

10

SEDUTA DI MARTEDÌ 10 MARZO 1987

PRESIDENZA DEL VICEPRESIDENTE GUSTAVO MINERVINI

PAGINA BIANCA

La seduta comincia alle 16,15.

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sull'evoluzione del sistema e dell'ordinamento bancario e finanziario, l'audizione del dottor Isidoro Albertini, notissimo agente di cambio e studioso della materia.

Ringrazio il dottor Albertini - anche a nome del presidente Ruffolo, per ora impossibilitato a intervenire - per aver aderito all'invito della Commissione, che è molto interessata ad ascoltare le sue valutazioni e proposte.

Comunico ai colleghi che il dottor Albertini ha depositato, insieme con un documento che contiene la traccia degli argomenti che intende sviluppare in questa sede, e che verrà distribuito ai membri della Commissione, anche alcuni allegati.

ISIDORO ALBERTINI. Signor presidente, onorevoli deputati, ho ritenuto di dare al mio intervento il « taglio » più consono alla professione che svolgo, collegandolo in particolare al mercato finanziario, cogliendo soprattutto un punto della traccia tematica che ho ricevuto, vale a dire quello relativo ai problemi connessi alla evoluzione del mercato finanziario, alla modernizzazione e alla innovazione tecnologica del sistema finanziario.

Ho ipotizzato quindi a mia volta una traccia, che vorrei esporre per ora in sintesi, riservandomi di verificare se tutti gli argomenti che elencherò meriteranno di essere ulteriormente approfonditi.

Al primo punto vi è la borsa e l'introduzione di nuove tecnologie. A tale proposito, mi collegherei al tema della concentrazione degli affari, alle modalità di contrattazione e agli intermediari. Questi ultimi rappresentano un problema « caldo » in quanto, come tutti sanno, vi è una situazione di tensione fra banche e agenti

di cambio. In effetti, si tratta di un problema forse eccessivamente strumentalizzato dalla stampa, ma esiste realmente questa situazione, determinata dal fatto che la CONSOB chiede che vengano operate scelte abbastanza rapide per quanto riguarda la struttura del mercato.

Il secondo argomento riguarda in particolare i problemi che nascono relativamente alla negoziazione in borsa per quanto attiene alle liquidazioni, la smaterializzazione dei titoli (« Monte Titoli ») e le difficoltà di avvio di questo strumento, le operazioni con l'estero ed i problemi di liquidazione che sono emersi in quest'ultimo periodo.

Infine, i problemi inerenti alle liquidazioni per i titoli del mercato ristretto nonché le modalità di trasferimento dei titoli bancari nel medesimo mercato.

Vorrei altresì soffermarmi sui nuovi intermediari, come ad esempio i fondi comuni, per alcune patologie che mi sembra di riscontrare nel sistema, come le dimensioni dei fondi stessi e il loro numero rispetto al mercato, la dipendenza da gruppi industriali e da banche, i problemi che si ricollegano alle reti di vendita, e vorrei anche spendere qualche parola sui fondi « chiusi » e sulle *merchant banks*.

Intendo affrontare i problemi ricollegandomi alle conclusioni delle precedenti indagini conoscitive, in particolare quella svolta nel 1984 da questa stessa Commissione, che aveva sostanzialmente indicato linee molto precise per quanto riguarda, in particolare, la concentrazione e anche altri argomenti, come la posizione degli agenti di cambio e le società tra agenti di cambio.

Vorrei soffermarmi soprattutto sul problema della concentrazione, che a mio avviso rappresenta la chiave di tutta la discussione che si sta svolgendo attualmente. Successivamente alla conclusione dell'in-

dagine conoscitiva parlamentare, la CONSOB ha indicato alcune direttive per attuare la concentrazione. Per lo studio delle questioni relative all'intermediazione finanziaria, presso il Ministero del tesoro è stata istituita la commissione presieduta dal dottor Sarcinelli. Dall'attento esame delle sue conclusioni e da alcune prese di posizione del presidente della CONSOB, riportate anche in un recente documento, sembra emergere il fatto che, mentre, da una parte, l'obiettivo della concentrazione viene mantenuto per non inquinare con « costruzioni ambigue » le figure professionali degli intermediatori - ciò che appare chiaro dai documenti -, dall'altra, la CONSOB ha prospettato la necessità di introdurre un nuovo tipo di intermediario non del tutto ben definito, sul quale mi soffermerò più avanti.

Mi sia consentito però di fare un passo indietro.

Fino al 1925, il nostro ordinamento consentiva lo svolgimento della professione dell'agente di cambio soltanto a persone fisiche e a società, in sostanza alle piccole banche. Per questa ragione, le funzioni di *broker* e di *dealer* (mediatore ed esercente la commissione) si intrecciavano.

Dal 1925 in poi, la legge ha stabilito che l'agente di cambio avrebbe dovuto limitarsi a svolgere la sola funzione di mediatore e come tale sarebbe stato il solo autorizzato a trattare titoli in borsa partecipando alla formazione dei prezzi; automaticamente, le banche assunsero la funzione di esercenti la commissione, anche se agli istituti di credito non era vietato trattare per conto del proprio cliente da una posizione di *broker*, prendendo l'ordine ed eseguendolo in cambio di una provvigione.

Come conseguenza di tutto ciò, vi è stato un « impallidimento » della professione dell'agente di cambio, che veniva ad essere limitata ad un settore piuttosto circoscritto; d'altra parte, si è venuta a determinare un'espansione dell'attività delle banche, le quali, disponendo di filiali e di personale, hanno potuto affrontare il

vero problema del contatto capillare con il cliente sull'intero territorio nazionale.

