l'urgenza di una normativa anti-trust, anche rispetto a quella relativa all'*insider trading*, che noi riteniamo urgente.

PRESIDENTE. Vorrei aggiungere una domanda, osservando prima che alla in-

terdipendenza dei sistemi finanziari e creditizi, determinatasi attraverso un processo non solo conclamato, ma reale, non corrisponde, sul piano comunitario in particolare, sul piano internazionale più in generale, una interdipendenza dei sistemi di controllo.

Il professor Rossi ha evocato nella sua relazione casi e informazioni sui sistemi di controllo vigenti in altri paesi. Non rischiamo, di fronte ad una sempre più stretta interdipendenza dei sistemi finanziari, di assistere, in futuro, ad esiti tali da complicare i problemi? Non ci dobbiamo preoccupare di questi difetti di controllo? In altri termini, l'internazionalizzazione e l'integrazione dei mercati finanziari non pongono problemi di controllo che superano largamente anche i problemi che pur abbiamo evocato e che rischiano di essere soverchiati dalla interdipendenza dei mercati e dall'assenza di una parallela interdipendenza dei sistemi di controllo?

GUIDO ROSSI, già Presidente della CONSOB. Mi fa piacere riprendere il discorso sulla legislazione anti-monopolio, perché ha ragione l'onorevole Minervini quando sostiene che in questo momento è la mia « crociata ». In passato ne ho portato avanti un'altra molto fortunata: la trasparenza. Spero che anche questa « crociata » sia altrettanto fortunata.

Ritengo che ci siano alcuni punti, introdotti dagli interventi degli onorevoli Minervini, Sarti e Ruffolo, capaci di chiarire la mia posizione. Credo che, nonostante tutto, anche al di fuori di una semplice attività istruttoria, una legislazione anti-monopolistica italiana sia assolutamente necessaria in questo momento per una serie di ragioni.

Innanzitutto, come ha osservato l'onorevole Minervini, l'ambito delimitato dagli articoli 85, 86 e 90 del Trattato di Roma non è completamente coincidente con una legislazione anti-monopolio nazionale. Mi riferisco ad esempio al grave problema, che ho sottolineato e ritengo prioritario, della formulazione di una legge

anti-monopolio concernente il rapporto banche-industrie. Si tratta sicuramente di un importante argomento, che può essere risolto da una corretta disciplina anti-trust nazionale e non viene toccato dagli articoli 85 e 86 del Trattato di Roma. Tale legislazione dovrebbe essere, al contrario di quanto può sembrare, più rigorosa e diversa rispetto alla disciplina comunitaria. Infatti, quest'ultima concerne soprattutto l'individuazione delle posizioni dominanti, che riguardano principalmente la situazione del mercato europeo; quando invece le fattispecie si riferiscono a vicende nazionali, l'intervento della CEE risulta solo marginale, e determinato al raggiungimento di aliquote ritenute anti-concorrenziali nell'ambito del più ampio mercato europeo.

La legislazione nazionale deve essere quindi più rigorosa e più mirata di quanto non lo sia quella comunitaria. Su questo terreno, abbiamo un enorme vantaggio rispetto agli altri paesi europei, perché possiamo basarci sull'enorme esperienza della legislazione comunitaria e dell'attività anti-monopolistica della IV direzione generale della CEE. Il fatto che si introduca una legislazione più rigorosa, ma più mirata rispetto a quella degli articoli 85 e 86 del Trattato di Roma, svuota anche la possibile obiezione che la legge anti-monopolio italiana diventi una specie di *boomerang*, che renda meno rigorosa l'applicazione dei menzionati articoli 85 e 86 da parte delle autorità comunitarie.

L'onorevole Sarti ha ricordato che gli articoli 85 e 86 del Trattato di Roma non hanno risolto l'urgente e fondamentale questione riguardante il settore dell'editoria, sul quale il Parlamento italiano è dovuto intervenire con un provvedimento isolato. Ebbene, se quella legge è, dal punto di vista tecnico, come ho già scritto, del tutto insoddisfacente, ciò dimostra ancora una volta che esiste un ampio spazio per una legislazione anti-monopolio più mirata anche negli altri settori. Naturalmente non mi riferisco solo al campo delle conglomerate industriali, ma anche a quello dei rapporti banche-industrie.

L'onorevole Sarti ha sollevato inoltre il problema dell'*insider trading*. Ritengo tuttavia che l'introduzione di una legislazione anti-monopolio sia più urgente e prioritaria rispetto ad una disciplina di questo fenomeno.

In Italia, dove esiste la fattispecie, il mercato vive sull'*insider trading*, ma è ancora talmente rozzo, per dirla brutalmente, da tollerare una distorsione di questo tipo.

È di assoluta evidenza il problema sollevato dal presidente Ruffolo a proposito dell'interdipendenza dei sistemi di controllo e della possibilità di un loro difetto a livello internazionale; e ciò anche in relazione alle problematiche relative alla legislazione anti-monopolio. Posso dichiarare con assoluta tranquillità che nell'ultimo contatto avuto con le autorità della Comunità economica europea mi sono lamentato della mancanza di una legislazione italiana anti-trust; i riferimenti alle autorità anti-monopolio nazionali, infatti, nelle direttive, nella legislazione, nei vari provvedimenti presi a tutti i livelli dalle autorità comunitarie europee, trovano l'Italia assolutamente carente.

La Commissione della CEE, di recente, ha discusso ampiamente a proposito di un problema ben conosciuto. In ordine alla disciplina delle tariffe l'Italia, infatti, si trova in una situazione di grande inferiorità, perché le autorità comunitarie si erano riferite ad un organo di vigilanza sulla legislazione anti-monopolio dei singoli paesi. Ma tale organo in Italia non esiste, sembra sia un funzionario del Ministero dell'industria, nemmeno di alto livello, a tenere i contatti con la Comunità. Ciò pone l'Italia, dal punto di vista dell'integrazione a livello internazionale, in una situazione di estremo disagio e di grande difficoltà; quanto meno per questo — ma, ovviamente, esistono altri esempi, molto più importanti — quando si arriverà ad un'integrazione più ampia dei mercati finanziari, certamente sarà necessario risolvere con urgenza questo problema.

**PRESIDENTE.** Giunti al termine di questa audizione, non mi resta che ringraziare il professor Rossi. Lo faccio non ritualmente, ma con molta sincerità, per la cortesia con la quale egli ha voluto sottoporsi alle nostre domande, per il contributo che ha fornito con la relazione che ha introdotto la sua audizione e per il modo, come sempre preciso, prezioso e brillante (mi permetto di dire, brillante anche nelle sue reticenze legittime) con cui ha risposto.

**La seduta, sospesa alle 17,55, è ripresa alle 18.**

**PRESIDENTE.** L'ordine del giorno reca ora, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sull'evoluzione del sistema e dell'ordinamento bancario e finanziario, l'audizione dell'ingegner Paolo Baratta, presidente del Consorzio di credito per le opere pubbliche, che salutiamo e ringraziamo per aver voluto cortesemente accogliere il nostro invito a partecipare all'indagine come uno dei più autorevoli interlocutori del sistema bancario.

**PAOLO BARATTA, Presidente del CRE-DIOP.** Nell'accogliere volentieri l'invito a portare il mio contributo a questa indagine conoscitiva, ho interpretato l'invito stesso come rivolto ad un amministratore di istituto mobiliare dal quale si vuole innanzitutto una testimonianza proveniente dal suo campo d'attività.

Ho predisposto pertanto una nota nella quale espongo alcune osservazioni relative al tema della specializzazione, alle sue finalità ed all'evoluzione del quadro normativo che vi presiede, nonché ai problemi nuovi posti dal rapido e incessante mutamento dei mercati e della concorrenza.

Le mie osservazioni attengono a materie che interessano, nell'ambito degli istituti di credito speciale, quelli cosiddetti mobiliari. Ricordo che la categoria del credito speciale comprende istituti esercenti il credito fondiario, il credito agrario, il credito opere pubbliche, nonché

l'insieme dei cosiddetti mobiliari. Una più dettagliata articolazione potrebbe distinguere, all'interno di questi ultimi, istituti speciali per il medio termine e istituti mobiliari propriamente detti.

Inizierò con alcuni brevi richiami sulle origini della specializzazione.

La legge bancaria del 1936 da un lato prese atto dell'esistenza di istituti « speciali » precedentemente costituiti (CRE-DIOP, ICIPU, Credito navale, IMI) limitandosi a ricondurre ai nuovi organi di vigilanza le competenze al riguardo previste per ciascun ente nelle rispettive leggi istitutive; definì inoltre un quadro normativo essenziale per gli istituti abilitati alla raccolta a medio e lungo termine, che sarebbero stati costituiti successivamente; dette alla Banca d'Italia il potere di disciplinare l'attività delle aziende di credito, in particolare quello di disciplinare le loro possibilità operative oltre il breve termine.