Tutto ciò - bisogna riconoscerlo - è avvenuto in modo abbastanza embrionale, in quanto fino a qualche anno fa la situazione della borsa era un argomento di poco o quasi nessun interesse.

È vero che attualmente gli agenti di cambio godono di un certo tipo di esclusiva nella trattazione dei titoli all'interno della borsa, ma è altrettanto vero che oggi il mercato è libero: chiunque può esercitare questa attività al di fuori della borsa, sia esso l'esercente la commissione (la banca), la società finanziaria o, addirittura, il notaio.

Tale struttura di mercato coinvolge rilevanti interessi. Le banche hanno infatti creato delle strutture destinate al contatto con il cliente; in qualche modo, esse devono essere salvaguardate.

Mi sono sempre chiesto quale possa essere la strada percorribile per giungere alla concentrazione. Ovviamente, la risposta più semplice potrebbe essere quella di ricorrere a una normativa con la quale si stabilisca che, ad esempio, da un certo momento nessuno possa più trattare titoli quotati in borsa che non sia un agente di cambio o una qualsiasi altra figura professionale da definire.

Mentre svolgo questo ragionamento mi rendo però conto del fatto che esso non è più attuale, in quanto una norma di tale tipo coinvolgerebbe l'essenza stessa del sistema bancario nello svolgimento dell'attività di intermediazione. Ciò non è più possibile anche perché sono cambiati i termini, sono comparsi nuovi investitori, quali i fondi di investimento, che tendono a trattare partite di titoli anche fuori mercato, o operatori sull'estero i quali, in orari diversi da quelli di attività della borsa italiana, sono ora in grado di creare nuove opportunità per lo scambio di blocchi di titoli.

Per questi motivi, non è pensabile una concentrazione *ope legis*, ma è necessario pensare ad un meccanismo graduale, capace di garantire vantaggi sia in termini economici, sia di struttura. Non credo, infatti, ad altri tipi di meccanismo: in

tal caso, il mercato « scantonerebbe », trovando altre strade.

In sostanza, vedo meglio un processo volontario verso la concentrazione, sollecitato da una convenienza organizzativa ed economica. In questo senso, sarebbe opportuno, oltre ad utilizzare le conclusioni delle indagini conoscitive svolte e in corso, considerare anche la posizione assunta dalla CONSOB, che si è pronunciata favorevolmente alla concentrazione.

Si vengono a delineare due ruoli: quello degli agenti di cambio che operano all'interno del mercato e quello svolto dalle banche.

È chiaro che sia tra gli agenti di cambio, sia nel sistema bancario vi possono essere differenze circa i ruoli relativi. Vi sono, infatti, una decina di istituti bancari, forse, che operano principalmente come *dealers* servendo i clienti dalla propria posizione-titoli.

Vi sono, invece, moltissimi altri istituti, i quali, non adottando questo tipo di procedura, non fanno altro che svolgere il ruolo di intermediario puro trasmettendo l'ordine in borsa e ricevendo l'« eseguito ».

Quindi, all'interno del settore bancario non vi è un quadro omogeneo; le soluzioni che verranno adottate, probabilmente, andranno bene per alcuni istituti, meno per altri. Non si deve dimenticare il fatto che molti di essi, che non dispongono di uffici titoli in sedi periferiche, eseguono talvolta gli ordini tramite le filiali locali delle banche di interesse nazionale o di altri importanti istituti; molte Casse di risparmio non effettuano trasferimenti di titoli azionari (moltissimi istituti, anche di medie dimensioni, non sono aderenti alle stanze di compensazione istituite presso le sedi di Banca d'Italia, nelle città dove vi è una borsa).

Mentre si discuteva e si discute del problema della concentrazione, si è avviato il meccanismo di modifica delle procedure di contrattazione. A mio giudizio, le due cose sono intimamente legate in quanto l'una è ausiliaria dell'altra.

Modificare il sistema di contrattazione significa creare un sistema a prezzi conti-

nui che nell'arco della riunione consenta l'accertamento di ogni dato relativo a singoli prezzi, all'ora ed alle quantità trattate. Se tale obiettivo - a parole facilmente raggiungibile, ma in realtà piuttosto complesso - sarà ottenuto, la possibilità di determinare lo « spessore » del mercato, quindi la trasparenza, sarà sempre più ampia. Attualmente, nel nostro sistema, soltanto pochi titoli hanno volumi di contrattazione che giustificano tale procedura. Per tutti gli altri è sufficiente una « chiamata » giornaliera mediante il meccanismo di asta il quale determina l'assestamento del prezzo al livello al quale tutti sono soddisfatti. Il passaggio alla contrattazione continua determina alcuni problemi tecnici.

È vero però che la contrattazione continua con il meccanismo dei prezzi ufficiali che muta nell'arco della stessa giornata, rende automaticamente maggiore la esigenza di concentrare gli affari in borsa.

Attualmente è possibile ad un grosso operatore manovrare in maniera tale che il prezzo di listino del titolo, che verrà fissato alla chiusura della borsa, corrisponda a determinate esigenze di prezzo. La banca, pertanto, ha nell'« eseguito » una possibilità di manovra che, al limite, può non corrispondere all'interesse dell'investitore. È evidente che con servizi telematici che prevedano una sequenza automatica di prezzi, la possibilità di conflitto d'interesse con l'investitore è più difficile; inoltre, può diventare anche più automatico il convogliamento degli ordini all'agente di cambio che dovrà eseguire gli stessi a determinate condizioni.

La concentrazione, a mio avviso, era forse difficile negli anni passati. Oggi non è più così, anche perché ci si è resi conto che un corretto approccio del problema sta nella armonizzazione delle modifiche alle modalità di contrattazione con la concentrazione degli affari. Siamo arrivati, oggi, al punto in cui un cliente, tramite - per esempio - la filiale di una banca di Lecce, può avvalersi del servizio telematico per operare in borsa. Il suo ordine viene subito dopo eseguito, controllato e contabilizzato.

Se processi del genere si potessero realizzare e successivamente sviluppare, è evidente che vi sarebbe una più facile gestione degli ordini, un minore costo di manipolazione e una maggiore rapidità nell'intero procedimento compiuto in borsa.

Pertanto, un corretto approccio del problema - come ho già detto - sta nella ricerca di un meccanismo graduale che permetta di convogliare in borsa gli ordini attraverso un sistema telematico, con vantaggio economico, oltre che organizzativo e gestionale.

Diverrebbe allora importante - come lo è già negli Stati Uniti e come già adottato per il mercato ristretto - il contrassegnare sul fissato bollato l'operazione passata alla borsa rispetto a quella in cui l'esercente la commissione opera dalla propria posizione. Ipotizzando una graduale estensione del sistema dei prezzi continui, si potrebbe pensare che il pubblico stesso possa vedere nella sicurezza del prezzo il motivo per richiedere alla banca l'esecuzione attraverso la borsa e non dalla sua posizione.

Dal documento redatto dalla CONSOB ho tratto il convincimento che, sostanzialmente, sarebbe possibile adattare l'attuale sistema alle esigenze prospettate dallo stesso professor Piga. In questo stesso documento - però - vi è un passaggio per me incomprensibile. In esso si dice: « la concentrazione rende necessaria l'introduzione di un nuovo intermediario ». Pur non precisandosi la figura dell'intermediario, si dice che il nuovo soggetto ipotizzato dovrà essere costituito nella forma di società di capitale, che « si affiancherebbe alle persone fisiche con qualifica professionale di agente di cambio » e che sarebbe abilitato « ad operazioni di acquisto e vendite in proprio ».

Questa proposta, a mio avviso, non è accettabile, perché introdurrebbe all'interno del mercato di borsa un elemento di grave pericolosità, quale l'attività in proprio.

L'impostazione che del problema ha dato la CONSOB, secondo la quale il nuovo soggetto configurato dovrebbe essere una sorta di figura composita, for-

mato da banche e agenti di cambio, oppure una figura formata soltanto da banche, non è assolutamente condivisibile per la considerazione che ho poc'anzi espresso. Infatti, colui che opera, in quella veste, compra e vende ponendosi sempre come contropartita diretta i rischi che tutto ciò può comportare.

Un meccanismo quale quello ipotizzato dalla CONSOB presenterebbe aspetti di grave sconvolgimento di procedure chiave come quella della « coattiva » di borsa; si pensi alla « coattiva » che sarebbe automaticamente nata qualora il Banco Ambrosiano fosse stato presente nel mercato nella forma ipotizzata.

L'attuale sistema di borsa - come è noto - prevede la liquidazione coattiva di borsa quando, verificandosi circostanze di insolvenza per colpa dell'agente di cambio o del cliente, onde evitare il blocco dell'attività borsistica il « malato » viene isolato ed il danno emergente viene ripartito, all'interno della borsa, sugli stessi agenti di cambio. Questo sistema è in vigore dal 1913. Trattandosi di operatori che non possono avere posizione e che anzi debbono trovarsi in una posizione di intermediazione pura, i danni possono scaturire soltanto quando le norme non vengono osservate, e sono in genere limitati.

Possiamo facilmente immaginare che una coattiva di borsa, derivante da un sistema borsistico quale quello ipotizzato, potrebbe provocare ingenti storni di operazioni e produrre effetti sconvolgenti sul mercato.

Pertanto, a mio avviso, sarebbe opportuno soffermarsi su un'ipotesi alternativa rispetto a quanto proposto dalla CONSOB. Nelle discussioni passate e dai documenti redatti da alcune banche è emerso che si ritiene che il meccanismo dei prezzi continui postuli l'esistenza di una particolare figura (all'estero è il *jobber* o lo *specialist*) che aiuti a fluidificare il mercato evitando vuoti di prezzi. Anche in questo caso si fa confusione, perché quelle figure erano necessarie là dove (per esempio in Inghilterra) esisteva l'obbligo di passare tutte le operazioni attraverso i *brokers*. Ma l'esperienza ha dimostrato che in mo-

menti di forte oscillazione di prezzi, questo tipo di intermediari è costretto a ritirarsi, di fronte al rischio di essere travolto dall'andamento del mercato.

Quindi, credo che la validità di questi meccanismi sia limitata alle lievi oscillazioni di mercato. Ma, come dicevo, questa esigenza è nata là dove - ad esempio, in Inghilterra - esisteva veramente la totale, completa esclusiva del *broker*, il quale era l'unico che potesse operare in azioni: chiunque (banche, società di assicurazione o altro investitore) doveva rivolgersi al *broker* perché non vi era nessun altro soggetto che potesse « fare » il mercato. Nel nostro caso, in realtà, qualsiasi banca - che si trovi come oggi al di fuori della borsa -, se riscontra, ad un certo momento, che il mercato non è sufficientemente fluido o presenta dei vuoti, però tranquillamente svolgere l'azione di acquisto o di vendita ritenuta necessaria.

Tuttavia, se tale funzione potesse essere lo strumento di una conciliazione di posizioni e di interessi ritenuti contrari gli uni agli altri (tale sembra essere l'opinione della CONSOB), a mio avviso potrebbe essere presa in considerazione, purché ben chiaramente delimitata. Cioè, all'interno di un mercato che ormai va verso la contrattazione continua, uno o due *dealers* di questo tipo, dotati di capitale, costituiti eventualmente da banche ed agenti di cambio, potrebbero essere ipotizzabili.