Caratteristiche dell'istituto a medio termine sono: l'interdizione della raccolta presso il pubblico nella forma di depositi in conto corrente e di risparmio a breve termine; l'autorizzazione, per contro, a raccogliere tramite l'emissione di titoli (in particolare essi possono emettere obbligazioni per multipli del capitale in deroga al codice civile che, all'articolo 2410, prevede, per le società, la possibilità di emettere obbligazioni solo in misura pari al capitale); il non poter ricorrere ad un prestatore di ultima istanza.

Fin dalla nascita dei primi istituti (CRE-DIOP nel 1919, ICIPU nel 1924), finalità evidente dei promotori fu quella di creare nuove strutture finanziarie che offrissero credito a medio termine con un'attività di intermediazione distinta da quella svolta dalle banche, allora « tuttofare »: una attività, cioè, che non gravasse sulla raccolta di depositi, ma si esprimesse nella emissione di titoli. Scopo evidente era quello di alimentare la formazione di un mercato finanziario a fianco ed in alternativa all'attività delle banche « miste universali ». Fu con tale fine che si dette avvio ad un processo di specializzazione, assai prima di recepirlo

in via generale nelle norme che definiscono l'ordinamento.

Questo modello fu accolto, dopo la crisi degli anni Trenta, quale modello tipico, atto a realizzare un sistema dotato di maggiore stabilità. Il contenimento dell'attività dell'azienda di credito ordinario, che raccoglie depositi, prevalentemente entro il breve termine, presupponeva ovviamente lo sviluppo di un mercato finanziario, per l'alimentazione, per via non bancaria, delle altre forme di finanziamento, in particolare delle altre forme di finanziamento delle imprese.

Il mercato obbligazionario si era, nel frattempo, già notevolmente sviluppato, solo in modesta misura grazie alle emissioni dirette delle imprese; per la quasi totalità grazie alle emissioni degli istituti operanti in quegli anni. Infatti, se nel 1923 le obbligazioni rappresentavano ancora soltanto il 2 per cento delle attività finanziarie detenute dall'economia, nel 1936 tale percentuale era già salita al 20 per cento.

La crescita di un vasto mercato obbligazionario caratterizza l'evoluzione del sistema finanziario italiano anche dopo la ricostruzione e nei decenni della sua successiva espansione, durante i quali si moltiplicarono istituzioni esercenti l'intermediazione a medio termine.

Queste furono create sia nella forma di società per azioni, sia quali enti pubblici nell'ambito di legislazioni speciali finalizzate allo sviluppo del Mezzogiorno ed allo sviluppo della piccola e media impresa.

Alcune di queste istituzioni hanno caratteristiche di istituti mobiliari, nel senso che, oltre all'esercizio del credito a medio termine, possono acquisire e negoziare titoli, dare anticipazioni su titoli, acquisire partecipazioni. Sono queste cioè in condizione di esercitare tutte le principali funzioni dell'*investment banking* o, se si preferisce, tutte le funzioni del *merchant banking*, con in più la possibilità di assunzione a fermo di titoli, consentita anche dalla loro dimensione patrimoniale. Secondo le disposizioni vigenti, la possi-

bilità di assunzione di partecipazioni trova limite nel valore del patrimonio (il valore delle partecipazioni e degli immobili infatti non può superare il valore dato dalla somma del patrimonio netto e dei fondi rischi al netto dei dubbi esiti).

Queste istituzioni speciali pertanto concorrono allo sviluppo del mercato finanziario attraverso la duplice attività di emissione di propri titoli a medio termine a fronte dei fabbisogni a medio e lungo termine dell'economia, nonché di sottoscrizione, acquisizione, ricollocamento, negozio dei titoli emessi dalle imprese e dagli enti.

È evidente il rapporto tra siffatta specializzazione e gli obiettivi di stabilità cui è finalizzato l'ordinamento.

Si ritiene preferibile che il finanziamento della formazione del capitale permanente sia affidato al capitale di rischio e al finanziamento a medio termine, alimentati ambedue dal mercato finanziario; si ritiene preferibile cioè che lo sviluppo di queste due forme di finanziamento non abbia a interferire in misura rilevante sul processo di intermediazione delle banche che assumono impegni nella forma di depositi-moneta e, quindi, in particolare, che non abbia a condizionare la regolazione della moneta effettuata dall'istituto di emissione nella sua qualità di prestatore di ultima istanza delle banche stesse. È evidente, per contro, che la possibilità di accedere a capitali di rischio e a finanziamenti a medio termine dà maggiore stabilità alla finanza delle imprese, riduce il grado di dipendenza del finanziamento delle imprese dalle banche e concorre a migliorare l'attivo di queste ultime.

Il credito a medio termine si qualifica, rispetto al breve, non — come sovente si equivoca — per la durata del possibile rapporto con il cliente. La differenza sta nel fatto che nel medio termine il prestatore si inibisce la facoltà di richiamare il denaro prestato, se non alle scadenze prefissate e per le quantità stabilite per ciascuna rata. Il credito a breve può invece essere richiamato interamente a vista o, al più, entro orizzonti di breve durata.

Sono evidenti i rischi assunti dal finanziatore a medio termine (di illiquidità e di rischio di credito) e il possibile conflitto di interesse tra la posizione di creditore a breve (con richiamo a vista) e di creditore a medio-lungo, nel caso l'impresa si venga a trovare in condizioni di difficoltà. Tale possibile conflitto di interessi non è tra le ultime considerazioni che possono suggerire una « separazione » tra gli organismi erogatori le due forme di credito. In tal caso la soluzione di tale conflitto resta affidata alle valutazioni di mercato effettuate *ex ante* dai due tipi di intermediari.

Come si è detto, un certo numero di istituti speciali mobiliari è di natura pubblica. Il fatto che tali istituti siano sorti nel quadro di iniziative volte al perseguimento di particolari obiettivi settoriali-territoriali ha prodotto una molteplicità di soggetti tra loro differenti, sovente con connotazione di enti di scopo.

Le singole leggi istitutive costituiscono un complesso di leggi speciali che si affianca alla legislazione bancaria vera e propria.

Siffatta legislazione speciale contrasta con i principi che sono alla base della legge bancaria.

La precisazione di « scopi » diversi dal semplice « esercizio dell'attività creditizia » contrasta con il principio della omogeneità della disciplina del settore creditizio ed è stata fonte di equivoci sulle funzioni di tali istituzioni e sulle responsabilità degli amministratori.

L'aver definito per legge, sovente con stupefacente quanto inutile dettaglio, oltre agli scopi, i campi operativi, i soggetti finanziabili, le singole operazioni effettuabili, la tipologia delle garanzie da assumere nonché, in alcuni casi, le modalità dell'organizzazione, è fonte di una paralizzante complessità, con grave danno per ciò che riguarda la chiarezza dei compiti e la chiarezza delle responsabilità.

Molte norme e vincoli contenuti nelle leggi istitutive appaiono in contrasto con l'affermazione che l'attività bancaria è attività di impresa, contenuta nel decreto

del Presidente della Repubblica 27 giugno 1985, n. 350.

Più in generale appare evidente la contraddizione tra siffatta legislazione speciale e la legislazione bancaria vera e propria per ciò che attiene le possibilità evolutive degli ordinamenti.

È pregio di quest'ultima l'aver creato condizioni che consentono, tramite interventi di tipo amministrativo e deliberazioni degli organi di controllo, adattamenti nelle normative statutarie. Appare evidente come tale elasticità sia fortemente impedita dall'esistenza di una legislazione speciale.

Una riconsiderazione di questa legislazione appare urgente.

Ricordo che già la legge bancaria prescriveva che le aziende e gli istituti creditizi avrebbero dovuto sorgere nella forma di società per azioni, riconoscendo nelle norme del codice civile le più opportune per l'esercizio per l'attività di impresa anche bancaria.

È auspicabile che le leggi istitutive si limitino a definire la natura del soggetto, la legge bancaria offrendo i riferimenti necessari per definirne la collocazione tra gli enti creditizi di questo o quel tipo, rinviando agli statuti tutto ciò che concerne il campo operativo, il capitale e la organizzazione.

Una verifica puntuale degli istituti di diritto pubblico potrà portare anche alla conclusione che, in alcuni casi, sono ampiamente superate le motivazioni che indussero a costituirli nelle forme di enti pubblici.

Può essere utile al riguardo un breve cenno alle vicende recenti del CREDIOP.

Con la legge n. 23 del 1981 si sancì la fusione per incorporazione nel CREDIOP dell'ICIPU, allora in difficoltà per le note vicende della chimica.

Tutto essendo in precedenza definito per legge (campo operativo, partecipanti, composizione del consiglio, organizzazione, eccetera), occorre che la legge si desse carico anche delle modificazioni necessarie per adeguare l'istituto a nuove funzioni.

Si dovette correggere la fortissima specializzazione settoriale, che aveva in parte favorito l'eccessiva concentrazione dei rischi, che rese in particolare l'ICIPU gravemente esposto alle ripercussioni della crisi del settore chimico. Si corresse, invero con molto ritardo, una situazione che avrebbe dovuto essere modificata già da tempo, essendo ormai da tempo assai mutati rispetto alle origini i mercati, i fabbisogni finanziari dell'economia, la concorrenza.