Essi potrebbero operare solo in contropartita con questi ultimi nell'intento di fluidificare le contrattazioni, ad esempio negoziando su una cinquantina di titoli azionari. Al limite, la loro esistenza dovrebbe essere resa possibile da una bassa incidenza di bollo o, addirittura, dall'annullamento di questo e dalla rinuncia alla commissione da parte degli agenti di cambio. Si tratta di una funzione puramente strumentale alle esigenze di mercato. Può essere più conveniente rivolgersi a chi è sempre presente, con contropartita diretta, senza attendere che il venditore delle azioni da acquistare compaia fisicamente o attraverso il video, come avverrà in futuro.

Questo è lo schema che io ho in mente e che avrebbe una funzione accessoria al meccanismo di mercato. Quindi, in tal modo, andremmo incontro a quelle esigenze che sono state manifestate - e che non sono da me condivise - di strumenti fluidificatori, ma non daremmo luogo alla figura di intermediario misto, ipotizzata dalla CONSOB.

Questa, dunque, in sintesi, la mia opinione sui problemi della concentrazione e della contrattazione continua.

Quanto al discorso degli intermediari, ho già detto che s'è verificata una contrapposizione: gli agenti di cambio, da anni (come ben sa l'onorevole Minervini), avevano ipotizzato la costituzione di società fra agenti di cambio e fra questi e propri dipendenti o familiari. Rimane, per noi, un'esigenza prioritaria, di cui voglio ribadire ancora una volta le ragioni. Non deve trattarsi di uno strumento per far entrare in associazione la banca con gli agenti di cambio, perché si tratterebbe di un sodalizio tra una mosca ed un elefante, che non avrebbe alcuna logica (quanto meno, qualcuno dovrebbe dimostrare la necessità dell'ingresso della banca in tale associazione). Al contrario, mi sembra assolutamente importante che, ampliandosi il mercato e diventando maggiore la responsabilità degli agenti di cambio, la loro credibilità - oggi affidata unicamente al fatto che vengono nominati tali previo il superamento di un concorso - in realtà sia rimessa alla redazione di un bilancio che venga certificato, che indichi una certa dotazione di capitale, che abbia quindi attendibilità verso l'esterno; questa è l'esigenza reale, che si colloca anche ad un altro aspetto del problema. Il sistema delle garanzie, cioè, è legato oggi unicamente al patrimonio degli agenti di cambio: questi possono disporre di cento lire o di cento milioni, nessuno può saperlo perché non vi è alcuna manifestazione esterna al riguardo.

VARESE ANTONI. Non riesce a saperlo nemmeno il ministro Visentini!

ISIDORO ALBERTINI. No, perché il patrimonio non figura in alcuna denuncia.

Le altre forme di garanzia possono nascere, per esempio, da meccanismi assicurativi; ma noi non siamo mai riusciti a congegnare con le compagnie di assicurazione un meccanismo di copertura dei rischi, perché non redigiamo un bilancio: come fa una società di assicurazione a garantire un soggetto di cui non conosce nulla? Quindi, procedere nel senso indicato è più che mai necessario. A questo punto, però, si determina uno sbarramento; il professor Piga afferma che, allo stato delle cose, se porterà avanti una idea, questa riguarderà la costituzione di società fra agenti di cambio e banche: e noi non riteniamo che questa sia una strada percorribile.

In secondo luogo, egli sostiene che, essendo l'attività di agente di cambio una professione, lo stesso problema verrebbe posto da altre categorie, le quali chiederebbero di poter costituire lo stesso tipo di associazione. A noi sembra vada messo in evidenza che, dal confronto fra agenti di cambio ed altri professionisti - ad esempio, architetti o avvocati -, emerge un quadro ben diverso, perché l'attività in questione è per noi diventata imprenditoriale. Infatti, esistono studi di agenti di cambio che, ancorché di dimensioni ridottissime rispetto a quelli esteri, impiegano tuttavia quaranta o cinquanta dipendenti; quindi, si tratta di un'attività molto complessa e rilevante.

Se posso fare un rilievo, mi sembra che la CONSOB, anziché soffermarsi prioritariamente sul problema di come raggiungere la concentrazione (che le precedenti Commissioni d'indagine avevano indicato), ha spostato troppo in anticipo la propria attenzione sul soggetto cui affidare la gestione.

A questo punto, vorrei fare un passo indietro e accennare all'innovazione tecnologica, argomento che è oggetto di uno dei documenti che ho consegnato alla Commissione. In tale documento ci si sofferma su aspetti che sono particolarmente rilevanti, e per gli agenti di cambio e per

le banche, nella gestione di tutta questa attività d'intermediazione verso l'esterno.

Le aree d'applicazione sono rappresentate dalla raccolta e dalla trasmissione degli ordini, dalla contrattazione in borsa non più « gridata », ma realizzata attraverso sistemi elettronici, dalla contabilizzazione delle operazioni, dall'amministrazione delle posizioni dei clienti, e così via. Mi sembra ora opportuno rilevare come, quando il ministro Visentini osserva che non è possibile fare nulla in tema di tassazione di *capital gains* perché non esistono i meccanismi necessari, sostanzialmente egli abbia ragione, in quanto non è neanche ipotizzabile, per esempio, dar vita a quel sistema di tassazione sulla base dello schedario. Ma sono convinto che la stessa eccezione non si potrebbe sollevare qualora non disponessimo effettivamente di un meccanismo tecnologico di rilevazione delle operazioni relative ai vari anni perché, senza dubbio, ciò consentirebbe alle banche ed agli agenti di cambio di fornire ai clienti l'esatto rendiconto di quanto essi hanno guadagnato o perduto in capo ad un anno sulle operazioni di borsa e, in un certo senso, di farne certificazione, così come avviene in altri paesi.

Poiché il tema dell'indagine riguarda anche l'innovazione tecnologica e il sistema bancario, mi è sembrato opportuno dedicare, nel documento che ho consegnato, maggiore attenzione a tale aspetto. Pertanto, in tale documento non mi sono soffermato sul risvolto fiscale, ma desidero colmare tale lacuna in questa sede. Infatti, il problema esiste, tant'è vero che lo stesso ministro Visentini ha affermato l'altro giorno che occorreranno tre anni per sottoporre a imposizione le operazioni di borsa. È probabile che la realizzazione del sistema che ho delineato richieda all'incirca lo stesso tempo, ma sono convinto che si tratti dell'unico sistema che consentirebbe di acquisire a tassazione redditi che altrimenti non possono essere individuati.

Dopo questa digressione, passerei al secondo aspetto al quale avevo brevemente accennato, cioè ai problemi con-

nessi con le liquidazioni di borsa. Si tratta di un campo squisitamente tecnico, ma che coinvolge molto il sistema bancario, per cui ritengo rientri certamente nel tema dell'indagine che la Commissione sta svolgendo.

Tutti sanno che la liquidazione di borsa costituisce un sistema attraverso il quale le partite vengono compensate, sicché alla fine del mese di borsa vengono realmente scambiati soltanto i saldi. Tale sistema non funziona in modo efficiente, quando, come è avvenuto negli ultimi anni, l'aumento enorme del volume d'affari si innesta sulla struttura del sistema operativo delle banche, su cui mi sono soffermato prima.

Queste ultime, quando operano dalle proprie posizioni nei confronti della clientela delle loro filiali o di altre banche, devono effettuare un insieme di operazioni che possono essere definite di *clearing* o di compensazione al loro interno, prima che la compensazione dei titoli e dei controvalori avvenga attraverso la liquidazione di borsa. Tutto ciò che accade sul mercato interno crea problemi sui quali mi soffermerò successivamente.

Nei confronti del mercato estero, nell'ambito del quale si sono verificati gravissimi disguidi (che rappresentano una delle cause dell'allontanamento degli investitori esteri), la situazione è molto più complicata per il fatto che tre o quattro istituti, in sostanza, monopolizzano, per ragioni di dimensioni e di credibilità (non c'è niente di male in tutto questo), il regolamento valutario e quello delle operazioni in titoli con l'estero. In definitiva, per quanto riguarda le operazioni con l'estero, siamo in presenza di un ganglio che non funziona e che ha determinato, nell'ambito di un solo istituto, l'accumulo di 1500 operazioni non ancora quadrate o riscontrate, che risalgono in parte al 1985.

Ciò che è avvenuto anche in altri mercati (come in Scandinavia) in altri momenti, sta avvenendo ora in Spagna per l'aumento enorme del lavoro che si è verificato. Questi disguidi non sono accettabili, ma indubbiamente trovano una qualche giustificazione.

I problemi relativi al mercato estero e a quello interno sono stati, però, ulteriormente complicati dal notevole numero di aumenti di capitale di società quotate che si sono susseguiti a ritmo quasi frenetico, l'uno dopo l'altro. Ciò ha creato problemi contabili non risolti nell'ambito delle casse incaricate, generalmente le banche.

Questo mi sembra un aspetto talmente grave, da indurre a chiedersi per quali ragioni le banche cerchino ancora di assumere ulteriori funzioni, quando si trovano già di fronte ad una serie di problemi che richiedono urgenti soluzioni, indispensabili per il funzionamento del sistema.

Lo strumento che è stato individuato per risolvere buona parte di tali problemi è « Monte Titoli », ma ciò avverrà quando questo istituto funzionerà a pieno regime, il che oggi non avviene perché il regolamento è stato appena formulato ed è indispensabile ed è inevitabile un periodo di rodaggio e perché le posizioni non possono essere trasmesse in « Monte Titoli » fin tanto che non sono quadrate all'esterno. In altri termini, se la banca non ha ancora la certezza rispetto ai quantitativi, perché non c'è il riscontro di tutte le operazioni aperte, evidentemente non può trasmettere le posizioni stesse in « Monte Titoli ». Tutto ciò provocherà ritardi.

Possiamo, tornando al tema principale - le banche e l'efficienza del sistema bancario -, affermare che oggi siamo lontani anni luce da un mercato che possa essere definito internazionale o comunque aperto sull'estero. Mi hanno fatto francamente alquanto sorridere certe affermazioni pronunciate a Londra da qualcuno dei nostri politici al massimo livello sull'evoluzione del mercato finanziario. Tale evoluzione, infatti, è a mio avviso di una modestia paurosa, con problemi enormi ancora da risolvere, la cui soluzione, alla quale mi auguro si pervenga, richiede un lungo lavoro.