Si pose termine, con l'ampliamento definitivo del campo operativo, ad un'altra tendenza manifestatasi negli anni precedenti: quella di introdurre via via, nell'ambito di successive leggi speciali, aperture statutarie a nuovi campi operativi specifici e limitati.

Rispetto ad una concezione che strumentalizzava a fini di politiche settoriali l'evolversi della normativa statutaria, si optò così per una normativa finalizzata al miglior svolgimento dell'attività creditizio-finanziaria dell'istituto.

Va richiamato poi che la legge n. 23 introdusse importanti innovazioni per tutti gli istituti: rese omogenea la disciplina relativa alla vigilanza sugli istituti, consentendo che le disposizioni su importanti materie potessero essere distinte da quelle adottate per le aziende di credito; inoltre eliminò del tutto la possibilità che l'organo di vigilanza autorizzasse superamenti dei limiti di fido, che vennero definiti *ex ante* sulla base di *ratios*. Anche quest'ultimo provvedimento segnò una svolta; una svolta rispetto alle possibilità di dirigismo, per via amministrativa, sulla loro attività.

Nella parte che riguarda il CREDIOP la legge, come detto, ne ridefinì il campo operativo rinviando allo statuto, da approvarsi per via di provvedimento amministrativo, la regolamentazione del capitale, dei partecipanti, della organizzazione.

Di questa « delegificazione » e rinvio ai poteri delle autorità creditizie di gran parte della normativa statutaria – soluzione aderente allo spirito della legge

bancaria – si è grandemente giovato l'istituto.

Nel definire il nuovo ordinamento nel 1981, ci si ispirò per gli aspetti essenziali al codice civile. Anzi, l'occasione fu utilizzata per introdurre, per la prima volta in Italia, la struttura dualistica degli organi di amministrazione (comitato esecutivo – consiglio di sorveglianza), soluzione anticipatrice di modelli verso i quali sembra orientarsi la riforma degli organi societari allo studio in sede comunitaria.

L'autonomia statutaria concessa dalla legge ha consentito già un secondo intervento di modifica dello statuto, attuato nel 1986. Si sono introdotti perfezionamenti circa il funzionamento dei due organi collegiali amministrativi e precisazioni sui relativi compiti e funzioni sulla base dell'esperienza maturata in un quinquennio.

Modifiche sono state poi introdotte sul capitale. È stata adottata una significativa innovazione relativamente ai titoli ordinari, suddividendoli in due categorie aventi uguali diritti e, in particolare, uguali diritti di voto in assemblea, distinte solo per le possibilità di negoziazione.

I titoli vincolati, rappresentanti il 51 per cento del capitale, possono essere posseduti solo da organismi pubblici o da imprese da questi controllati; nessun vincolo di circolazione pesa invece sui restanti titoli denominati liberi, rappresentanti il 49 per cento del capitale ordinario. Si è realizzata, così, per il capitale di comando, la condizione di massima libera negoziabilità compatibile con la natura di ente pubblico.

Queste possibilità di adottare soluzioni originali e sperimentare nuove forme organizzative consentono di svolgere una importante funzione innovativa. Tali potenzialità sono state utilizzate per avvicinare il più possibile la disciplina e le condizioni operative dell'ente pubblico a quelle che presiedono l'organizzazione delle attività private.

Come si è detto, la legge n. 23, riguardo al nuovo CREDIOP, mentre « delegificava » per ciò che attiene fondamen-

tali suoi aspetti organizzativi, per quanto riguarda il campo operativo innovava, ma pur sempre nella forma di una elencazione, nella norma di legge, delle attività dell'istituto.

Ebbene, mentre per ciò che attiene gli aspetti organizzativi, come si è visto, si sono potute adottare innovazioni ed anche ricercare ardite soluzioni, già appare evidente, nonostante il breve tempo che ci separa dal 1981, l'obsolescenza di alcune specificazioni legislative relative al campo operativo.

Dal 1981 ad oggi grandi sono stati i mutamenti, attività dominanti sono divenute marginali, attività nuove sono apparse e cresciute di importanza per il CREDIOP così come per tutti gli istituti.

Radicali mutamenti sono intervenuti nell'evoluzione recente del mercato, che solo pochi anni fa era dominato dalle più tradizionali operazioni, e ciò ha comportato e comporta adattamenti rilevanti e continui nell'operare degli istituti. Di questi richiameremo i più significativi.

Da molti anni ormai lo sviluppo del mercato obbligazionario aveva consentito a grandi organismi pubblici realizzatori di grandi investimenti di rivolgersi direttamente al mercato con le proprie emissioni obbligazionarie. Tale evoluzione è stata facilitata da importanti agevolazioni di varia natura, dalla garanzia dello Stato sulle emissioni all'estero, dalle esenzioni fiscali sugli interessi e dalla possibilità di emettere obbligazioni a rendimenti più alti di quelli massimi consentiti dalla Banca d'Italia per le emissioni degli istituti.

Si aggiunga che, gradualmente, nel corso degli ultimi anni si è mirato, con successivi interventi legislativi, a ricondurre il finanziamento degli enti locali, che da lungo tempo sono divenuti i principali realizzatori di infrastrutture, nell'ambito dell'attività di finanziamento della Cassa depositi e prestiti - che essa svolge a tasso più basso di quello di mercato, giovandosi della raccolta postale -. Con ulteriori disposizioni legislative si è attribuito alla Cassa depositi e prestiti il compito di finanziatore di parte dei pro-

grammi di investimento infrastrutturali in particolari settori, dalla telefonia alle metropolitane, allargandone il campo operativo quale strumento pubblico di finanziamento a tasso ridotto.

Negli ultimi anni interventi legislativi hanno autorizzato in sempre maggior misura il ricorso diretto ai finanziamenti della BEI da parte di enti e imprese, finanziamenti che la BEI effettuava in precedenza per il tramite degli istituti.

Nel corso degli ultimi dieci anni si è assistito al rapido sviluppo e ad un successivo declino, in particolare nell'ultimo biennio, dei finanziamenti a medio termine a favore dell'esportazione.

Le crescenti e tuttora gravi difficoltà in cui versano molti paesi indebitati ne sono la causa prima. Nel nuovo quadro internazionale di ridotta attività verso questi paesi, si è sviluppata una accesa competizione nell'acquisire finanziamenti verso altre aree (est europeo, estremo oriente) i cui paesi hanno di conseguenza accresciuto notevolmente la loro capacità negoziale (rifiuto dell'accollo dei costi delle assicurazioni sui finanziamenti, richiesta di agevolazioni). Per contro, i tassi del cosiddetto *consensus* non sono stati proporzionalmente diminuiti nella fase di generale calo dei tassi e sono oggi sostanzialmente pari a quelli di mercato.

In tali circostanze, le banche estere si trovano avvantaggiate per il minor costo della provvista in tutte le operazioni effettuate in valuta estera, sia che si tratti di operazioni di rifinanziamento, che l'Italia via via conclude, sia nel caso delle normali aperture di credito per le esportazioni italiane verso altri paesi. In questo quadro, sono divenute assai rilevanti due ulteriori limitazioni alla concorrenzialità degli istituti italiani: la presenza dell'imposta sostitutiva sui finanziamenti a medio termine, ancorché con aliquota ridotta, ma pur sempre elevata rispetto agli *spreads* che ormai caratterizzano il mercato; la presenza dell'imposta sugli interessi anche per le emissioni in valuta all'estero, il che ha praticamente reso impossibile tale forma di provvista.



La possibilità di sviluppare operazioni in lire è, per contro, limitata da una politica di autorizzazione volutamente riduttiva. Va aggiunto che, nel frattempo, si è sviluppato notevolmente, anche in questo campo, il processo di *securitization* con aumento del mercato dei titoli di credito emessi dai finanziati.

Come è noto, si sono poi notevolmente modificate le modalità di crescita delle imprese. Lo sviluppo industriale da tempo si caratterizza non più per grandi investimenti con lunghi tempi di ritorno, ma per riorganizzazioni e razionalizzazioni che comportano investimenti di più complessa natura e, in ogni caso, con orizzonti di ammortamento assai ravvicinati.

Notevolmente diminuita risulta l'incidenza dei finanziamenti nel campo del credito agevolato. Nel caso del Mezzogiorno si è in presenza da tempo di una sostanziale stagnazione degli impieghi in essere, misurati in valore corrente.

Sono mutati anche gli interlocutori degli istituti.

Si sono diffusi nuovi intermediari che si finanziano sul medio termine, come le società di *leasing*, che svolgono a loro volta un'attività analoga al credito a medio termine.

Nell'ambito dei grandi gruppi, sono state organizzate forme nuove di gestione della finanza e sono sorti nuovi soggetti intermediari e sistemi di società finanziarie che provvedono a parte dei fabbisogni e ne regolano l'afflusso alle società operative.

Più in generale, si è modificata la gestione finanziaria delle imprese, anche nel caso delle imprese minori.

Il ripristino di condizioni di autofinanziamento nelle imprese ha contribuito grandemente a tali sviluppi, e alla crescente sofisticazione della loro attività finanziaria, in ambo i sensi, da e verso il mercato e gli intermediari.