L'argomento delle liquidazioni mi porta ad affrontare il problema del mercato ristretto, al quale accennava dianzi l'onorevole Minervini. Come tutti sanno, per il mercato ristretto è stato varato un nuovo

regolamento: al fine di renderlo più agevole, è stato stabilito che le operazioni si svolgano giornalmente e che le liquidazioni siano decedali. Ora, l'esistenza delle clausole di gradimento non consentirà la « stanziabilità » dei titoli che sono sottoposti a questo vincolo, per cui avremo creato un sistema apparentemente più agevole, ma se non risolveremo il problema del trasferimento dei titoli, ci troveremo di nuovo di fronte ad un accumulo di operazioni, che oggi purtroppo si svolgono totalmente in maniera manuale. Mentre per quanto riguarda i titoli ammessi alla borsa la liquidazione avviene, mensilmente, con le modalità alle quali accennavo prima, per quanto riguarda i titoli del mercato ristretto le operazioni avvengono allo sportello; gli agenti scambiano fra di loro o con una banca i titoli e il pagamento avviene alla consegna, di norma con un assegno. Ma, a monte di tutto ciò, ossia della consegna, c'è una procedura « barocca » di annotazione del gradimento sul titolo, che richiede normalmente giorni, se non settimane. Senza di che, il trasferimento del titolo non può avvenire. È questo un problema che, evidentemente, un mercato che voglia diventare moderno deve in qualche modo risolvere.

A tal proposito, ad iniziativa delle quattro più importanti Banche popolari, è stato creato un gruppo di studio, nell'ambito del quale opera anche il professor Marchetti, con l'incarico di formulare proposte per eventuali modifiche legislative, nel senso che i titoli delle Banche popolari, o comunque di società cooperative, che intendano ottenere la quotazione in borsa, possano essere scambiati attraverso una semplice girata nel caso in cui il proprietario del titolo non intenda partecipare all'assemblea, e soltanto nel caso in cui voglia partecipare a quest'ultima sia richiesto il relativo gradimento.

Dopo aver esaurito questi primi due punti, vorrei soffermarmi brevemente su alcuni argomenti, anche se essi hanno un collegamento solo parziale con il tema principale. Mi riferisco al problema dei fondi di investimento e di alcune patologie,

che a me sembra di riscontrare e sulle quali desidero richiamare l'attenzione di questa Commissione.

Si è verificata, fino a questo momento, una esplosione dell'« industria » dei fondi: molti hanno ritenuto di aver scoperto un filone d'oro, sul quale si sono gettati, con il risultato che abbiamo circa sessanta fondi, di cui cinque sono azionari e trenta bilanciati (che hanno un effetto sul mercato dei valori azionari), mentre gli altri riguardano titoli a reddito fisso. Questa esplosione ha determinato, attraverso i meccanismi delle aspettative, un ingigantimento delle trattazioni, un rialzo esorbitante dei prezzi, in sostanza dei notevoli sbandamenti durante lo scorso anno.

Temo che oggi si sia arrivati, con un forte numero di fondi che investono in titoli azionari e con un numero tutto sommato ancora esiguo di titoli quotati in borsa (le società quotate sono soltanto 179 e rappresentano un numero veramente esiguo, soprattutto se si considera che il 60-70 per cento degli scambi avviene su dieci titoli), in una situazione di paurosa concentrazione sul mercato. Inoltre, se guardiamo alla composizione dei portafogli dei fondi, riscontriamo che essi hanno pressoché gli stessi titoli, più o meno nelle stesse proporzioni, per cui temo che l'effetto della diversificazione del portafoglio, quale elemento di frazionamento del rischio - uno dei motivi della nascita dei fondi di investimento -, venga annullato dall'aumento del numero dei gestori sottoposti e spinti a comportamenti imitativi.

Un altro elemento da tenere in considerazione e da verificare è la dipendenza dei fondi di investimento dalle banche e dai gruppi industriali.

La dipendenza dalle banche provoca delle distorsioni limitate, perché solo se l'istituto di credito è quotato possono verificarsi effetti distortenti, nei limiti in cui il fondo eserciti un'attività di sostegno del titolo.

Quando, invece, si tratta di dipendenza da gruppi industriali con molti titoli

quotati, l'eventuale azione di sostegno diventa pericolosa e distorsiva.

Vi è, inoltre, il problema delle reti di vendita.

Recentemente vi è stata un'ubriacatura per il successo dei fondi, che ha portato all'esigenza di *performances* sempre crescenti.

Quando l'andamento del mercato appiattisce i risultati e diventa più difficile vendere, le reti di vendita tendono a separarsi dai gruppi originari per trasferirsi ad altri, assumendo così un ruolo equilibrante.

Se il corso dei titoli sale, ovviamente tutti sono contenti, il venditore ha sempre un buon argomento per « spingere » il proprio fondo. Ma se esso non sale più, l'operatore inviterà l'investitore con questo genere di argomenti: « se hai apprezzato il fondo con il quale ti ho fatto guadagnare, vendilo e seguimi ora nel comprare un altro fondo, sul quale guadagnerai altrettanto ».

Non ho suggerimenti da fornire per correggere questo tipo di distorsione, ma penso che si tratti di questioni che vadano attentamente valutate.

Per quanto riguarda i fondi « chiusi », vi sono quattro proposte di legge; esse sono state redatte con un « taglio » ben definito: il fondo « chiuso » verrebbe creato per consentire l'investimento in società minori non quotate.

Se questo tipo di fondo intendesse investire anche in titoli quotati, esso rientrerebbe in una fattispecie alternativa al fondo aperto.

Dalla lettura delle norme previste dalle proposte di legge, invece, ho notato una certa confusione là dove si disciplina la attività del fondo quotato e contemporaneamente si introduce un meccanismo di riscatto delle quote.

Non esiste il minimo dubbio sul fatto che le due procedure si escludano a vicenda. Un fondo « chiuso » ha una funzione simile ad una società di investimento. Come tale esso potrebbe essere gestito da una società di gestione, anziché

adottare lo schema normativo delle società previsto dal nostro ordinamento. La scelta dell'una o dell'altra forma sarà in funzione della convenienza sotto il profilo fiscale. I vantaggi dei fondi « aperti » possono essere facilmente estesi ad un fondo « chiuso », ma difficilmente ad una società di investimento.

Il fatto di limitare la normativa ai titoli di società non quotate, configura anche delle limitazioni indirette.

Sul quotidiano *Il Sole-24 Ore*, alcuni giorni or sono, è apparso un articolo di Marco Vitale, esemplare al riguardo. Esso mette in guardia dall'illusione di far ritenere che attraverso il meccanismo del fondo « chiuso » l'investitore sia totalmente tutelato. Niente affatto! Colui che effettuerà un investimento in un fondo « chiuso » del tipo prospettato dovrà essere disposto ad accettare un alto grado di rischio, un lungo immobilizzo del proprio denaro e l'incertezza del prezzo, in quanto l'unico meccanismo per consentire l'entrata e la uscita dal mercato sarà il prezzo risultante dalla domanda e dall'offerta del titolo, e non il valore intrinseco.

Come avviene in tutto il mondo, i fondi sono in genere trattati con *discount* o premio, rispetto al valore reale. E quindi necessario aver ben chiaro il fatto che non siamo in presenza di un meccanismo ideale per l'investimento in titoli non quotati. Potrà servire solo nei limiti in cui verrà interpretato correttamente.

È necessario dimenticare ogni ipotesi di uscita dal fondo mediante riscatto; bisogna altresì riconsiderare l'ipotesi di liquidazione finale dei titoli, che, così come prospettato, avrebbe caratteristiche non chiare.

Prima di giungere all'approvazione di una normativa definitiva, è necessario un ulteriore approfondimento di questo argomento, che deve essere ricollegato al più generale problema delle *merchant banks*. I meccanismi alla base di questa attività sono anch'essi finalizzati ad avvicinare la piccola e media impresa all'investitore.

Recentemente, mi sono espresso in senso contrario alle norme contenute in una proposta di legge di iniziativa dell'onore-

vole Fracanzani ed altri, in quanto ritengo che l'attività di *merchant banking* non necessiti di una regolamentazione legislativa.

Come è noto, per operare in questo settore è necessaria un'alta professionalità. Gli intermediari devono essere in grado di « scovare » il buon affare rischiando in prima persona, e di collocarlo poi al pubblico per ottenerne degli utili.

Fino ad ora, per svolgere quest'attività non sono stati necessari finanziamenti, quindi non sono sorte esigenze di regolamentazione normativa del settore.

Il Comitato interministeriale per il credito ha giustamente consentito agli istituti di credito - che altrimenti ne sarebbero stati esclusi - di costituire o di partecipare a banche di affari. Si è ritenuto opportuno redigere un regolamento e fissare i limiti minimi del capitale e dell'indebitamento (che non può superare l'ammontare del doppio del capitale).

Al di là di tutto ciò, non occorre nient'altro. Quel che mancherà in futuro non saranno i denari, ma le « teste » che dovranno gestirli! È chiaro che per i gruppi bancari il problema non è tanto quello di avere la disponibilità di alcune centinaia di miliardi di lire, ma è quello di far rendere quel capitale nel migliore dei modi.

Ho voluto insistere su questo aspetto del problema per il fatto che su di esso sono state assunte posizioni differenti, soprattutto sulla stampa.

Vi è, poi, il problema del *venture capital*, ancora più rischioso perché si indirizza verso l'imprenditore al momento in cui presenta soltanto un'idea. E valutare la realizzabilità delle idee è cosa molto difficile.

Ringrazio gli onorevoli deputati per l'attenzione e sono a loro disposizione per rispondere ad eventuali domande.

ANTONIO BELLOCCHIO. Non prima di aver ringraziato il dottor Albertini per la sua pertinente esposizione, che risulterà certamente utile al successivo svolgimento del nostro lavoro, vorrei porre alcune domande.

La prima riguarda la disciplina degli intermediari; in particolare, vorrei sapere se lei ritiene urgente dettare anzitutto una normativa generale, con la quale fissare le regole sulla professionalità, sulla stabilità, sulla mobilità di tali intermediari, disciplinando solo in un momento successivo le varie categorie.

In secondo luogo, vorrei sapere se, a suo avviso, occorre disciplinare il fenomeno dell'*insider trading* con una legge *ad hoc* e, eventualmente, quali contenuti dovrebbe avere tale normativa. A suo giudizio, dovrebbero essere colpite solo le informazioni relative a fatti certi o anche a valutazioni, nonché le previsioni soggettive?

Il terzo quesito concerne il fenomeno del « porta a porta ». Come lei sa, recentemente alti esponenti della Banca d'Italia hanno ripetutamente messo in guardia contro i pericoli di una eccessiva estensione - sia come quantità, sia sotto il profilo della varietà delle gamme - dei servizi offerti « porta a porta », con la conseguente tendenza a sconfinare nella riserva stabilita dalla legge per le banche in ordine alle reti di vendita. Desidererei conoscere al riguardo la sua valutazione.

Vorrei, infine, considerare il fenomeno del *merchant banking* da un angolo visuale particolare. Recentemente, vi è stata una delibera abbastanza minuziosa del CICR circa la partecipazione delle aziende di credito e degli istituti centrali di categoria al capitale delle nuove società di intermediazione finanziaria. Questa elaborata regolamentazione si chiude con una semplice raccomandazione agli istituti di credito speciale, perché si attengano ai medesimi principi ed alle emanande disposizioni applicative della Banca d'Italia. Desidererei conoscere la sua valutazione anche in ordine a tale questione.