Gli istituti, in questo periodo, hanno perseguito una importante attività di tradizionali mutui a medio termine, in particolare verso le piccole e medie imprese, anche non agevolati. Con tale azione è

stata svolta una importante funzione di calmieramento del costo del denaro, che si può apprezzare se si pone mente alla ampia forbice che tuttora si riscontra tra tassi minimi e massimi praticati dal sistema del credito ordinario.

Per il resto, quasi tutto è cambiato rispetto al passato, anche recente. È cambiata la clientela e la tipologia dei suoi fabbisogni. Il finanziamento a medio termine sempre meno si correla direttamente a programmi di investimenti fissi, sempre più si sviluppa in relazione agli obiettivi di gestione finanziaria complessiva delle imprese; in particolare, si sviluppa in relazione agli obiettivi di minimizzazione dei costi e di articolazione del passivo che le imprese perseguono al mutare del mercato, dei tassi, delle aspettative.

Alla tradizionale attività di tipo creditizio-ipotecario si è da tempo sostituita una forma di credito finanziario dove durata, tassi - variabili o fissi -, condizioni negoziali, eccetera, tendono ad articolarsi secondo le richieste che le imprese esprimono in relazione, come si è detto, ai loro obiettivi di ottimizzazione della gestione finanziaria.

Un grande sviluppo hanno avuto le attività in campo finanziario: attività in titoli, in partecipazioni, in negoziazioni e smobilizzo di titoli di credito esteri, coperture dei rischi di cambio, eccetera, con accrescimento di attività di tipo *investment banking* e *merchant banking*.

In un quadro dominato dalla raccolta a medio termine dello Stato, si è sviluppata una sempre più sofisticata e complessa attività di raccolta da parte degli istituti, che si esplica in congiunzione con una più complessa attività di gestione dei loro stessi impieghi finanziari.

Nel mutevole quadro delle aspettative ricadono sugli istituti l'onere ed i possibili rischi della non rispondenza tra le forme in cui sono richiesti i crediti e quelle alle quali, di momento in momento, sono più facilmente reperibili risorse finanziarie sul mercato.

Sotto la spinta dei mutamenti esterni gli istituti debbono adattare continua-

mente le modalità del loro operare e far fronte alle nuove esigenze con nuove professionalità e nuovi strumenti.

Questa evoluzione può essere affrontata solo se gli istituti sono dotati di efficienza e di grande elasticità.

Tutto ciò conferma quanto già detto, cioè che ogni norma che non sia orientata ad esaltare l'elasticità operativa di questi istituti rischia di introdurre solo impedimenti ai processi di adattamento e può rappresentare quindi grave nocimento alla loro capacità competitiva. In tal senso, gli istituti pubblici sono più esposti a questo rischio.

Negli ultimi anni, l'attività degli istituti è stata condizionata in misura rilevantissima dalla legislazione fiscale. In particolare, ha avuto effetti di grande portata l'aver innalzato l'aliquota dell'imposta sostitutiva che grava sulle operazioni aventi durata superiore a 18 mesi. Tale aliquota è stata portata, con provvedimento del gennaio 1983, al 2 per cento del valore del mutuo (0,25 per cento nel caso di mutui all'*export*), cioè ad un livello che, nel caso di mutui non assistiti da ipoteca, è di gran lunga superiore alle imposte che con essa si intendono sostituite.

In quanto imposta *una tantum* la sua incidenza sul costo del finanziamento è tanto maggiore quanto minore è la durata del finanziamento stesso. Penalizzate pesantemente risultano le operazioni di durata media 3-5 anni, proprio quelle che meglio risponderrebbero alla domanda potenziale delle imprese. Per questa durata l'incidenza sul costo del denaro giungerebbe ad essere pari all'0,8-1 per cento.

Risultato di ciò è stata la pratica scomparsa della domanda, per quelle scadenze e lo sviluppo di un'attività di finanziamento a più breve termine al di sotto dei 18 mesi.

Al modestissimo gettito si accompagna il gravissimo effetto distorcente, che contraddice le finalità che con la specializzazione si vogliono conseguire.

Affrontando ora il tema dell'internazionalizzazione del mercato finanziario e dei connessi problemi di efficienza e di

ordinamento, osservo innanzitutto che la crescente internazionalizzazione introduce nuove sollecitazioni su un sistema che già intensamente viene modificando il proprio operare.

Il programma presentato dalla Commissione della CEE, relativo alla formazione di un mercato unico delle attività finanziarie (il cosiddetto « libro bianco »), ripropone con nuova urgenza problemi di efficienza e di ordinamento.

La specificità dell'ordinamento italiano, rappresentata dalla separazione banche-istituti, può essere messa in seria discussione da un'applicazione troppo semplificata del principio del mutuo riconoscimento, che il libro bianco propone quale « metodo » per la creazione di uniformi condizioni, in alternativa a processi di armonizzazione tramite direttive. Il principio del mutuo riconoscimento implica che nessun paese ospitante possa impedire, al suo interno, l'attività di soggetti esteri che la svolgano secondo le norme e le regole del paese d'origine. Ove da tale situazione emergessero ostacoli alla concorrenza, a causa di normative interne più limitative, ricadrebbe sul paese ospitante il compito di adeguare le proprie norme.

È stato dichiarato in questa sede, dal Governatore della Banca d'Italia: « ...riteniamo che la distinzione basata sulla specializzazione sia ancora valida, e che l'esperienza e la professionalità accumulate in decenni di operatività distinta dei due tipi di intermediari - aziende ed istituti - non debbano andare disperse ».

Perché ciò possa realizzarsi, nel corso del processo di formazione del mercato europeo, occorre che il principio del mutuo riconoscimento trovi applicazione in forme più articolate, che i minimi di armonizzazione siano meglio definiti e che siano trovate formule che consentano la coesistenza di normative che, accettando principi comuni, possano differenziarsi.

Si osservi che le preoccupazioni circa un'applicazione troppo semplicistica del principio del mutuo riconoscimento non riguardano solo la specializzazione breve-medio termine, ma molti altri settori del-

l'attività di intermediazione, da quello bancario a quello degli intermediari di mercato finanziario.

Un'azione incisiva di chiarimento va svolta in sede comunitaria.

Un esito favorevole al mantenimento di un certo grado di specializzazione non modificerebbe comunque l'entità e la natura dei problemi di adattamento del sistema.

Un processo di specializzazione-integrazione è delineato dallo stesso Governatore, quando addita in una articolata presenza di aziende di credito nel capitale degli istituti la formula da perseguire al riguardo.

Il modello è quello di un rapporto banche-istituti mobiliari, nel quale questi ultimi sviluppano, oltre al finanziamento a medio-lungo termine, le attività finanziarie tipiche dell'*investment banking* ed i servizi tipici del *merchant banking*.

Occorreranno semplificazioni legislative, scorpori, accorpamenti, modifiche negli assetti proprietari, da realizzare con il minimo dei vincoli e con il massimo di spirito imprenditivo.

Dev'essere chiaro, infatti, che il « nuovo ordinamento » non può nascere solo all'ombra e con la tutela di un nuovo quadro normativo; perché possano svilupparsi le nuove funzioni specialistiche non bastano norme, occorre grande sviluppo di capacità « manageriali » e professionali. È dalla capacità concorrenziale, che si sarà in grado di esprimere, che potrà dimostrarsi la possibilità di mantenere un ordinamento con specializzazioni, nella concorrenza internazionale.

Come si è detto, questi istituti possono sviluppare la funzione congiunta di intermediari a medio termine e di *investment banks*, in consonanza con la tradizione e le origini degli istituti propriamente mobiliari. Tale constatazione si traduce nel dubbio circa la necessità e l'opportunità di una legislazione speciale sulle cosiddette *merchant banks*. Al momento, le proposte al riguardo sembrano configurarle come finanziarie cui è concessa, in deroga al codice civile, l'emissione di obbligazioni per un ammontare fino a due

volte (anziché una sola volta) il capitale. Tale previsione appare di per sé assai discutibile, essendo discutibile che si conceda tale deroga proprio ad un soggetto il cui attivo potrebbe essere rappresentato da titoli di rischio.

Come si è detto, per gli istituti di credito mobiliare che possono assumere partecipazioni, la disposizione amministrativa limita tale possibilità alla misura del patrimonio, secondo il principio che l'acquisto di capitale di rischio è bene non sia finanziato con altre passività, e tanto meno con passività di tipo obbligazionario, le più rigide, dal punto di vista dei flussi finanziari.

L'esperienza insegna che tale criterio è il più appropriato.

Allego alla relazione che ho depositato all'inizio della seduta due brevi appendici, riguardanti, rispettivamente, l'imposta sostitutiva sui crediti di durata superiore ai 18 mesi, e le ritenute alla fonte sugli interessi pagati da residenti su obbligazioni emerse all'estero. Esse descrivono più dettagliatamente quanto da me riassunto nella relazione, le gravi limitazioni e i condizionamenti all'attività degli istituti derivanti da queste due particolari imposte.

**PRESIDENTE.** La ringraziamo, ingegner Baratta, non solo per aver accolto il nostro invito, ma anche per aver portato con sé una ricca documentazione, che sicuramente risulterà utilissima per la nostra indagine.

Dalla relazione dell'ingegner Baratta mi pare che emerga — soprattutto verso la conclusione — una sostanziale concordanza con le dichiarazioni che il Governatore della Banca d'Italia ha reso a questa Commissione nel corso della presente indagine (ma anche in altre sedi), sul problema della specializzazione e despecializzazione, e quindi sulla distinzione — e l'opportunità di mantenerla — tra aziende di credito ordinario ed istituti di credito a medio e lungo termine: distinzione molto netta, all'inizio, nel nostro ordinamento, così come fu definito originariamente dalla legge bancaria.

Più volte, nel corso di questa indagine, abbiamo dovuto prendere atto di un paradosso, sia pure apparente: cioè, quello di un mondo che cambia completamente (come l'ingegner Baratta ha chiaramente sottolineato nella sua relazione), di un mutamento continuo, di una rivoluzione nelle strutture dei mercati finanziari, e nel contempo di una immutabile fissità della legge bancaria. Il paradosso è solo apparente, perché sappiamo bene che, dietro l'immutabile facciata, c'è anche, nell'interno dell'edificio, una notevole modificazione dei termini nei quali la normativa era stata all'inizio interpretata, nell'ambito di una concezione dirigitica estremamente marcata.

Di fronte a questi mutamenti, ci si può chiedere se gli istituti di credito a medio e lungo termine, specialmente i più efficienti — tra cui certamente il CRE-DIOP —, non stiano assomigliando sempre più a banche ordinarie, e se, per converso, banche ordinarie — specialmente le più importanti — non stiano assomigliando sempre di più a istituti speciali, che compiono anche operazioni una volta spettanti rigorosamente — nell'ambito di quella specializzazione — ad essi; ci si domanda, in altri termini, se non vi sia una compenetrazione di compiti e pratiche che mira (come alcuni pensano, e addirittura sostengono) alla figura della banca « universale », la quale sarebbe naturalmente in contrasto con le tradizioni e le condizioni del nostro ordinamento.

A questo punto mi chiedo — anche sulla base della sua esposizione, ingegner Baratta — se non vi sia, invece, pure nelle indicazioni del Governatore della Banca d'Italia, la previsione di un ordinamento basato non tanto sulla banca « universale » — e non più sulla separazione netta tra le due figure —, quanto sull'individuazione di un gruppo « universale » (piuttosto che di una sola azienda o di un solo istituto), specializzato al suo interno, ma configurato in modo unitario ed integrato, nelle sue componenti, dal punto di vista dell'assetto giuridico e proprietario.

Chiedo, cioè, se la tendenza non vada nel senso di configurare un gruppo orga-

nizzato, al cui interno vengano specializzazioni, ma che, tuttavia, compia come gruppo l'intera gamma delle attività creditizie e finanziarie, dal credito ordinario al finanziamento a medio e lungo termine, dall'intermediazione finanziaria alla gestione fiduciaria, e così via.

Se così è, si pongono gravi problemi in materia di controllo, di vigilanza anti-*trust*, che quell'ordinamento, così specializzato e segmentato, così gerarchicamente e dirigiticamente ordinato, non poneva.

È questa una conclusione che si può trarre dalle tendenze in corso ed è verso questo tipo di configurazione che va orientandosi in senso lato la banca italiana?

PAOLO BARATTA, *Presidente del CRE-DIOP*. Mi consenta di richiamare ancora una volta come in realtà la legge bancaria definisca un ordinamento assai meno rigido di quanto sovente si ritiene. Essa non vieta alle aziende di credito ordinario l'esercizio del credito a medio termine e le assunzioni di partecipazioni. La legge, piuttosto, riserva alla Banca d'Italia la facoltà di regolamentare e disciplinare la loro attività in questi settori operativi.

L'intendimento sembra essere quello di veder regolato lo sviluppo del credito a medio termine concesso dalle aziende di credito ordinario in relazione agli sviluppi che poteva assumere quello erogato da parte delle istituzioni specializzate nella raccolta a medio termine. Tale regolazione avrebbe dovuto tener conto, ad esempio, anche del grado di sviluppo dei mercati finanziari.

Circa i possibili raccordi tra aziende di credito e istituti mobiliari, ricordo che già nel 1944-1945, quando venne decisa la costituzione di Mediobanca, si optò per una soluzione « a raggruppamento », nella quale cioè un istituto di credito mobiliare (una banca di credito finanziario) nasceva con la presenza nel proprio capitale di tre aziende di credito ordinario.

Quando, per contro, si autorizzò la costituzione di sezioni speciali da parte di

aziende, si optò in un certo senso per la soluzione « a gruppo ».

A tale riguardo richiamo che nell'attuale sistema, a parte IMI e CREDIOP, gli istituti possono essere suddivisi, per ciò che riguarda i partecipanti, in istituti privati, al cui capitale partecipano anche banche, in alcuni casi con predominanza di una sulle altre; sezioni speciali per loro natura sotto totale controllo della banca cui appartengono; istituti pubblici con gran varietà di partecipanti, con forte presenza di banche, in qualche caso controllati da una singola banca.

Dalle riflessioni che si vanno facendo in questo periodo, pare di intravedere proposte che oscillano tra un modello « a raggruppamento » (più soci bancari nell'azionariato di ciascun istituto mobiliare) a un modello « a gruppo » (un solo socio bancario di controllo).

Certamente, soluzioni « a gruppo », secondo un modello che vede la banca divenire una *holding* che controlla società che esercitano attività parabancarie, un istituto mobiliare, società che gestiscono fondi, eccetera, porterebbero il nostro sistema più vicino a quello della banca « universale » e potrebbero porre problemi quali quelli evocati nella domanda.

Debbo per altro sottolineare, in ogni caso, che quando si parla o addirittura si propone la banca « universale » secondo il modello tedesco, si rischia qualche superficialità. La banca « universale », nel modello operante nella Germania federale, è, in realtà, parte di un diverso e complesso sistema di rapporti banca-industria, nel quale si sviluppano forti reciproci collegamenti. È anche per questo motivo che tale sistema è in osservazione continua in quel paese dal punto di vista delle norme della legislazione anti-car-tello.

Un modello quale quello del gruppo, che mantenga la separazione tra aziende e istituti mobiliari, ancorché con rapporti di partecipazioni, mira pur sempre a mantenere una « dialettica » tra le diverse forme di finanziamento all'industria. Da questo punto di vista, appare coerente anche con l'obiettivo più gene-

rale del mantenimento di un forte grado di separazione tra banca e industria. In quanto poi mira a domiciliare su patrimoni distinti e ad affidare a responsabilità « manageriali » e amministrative diverse le diverse tipologie di attività — quelle che raccolgono depositi-moneta da quelle dell'intermediazione finanziaria e di maggiore rischio —, sembra anche coerente con l'obiettivo di una maggiore trasparenza del sistema, con conseguenze favorevoli anche dal punto di vista della vigilanza su di esso, vigilanza che, a seguito di recenti disposizioni di legge, deve avvenire comunque su base consolidata.

Va osservato che nel momento in cui si parla di gruppi bancari « universali », si pone il problema non solo della vigilanza sulle varie attività che li compongono, ma anche quello del controllo « a monte » sul gruppo. Tale problema non emerge in tutta evidenza in Italia per il fatto che tutti i maggiori gruppi sono sotto controllo pubblico. Emergerebbe e chiederebbe soluzioni anche normative ove si mirasse ad un maggior grado di privatizzazione.

PRESIDENZA DEL VICEPRESIDENTE  
GIACOMO ROSINI

GUSTAVO MINERVINI. Vorrei domandare all'ingegner Baratta se, secondo lui, la soluzione preferibile sia quella della specializzazione, per quanto riguarda la durata della raccolta, oppure no. Egli ha detto che, se si deve mantenere il principio della specializzazione, ben vengano i gruppi (secondo la prospettazione del Governatore della Banca d'Italia). Ma perché sarebbe meglio che le banche possedano i titoli degli istituti di credito a medio e a lungo termine? Nel complesso, le funzioni della banca « universale » sono comunque esercitate... E allora, anche l'istituto di medio e lungo termine dovrebbe poter possedere le azioni delle aziende! Mi domando se le due ipotesi possano essere indifferenti. Non abbiamo avuto, perché non li abbiamo domandati

al Governatore della Banca d'Italia, chiarimenti in proposito.

Vorrei aggiungere un'altra considerazione. Ho apprezzato il corollario che l'ingegner Baratta ha tratto dalla circostanza che ormai, perlomeno tendenzialmente, gli istituti avrebbero in realtà, per quanto riguarda l'oggetto indifferenziato, natura di banche-impresе. Sono d'accordo sul corollario; però, mutata radicalmente la funzione degli istituti di credito a medio e lungo termine, è giusto riconsiderare se tutti gli istituti siano necessari ed utili: essendosi modificata la funzione, potrebbe darsi che ciò non sia più vero.

Un'ultima considerazione che vorrei svolgere (questa volta senza però esprimere consenso) riguarda l'osservazione in base alla quale la compartimentazione ristretta sarebbe stata un fattore della crisi degli istituti di medio e lungo termine (di taluni, almeno, e sappiamo quali). Mi domando se la crisi chimica avrebbe spiegato i suoi effetti sugli istituti che finanziavano la chimica. A mio avviso, se, in presenza di tale compartimentazione, gli istituti avessero usato maggiore prudenza, maggiore *self restraint*, non avrebbero proceduto a quella concentrazione dei rischi e non sarebbero incorsi in quella gravissima crisi. Uno dei fattori, certamente non quello decisivo, è stato costituito dalla mancanza di prudenza — quanto meno —, sulla quale poi, a distanza di anni, è stato posto il dito. Ma, queste mie, sono soltanto considerazioni su considerazioni già svolte.

PAOLO BARATTA, *Presidente del CRE-DIOP*. Che cosa pensi in sostanza della specializzazione mi sembra di averlo detto, in termini non dogmatici, nella relazione. Non c'è dubbio che mantenere una certa « dialettica » nell'erogazione del credito e nella sottoscrizione di capitali di rischio tra soggetti diversi costituisce una formula con la quale il mercato può definire equilibri migliori nelle passività delle imprese. Obiettivo della specializzazione, come ho detto, è pur sempre stato quello — mi sia permesso di sottolinearlo ancora una volta — di fare riferimento ai

mercati finanziari per le forme di finanziamento a più alto grado di rischio: è una forma con la quale si ottiene un maggior grado di trasparenza del sistema di intermediazione e nella quale le diverse tipologie delle passività del sistema economico si « trasferiscono » sul risparmiatore con un più ridotto grado di trasformazione per ciò che riguarda durata e rischio.

Aggiungo che la presenza di istituzioni di tipo creditizio-mobiliare (che raccolgono risparmio emettendo titoli) può contribuire in misura significativa anche allo sviluppo equilibrato dei mercati finanziari.

Il fatto che una parte delle attività finanziarie, immesse nell'economia, sia prodotta da soggetti intermediari specializzati, ai quali è affidato il compito specifico del finanziamento della componente a più alto rischio del sistema, e che sono dotati di un proprio consistente patrimonio (che funge da ulteriore elemento di tutela), può dare ai mercati finanziari una connotazione di maggiore stabilità.

Sono note sicuramente a questa Commissione le considerazioni che si vanno facendo sui pericoli di fragilità finanziaria che si vanno sviluppando proprio in quei paesi nei quali si sono avuti negli ultimi anni sviluppi colossali delle emissioni dirette da parte delle imprese.

In conclusione, non si tratta di una scelta di campo: separatezza « sì » o « no »; il problema è quello della consapevolezza dei suoi pregi e delle rinunce che si farebbero ove essa venisse meno.

Ci si è riferiti ad un modello che prevede che aziende di credito partecipino al capitale degli istituti e ci si chiede perché non prevedere che siano gli istituti a possedere partecipazioni in aziende: personalmente non aderisco ad un modello esclusivo ed astratto. Del resto, sarei la persona meno adatta per farlo, dato che in qualità di presidente del CREDIOP ho recentemente annunciato l'acquisizione del 14 per cento del Nuovo Banco Ambrosiano. La ricerca di formule di « integrazione-specializzazione » può avere fasi e sviluppi diversi.

Il problema presenta un aspetto peculiare nel momento in cui si considerano istituti, come quello che ho l'onore di presiedere, che non solo hanno natura pubblica, ma si presentano con dotazioni patrimoniali molto elevate: è evidente, infatti, che in questi casi modifiche negli assetti proprietari pongono problemi particolari circa i soggetti partecipanti e la dimensione del relativo impegno finanziario.

Circa l'osservazione formulata riguardo ai rischi, assunti nell'industria chimica negli anni '70, non intendo certo richiamare le norme limitative degli statuti in chiave di giustificazione. Ho solo sottolineato che l'assunzione di rischi elevati aveva luogo in alcuni casi in istituti che, oltre a non essere adeguatamente patrimonializzati, erano oltretutto meno in grado di diversificare la propria attività e i propri rischi; volevo sottolineare che limitare la diversificazione settoriale-territoriale dell'attivo secondo un concetto di specializzazione non di funzioni, ma di ambiti operativi, non favorisce il perseguimento dell'obiettivo della stabilità.

VINCENZO VISCO. Nel corso del nostro incontro si è fatto riferimento alla imposizione sostitutiva ed alla tassazione di obbligazioni emesse all'estero. Ritengo fondato il rilievo formulato sulla prima questione e, pertanto, non mi soffermo su di esso.

Per quanto riguarda, invece, le obbligazioni emesse all'estero, desidero rivolgerle alcuni quesiti. Vorrei sapere, innanzitutto, se gli altri ordinamenti esentino queste emissioni e - se sì - in che misura. Ricordo, infatti, che, nel caso dei titoli pubblici, l'esenzione concessa per le emissioni estere era legata al fatto che sui mercati internazionali talune obbligazioni pubbliche di vari paesi (mi riferisco agli Stati Uniti ed alla Francia) cominciavano a non essere tassate.

Nello stesso tempo, però, mi chiedo se non sia rischioso agevolare l'indebitamento sull'estero, a fronte di una situazione debitoria interna rilevante.

Inoltre, vorrei sapere quali effetti potrebbe provocare e quali preoccupazioni destare, per lo sviluppo del mercato obbligazionario, l'eventuale creazione di uno strumento di raccolta in esenzione di imposta, come il fondo-pensione. Esso è guardato con timore o si ritiene che esista uno spazio anche per tale forma di raccolta del risparmio?

PAOLO BARATTA, *Presidente del CREDIOP*. In ordine al primo quesito, desidero richiamare l'attenzione sul fatto che sulla base della disciplina attuale la ritenuta sugli interessi grava sulle emissioni di titoli, non sui prestiti accesi all'estero: ciò rappresenta solo una grave distorsione, essendo ininfluenza sulla propensione all'indebitamento estero. Quest'ultima, infatti, dipende dalla domanda interna e da quella degli esportatori. In genere, gli istituti praticano un *matching* tra operazioni attive e passive senza assumere direttamente rischi di cambio, per cui la domanda riflette la richiesta della clientela.

La distorsione evidenziata comporta due conseguenze negative. In primo luogo, costringe gli istituti ad accendere prestiti presso il sistema bancario internazionale, dando una sorta di privilegio alle banche estere. Siamo stati così in qualche modo costretti a chiedere prestiti, anche quando con l'emissione dei nostri *bonds* sul mercato finanziario avremmo potuto ottenere denaro a costi inferiori. Vi è una seconda conseguenza: il sistema degli istituti non è presente, se non in minima misura, sui mercati finanziari mondiali con carta di diretta emissione. Di per sé è uno svantaggio.

VINCENZO VISCO. Perché, in occasione dell'ultimo decreto, questa condizione non è stata posta in alcun modo?

PAOLO BARATTA, *Presidente del CREDIOP*. È stata posta in molti modi, ma mi sembra di capire che vi sia una certa disattenzione...

VINCENZO VISCO. Il fenomeno riguarda tutte le banche?

PAOLO BARATTA, *Presidente del CRE-DIOP*. Riguarda gli istituti di credito speciale e le aziende private e, in particolare, dunque, le nostre obbligazioni, visto che le emissioni obbligazionarie delle aziende private sono molto contenute.

La circolazione di « carta » emessa dagli istituti nei mercati finanziari internazionali è praticamente trascurabile rispetto all'indebitamento estero degli intermediari italiani. Si tratta di una distorsione che riduce comunque sensibilmente la nostra potenziale concorrenzialità. Siamo già in ovvia difficoltà a competere con le banche estere quando facciamo provvista in valuta, vorremmo poter competere almeno nei momenti in cui il mercato dei *bonds* ci è favorevole.

Sui finanziamenti a medio termine alle esportazioni grava poi l'imposta sostitutiva, la cui aliquota è stata ridotta allo 0,25 per cento. Anche a questo livello l'imposta incide fortemente sull'intermediazione, dato il drastico abbattimento dei margini che possono essere realizzati in questo tipo di operazioni nelle attuali condizioni del mercato.

Ogni annuncio di trattamento fiscale particolare di questa o quella forma di investimento finanziario non può poi che lasciarmi perplesso. Posso solo auspicare un'equivalenza di trattamento per le attività finanziarie detenute dalle famiglie e dalle imprese, attività che, qualsiasi ne sia l'etichetta, costituiscono comunque opportunità di investimenti di risparmio in forma finanziaria, che debbono quindi potersi diffondere in relazione alle preferenze del pubblico. Agevolare un'attività piuttosto che un'altra può trovare giustificazione solo in atteggiamenti dirigistici rispetto ai flussi finanziari dell'economia e non certo sul terreno della correttezza dei rapporti finanziari.

E un fondo di previdenza non è altro che una comune forma di investimento finanziario.

PRESIDENTE. L'onorevole Visco potrà condividere o meno la risposta, ma sicuramente non avrà nulla da eccepire in merito alla sua chiarezza...

ANTONIO BELLOCCHIO. Vorrei rivolgere all'ingegner Baratta una domanda che mi viene suggerita da una affermazione contenuta nella relazione, dove si parla dell'opportunità di una legislazione particolare per disciplinare le *merchant banks*.

Tale legislazione dovrebbe contenere solo controlli all'entrata o anche condizioni di gestione? I controlli devono essere volti solo alla trasparenza o devono anche entrare nel merito dell'attività?

PAOLO BARATTA, *Presidente del CRE-DIOP*. Credo di aver già manifestato le mie perplessità in merito alla opportunità di legiferare *tout court* sul *merchant banking*.

Esiste, nell'ambito dell'ordinamento attuale, la possibilità, per alcuni tra gli istituti di credito mobiliare, di assumere partecipazioni o negoziare titoli a fianco dell'attività creditizia a medio termine, il tutto con provvista in titoli. Questi soggetti possono svolgere simili attività essendo dotati della professionalità necessaria.

La mia perplessità riguarda l'opportunità di legiferare in merito ad un nuovo soggetto, del quale, fino ad ora, so solo che si delinea nei progetti noti come una società finanziaria che si caratterizzerebbe essenzialmente per una deroga rispetto ad altre società: la possibilità di emettere obbligazioni oltre il limite stabilito dal codice civile.

Si verrebbe a configurare un soggetto che assume capitali di rischio all'attivo e si fornisce sul mercato, in misura superiore alle società ordinarie, con obbligazioni.

Mi è difficile comprendere il perché di questa deroga per una società che abbia all'attivo delle forme di impiego - capitali azionari - che, per loro natura, danno scarsi flussi finanziari e possono dare invece luogo a forti oscillazioni di valore, quando l'obbligazione rappresenta, all'opposto, un impegno nominalmente fisso e che dà luogo a rigidi flussi finanziari in uscita.



Circa la vigilanza, richiamo l'evoluzione rappresentata dalla legge n. 23 del 1981. Per le istituzioni creditizie mobiliari è stata eliminata la possibilità, da parte della Banca d'Italia, di autorizzare il superamento dei limiti di fido ed è stata lasciata agli amministratori la responsabilità di definire il massimo affidamento accettabile, entro i limiti di rapporti prestabiliti rispetto al patrimonio; ciò esclude interferenze dell'organo di vigilanza sui singoli affidamenti. Questa è una formula molto corretta per le istituzioni che intermediario capitali ad alto rischio, poiché indirettamente ne sollecita la patrimonializzazione, quale condizione per sviluppare l'attività.

ARMANDO SARTI. Vorrei rivolgere una domanda specifica concernente il Consorzio di credito per le opere pubbliche. Col tempo ci si è mossi per allargare l'orizzonte a questioni di ordine più generale: oggi, siamo in una fase di rilancio del CREDIOP, che trova una sua nuova dimensione.

Questo glorioso consorzio era nato dieci anni fa per costituire una premessa di finanziamento, in generale, per le opere pubbliche, in particolare per quelle degli enti locali. Esso si è visto poi emarginare in un certo periodo, in tutta la sua potenzialità, dalle leggi approvate dal Parlamento, dall'attribuzione alla Cassa depositi e prestiti di tutta una serie di funzioni e possibilità e dai vincoli posti ai comuni ed agli altri enti locali, perché a questa Cassa si rivolgessero. Mentre si verificava una dilatazione del mercato in altri settori, che non rientravano negli interessi del CREDIOP, per quest'ultimo si restringeva l'area dell'impegno tradizionale.

Sono partito da queste premesse per fare alcune specifiche domande. I titoli vincolati si riferiscono ad una norma nuova dello statuto? È stata già utilizzata, oppure no, la copertura del 49 per cento per i titoli liberi?

Oggi per la prima volta, o direttamente o attraverso proprie consociate, il CREDIOP partecipa a società quotate di

grande rilevanza (non so se alla FIAT o alla Olivetti, o ad entrambe): l'ente, che lei presiede, pensa di intervenire in aziende non quotate o in altre medie aziende?

Avendo di mira, oltre che un'attività di partecipazione, anche un'attività di intermediazione, le domando, infine, se non sia necessario un lavoro di alta specializzazione, di consulenza, ad esempio, per il settore degli enti locali e per le loro aziende.

PAOLO BARATTA, *Presidente del CREDIOP*. Ho illustrato la riforma statutaria sui fidi: il titolo cosiddetto vincolato può essere posseduto da enti pubblici o da società da questi controllate, ma esercenti attività creditizie, assicurative, previdenziali e finanziarie. Gli altri titoli sono possedibili liberamente da chiunque sul mercato.

ARMANDO SARTI. Dunque, cambia la posizione della Cassa depositi e prestiti, che oggi detiene il 65 per cento dei titoli...

PAOLO BARATTA, *Presidente del CREDIOP*. Questa è una riforma che per il momento riguarda i titoli, ma non ci sono ancora modifiche nella composizione dell'azionariato. I tradizionali partecipanti sono possessori, per il 5 per cento ed il 49 per cento, di titoli del primo tipo e di titoli del secondo tipo. Da tempo poi, una norma statutaria particolare prevede che la Cassa depositi e prestiti abbassi la sua partecipazione al 40 per cento.

Circa la sua domanda sulle piccole imprese non quotate osservo: il problema dell'attività di partecipazione richiede strategie complesse; non si può avere attività di partecipazione soltanto in società non quotate; è buona norma avere una parte delle partecipazioni in titoli che hanno un mercato, altrimenti i pericoli di immobilizzo sono alti.

Sviluppiamo l'assunzione di partecipazioni in medie imprese; abbiamo acquisito quote di capitale in medie imprese

che si trovano in quella tipica fase di trasformazione che fa sentire l'esigenza di un nuovo partecipante finanziario qualificato, non essendo però tali imprese ancora pronte al grande balzo verso la pluralità dei partecipanti e il mercato azionario.

Il futuro di queste partecipazioni in società medie noi auspichiamo che sia di smobilizzo: ma è futuro che, da caso a caso, presenta rischi e incertezze. Si tratta di un lavoro difficile: coesistere con i tradizionali azionisti non è mai cosa semplice; difficile introdurre nuovi criteri di controllo e di gestione, cui il vecchio azionariato non sempre è abituato ed ai quali si adatta con qualche difficoltà.

È per ciò che questa nostra attività di assunzione di partecipazioni è ancora contenuta.

Certamente, siamo molto interessati a continuare a svolgere una funzione di consulenza nei confronti degli enti locali,

in particolare nel momento in cui si prospetta l'accentuazione del carattere di impresa di soggetti rientranti nella loro sfera.

Ogni accentuazione del carattere di impresa dei soggetti operanti nell'ambito degli enti locali, quale è l'aspirazione del sistema delle aziende municipalizzate, non può che essere considerata con favore da un interlocutore bancario moderno.

**PRESIDENTE.** Si conclude così la seconda audizione di questa seduta, e non ci rimane che ringraziare nuovamente e vivamente l'ingegner Baratta, presidente del CREDIOP per la cortesia e la disponibilità che ha dimostrato.

**La seduta termina alle 19,35.**

## ALLEGATO 1.

**IMPOSTA SOSTITUTIVA SUI CREDITI  
DI DURATA SUPERIORE AI DICHIOTTO MESI**

1. — Le disposizioni degli articoli 15 e seguenti del decreto del Presidente della Repubblica n. 601 del 1973 regolano sotto il titolo « Agevolazioni per il settore del credito » il trattamento fiscale delle operazioni di credito a medio e lungo termine (o di qualsiasi durata in particolari settori) effettuate dagli istituti di credito, sottoponendole ad un'imposta sostitutiva delle imposte d'atto (registro, bollo, eccetera) in attuazione di quanto previsto dall'articolo 9, n. 6), della legge di delega per la riforma tributaria n. 825 del 9 ottobre 1971, che consentiva il mantenimento dei regimi sostitutivi aventi carattere agevolativo stabiliti agli effetti delle tasse e delle imposte indirette « se le finalità perseguite sussistono tuttora e siano conformi agli obiettivi del programma economico nazionale ».

Con le ricordate disposizioni il legislatore delegato ha perseguito il raggiungimento degli obiettivi propri di ogni regime di abbonamento, cioè la semplificazione della procedura di applicazione dei tributi e la riduzione dell'onere fiscale, al fine di agevolare determinate attività ritenute meritevoli di particolare sviluppo.

Ed infatti la determinazione originaria della aliquota nella misura dello 0,75 per cento per le operazioni ordinarie poteva ritenersi « agevolativa » perché mediava tra il carico fiscale che sarebbe stato dovuto per le operazioni assistite da garanzie (pari all'1,45 per cento nell'ipotesi di assunzione di garanzie ipotecarie — 1 per cento e 0,20 per cento quali imposte ipotecarie, rispettivamente di iscrizione e cancellazione, e 0,25 per cento di imposta di registro — ovvero 0,25 per cento nell'ipotesi di assunzione di garanzie diverse, da corrispondersi solo in caso d'uso ove adottata la forma di corrispondenza) e quello per le operazioni senza garanzie, che avrebbero scontato soltanto l'imposta fissa di registro in caso d'uso (lire 2.000, poi elevata a lire 5.000).

La minore aliquota dello 0,25 per cento prevista per taluni tipi di finanziamento (credito agrario, artigiano, eccetera) era poi in funzione sia della considerazione che per alcuni di essi, di norma, non vengono assunte garanzie, sia del fatto che trattasi per lo più di operazioni concesse in forza di leggi speciali a tasso agevolato con contributo dello Stato o di altri enti pubblici.

2. — La funzione « agevolativa » dell'imposta sostitutiva è stata fortemente ridimensionata, per effetto del raddoppio delle aliquote operato nel 1978 (cfr. decreto-legge 26 maggio 1978, n. 216, convertito nella legge n. 388 del successivo 24 luglio), così facendo perdere al tributo quel carattere di « medianità » che aveva caratterizzato,

sia pure in modo empirico, il criterio di determinazione delle aliquote originarie.

Infatti, l'aumento dell'aliquota ordinaria dallo 0,75 per cento all'1,50 per cento, se poteva ritenersi giustificato per le operazioni garantite ipotecariamente, il cui carico fiscale era stato contemporaneamente innalzato al 2,75 per cento (di cui 2,50 per cento di imposte ipotecarie — 2 per cento di iscrizione e 0,50 per cento di cancellazione — e 0,25 per cento di imposta di registro), elevava in modo eccessivo l'onere per le operazioni non garantite.

3. — La situazione è venuta maggiormente ad aggravarsi per effetto del decreto-legge 30 dicembre 1982, n. 953, convertito, con modificazioni, nella legge 28 febbraio 1983, n. 53, con il quale l'aliquota ordinaria è stata fissata nella misura del 2 per cento e quella agevolata nello 0,75 per cento, prevedendosi un'aliquota dello 0,25 per cento per i finanziamenti dei crediti all'esportazione.

Tali ulteriori aumenti non sono stati determinati da paralleli inasprimenti nella misura dell'imposta ipotecaria di iscrizione e cancellazione (pur essendosi innalzata la misura dell'imposta fissa di registro e raddoppiata quella di garanzia), sicché l'imposta sostitutiva ha perso ancor maggiormente il sopra ricordato carattere di determinazione forfettaria in sostituzione delle imposte d'atto, assumendo quello di un prelievo specifico sui finanziamenti a medio e lungo termine ovvero su quelli in speciali settori economici.

4. — L'indicata evoluzione legislativa del tributo — anche se non può escludersi che esso, comportando l'esenzione dalle imposte d'atto di tutti gli atti connessi al finanziamento e, per taluni istituti, pure l'esenzione degli atti che gli stessi pongono in essere per il loro funzionamento e per lo svolgimento della loro attività, abbia in certa misura conservato natura agevolativa — ne ha alterato l'originaria funzione finendo con il diventare elemento distorsivo nell'esercizio del credito.

Di ciò ricorre testimonianza già nella Relazione annuale del Governatore della Banca d'Italia, tenuta il 31 maggio 1983, ove si legge che « l'innalzamento delle aliquote nel corso degli anni e la progressiva riduzione delle scadenze hanno reso questa imposta, quasi trascurabile prima del 1978, assai gravosa, tanto da innescare un processo di elusione, realizzato attraverso la riduzione a diciotto mesi della scadenza dei prestiti » (pag. 308).

Va, infatti, anche considerato che, essendo l'imposta sostitutiva corrisposta all'atto dell'erogazione, l'aggravio di costo in termini di aumento implicito del tasso di intervento è tanto più forte quanto minore è la durata del finanziamento.

Tale situazione trova ulteriore riscontro nella ultima Relazione del Governatore della Banca d'Italia, ove viene rilevato che lo sviluppo dell'attività degli istituti di credito speciale nel comparto del credito a breve termine è, tra l'altro, favorito dalla circostanza che « gli elevati oneri determinati dall'imposta sostitutiva sui prestiti a medio e lungo termine indirizzano la domanda degli operatori verso prestiti di durata non superiore a diciotto mesi » (pag. 200).

## ALLEGATO 2.

**RITENUTA ALLA FONTE SUGLI INTERESSI PAGATI  
DA RESIDENTI SU OBBLIGAZIONI EMESSE ALL'ESTERO**

1. — Per il combinato disposto dell'articolo 31 (interessi delle obbligazioni pubbliche) del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 601, « Disciplina delle agevolazioni tributarie », e del decreto-legge 19 settembre 1986, n. 556 (« Modifiche al regime delle esenzioni delle imposte sul reddito degli interessi e altri proventi delle obbligazioni e dei titoli di cui all'articolo 31 del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 601 », citato), mentre si tende ormai a parificare il trattamento tributario di tutti i titoli emessi all'interno, restano esenti dall'IRPEF, dall'IRPEG e dall'ILOR esclusivamente gli interessi, i premi e gli altri frutti dei titoli del debito pubblico, dei buoni postali di risparmio, delle cartelle di credito comunale e provinciale emesse dalla Cassa depositi e prestiti e delle altre obbligazioni e titoli simili emessi da amministrazioni statali, anche con ordinamento autonomo (rilevante l'ANAS), da regioni, province e comuni e da enti pubblici istituiti esclusivamente per l'adempimento di funzioni statali o per l'esercizio diretto di servizi pubblici in regime di monopolio (in sostanza l'Ente Ferrovie dello Stato e l'ENEL) emessi all'estero.

2. — Sono invece assoggettati a ritenuta, con obbligo di rivalsa, nella misura del 12,50 per cento (articolo 26, primo comma, del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 601, relativamente alle ritenute sugli interessi e sui redditi di capitale) gli interessi, premi e altri frutti delle obbligazioni e titoli simili corrisposti — anche all'estero — da qualsiasi altro soggetto e in particolare dalle aziende e istituti di credito, malgrado essi siano istituzionalmente i più attivi operatori sul mercato internazionale. Ad essi non resta quindi, per effettuare la propria provvista in valuta, senza aggravio di oneri fiscali, che la forma tecnica della raccolta interbancaria (se non per alcune fattispecie legate a leggi agevolative), normalmente più onerosa. Non sono infatti soggetti a ritenuta gli interessi corrisposti da aziende e istituti di credito italiani ad aziende e istituti di credito con sede all'estero (articolo 26, secondo comma, del citato decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 601).

3. — Nel quadro attuale ciò, di fatto, taglia fuori dal mercato delle euro-obbligazioni e dai mercati obbligazionari esteri le entità che raccolgono la quota maggiore di valuta per il sistema Italia. Essendo infatti le euro-obbligazioni e la maggior parte delle obbligazioni estere esenti da ritenute — in un quadro internazionale carat-

terizzato da una sempre maggiore liberalizzazione — obbligazioni gravate da una ritenuta italiana potrebbero essere rese appetibili solamente con un aggravio, rispetto alle altre, del tasso nominale o con una diminuzione del prezzo di collocamento, così da consentire al sottoscrittore straniero la percezione di un reddito pieno. In tal modo l'emittente italiano, sostituito d'imposta per legge, viene penalizzato dalla ritenuta, che si tramuta in un onere per chi attua all'estero in questa forma la provvista dei mezzi finanziari necessari per la propria attività istituzionale e in un aggravio di costi per la bilancia valutaria italiana.

4. — La portata del fenomeno è di enorme rilevanza; i prestiti (lordi) dell'estero, di poco meno di 15.000 miliardi all'anno nel 1981 e nel 1982, sono stati dell'importo di 12.165 miliardi nel 1983, 17.277 miliardi nel 1984, 26.423 miliardi nel 1985 e 9.468 miliardi nel primo semestre del 1986. A fine 1985, le passività dell'Italia verso l'estero superavano i 150 miliardi di dollari, di cui 48,5 miliardi rappresentati da prestiti, 14,7 miliardi da debiti commerciali e 63 miliardi da raccolta bancaria (fonte: Banca d'Italia); anche ai cambi attuali, un controvalore di quasi 200.000 miliardi di lire. Nel 1986 le emissioni di euro-obbligazioni hanno raggiunto l'importo di 183,8 miliardi di dollari, e su queste le emissioni di entità italiane, in totale di 4,6 miliardi di dollari, hanno rappresentato solo il 2,5 per cento del totale (fonte: *International Financing Review*).

5. — Sarebbe quindi opportuno che alla fine del primo comma dell'articolo 26 del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600 (come modificato) venisse aggiunto il seguente periodo:

« La ritenuta non deve essere altresì operata sugli interessi, premi ed altri frutti delle obbligazioni e titoli similari emessi all'estero da soggetti residenti in Italia », o quanto meno « da aziende e da istituti di credito italiani ».

Alle autorità resterebbero comunque larghe possibilità di intervento nella determinazione di una politica della raccolta internazionale, sia sul piano della normativa bancaria sia sul piano delle autorizzazioni valutarie.