ISIDORO ALBERTINI. Per quanto concerne l'*insider trading*, indubbiamente dobbiamo registrare la carenza totale di ogni disciplina, come è già stato messo in evidenza nell'indagine conoscitiva precedente. Può dispiacere che anche gli organi deputati a regolamentare la borsa non abbiano forse per tempo affrontato

il problema; devo, tuttavia, riconoscere che la questione è obiettivamente difficile in tutto il mondo. Anche negli Stati Uniti, e recentemente in Inghilterra, è avvenuta un'esplosione di casi di *insider trading*; anche lì si è riscontrata un'«ubriacatura» generale dei sistemi finanziari, sicché il coinvolgimento in operazioni sempre più grandi, sempre più sconvolgenti e la ricerca di utili rapidamente conseguibili ha comportato una rilevante degenerazione.

Indubbiamente, è difficile delimitare con precisione il fenomeno dell'*insider trading*. Mi sembra che l'onorevole Bellocchio abbia parlato di fatti certi o anche di valutazioni soggettive. A mio avviso, il fenomeno dovrebbe sostanzialmente essere individuato nell'uso, da parte di chi, per la sua posizione - in quanto dirigente o membro di consiglio di amministrazione - ne possa venire a conoscenza, di date informazioni, o di elementi conoscitivi, al fine di procurare a sé, o ad altra persona a sé vicina, utili attraverso operazioni di borsa sul titolo della società in questione; si utilizza infatti, in tal modo, una posizione di vantaggio, di cui il resto del mercato non può usufruire.

Il fenomeno deve essere certamente colpito, ma prima di questo occorre individuarlo.

Negli Stati Uniti sono stati utilizzati meccanismi diversi, come il riscontro di operazioni divenute improvvisamente molto grandi e la individuazione di banche, agenti di cambio ed intermediari operanti su un determinato titolo. Del resto, in occasione dell'esame di particolari operazioni da parte della CONSOB, sovente ci è stato chiesto di documentare quali operazioni erano state compiute su un certo titolo. Volendo, è dunque possibile cogliere il fenomeno.

Al contrario, per quanto riguarda le valutazioni soggettive (colgo una certa notizia, la interpreto e ad essa uniformo una certa condotta, comprando o vendendo un titolo), ritengo che tale comportamento sia del tutto lecito e comunque assolutamente non individuabile.

In ogni caso, mi rendo conto delle difficoltà che dovrebbe affrontare chi un domani dovesse estendere una normativa sull'*insider trading*, proprio per la difficile individuazione del fenomeno.

La Banca d'Italia ha già segnalato il pericolo del «porta a porta». Anch'io temo che questa esplosione di reti di vendita - per alcuni gruppi composti da migliaia di persone - finisca per comportare, come è dimostrato dall'esperienza di altri paesi, grossi movimenti squilibranti. Si tratta, infatti, di persone che «mangiano» in quanto vendono, per cui sono spinte forsennatamente a vendere nuovi prodotti, sollecitando l'emittente ad inventare nuove soluzioni, poiché solo in tal modo sarà possibile reperire altri clienti o convincere i vecchi a compiere nuove operazioni.

Quando gli investimenti raggiungono una certa dimensione ed il mercato si muove in un determinato modo, si crea un meccanismo interattivo tra chi gestisce e chi vende, che non esito a definire perverso. La *performance*, infatti, trascina il venditore; quest'ultimo trascina il gestore, che viene spinto a fare migliori *performances*. Questa macchina infernale mi ha sempre fatto paura, per cui sono sempre stato del parere che occorra fare estrema attenzione al di là di certe dimensioni.

Viene da chiedersi come possa una società come, ad esempio la «Fideuram» - indubbiamente sotto certi aspetti «favolosa» - controllare quanto vanno dicendo i suoi tremila venditori.

Il problema è indubbiamente rilevante, e al riguardo condivido la preoccupazione espressa dalla Banca d'Italia, considerando l'osservazione molto pertinente.

In ordine alla *merchant bank*, mi sembra che nella delibera del CICR siano contenuti due tipi di raccomandazioni. Viene innanzitutto rivolto un invito alle banche a consorziarsi, come credo sia giusto, poiché l'esperienza ha dimostrato - ad esempio, nel caso di alcune Banche popolari - come sia possibile formare gruppi sufficientemente compatti; tuttavia, tali gruppi non devono diventare eccessi-

vamente grandi, poiché altrimenti si innestano elementi disincentivanti. È dunque, importante fare in modo che permangano meccanismi tali da creare all'interno delle sinergie.

Raccomanda ancora la Banca d'Italia la presenza di operatori esteri dotati di esperienza, come già è stato fatto in alcuni casi. Ciò si rende necessario, poiché ci troviamo di fronte ad esperienze nuove per noi; tuttavia, credo anche - condivido ancora una volta l'opinione della Banca d'Italia - che la ricerca del socio debba essere indirizzata verso qualcuno con la « testa », anche se magari portatore di una quota piccolissima di capitale.

VARESE ANTONI. Il professionista non deve essere socio in un'attività più o meno imprenditoriale!

ISIDORO ALBERTINI. Onorevole Antoni, immagini che io sia il partecipante ad una banca d'affari; ebbene, l'esperienza che ho acquisito nell'esercitare la mia professione potrebbe senz'altro risultare utile per il futuro. Cercherò di spiegarmi meglio. I meccanismi di cui stiamo parlando, generalmente, sono frequenti nel mondo, anche se non necessariamente debbono diventare oggetto di normativa. Ne consegue che ogni *merchant bank* che nasce si darà lo statuto che riterrà più opportuno.

Nella normativa cui ho fatto riferimento si fa esplicito riferimento alla previsione dell'indebitamento per il doppio del capitale. Ciò rappresenta una rilevante facilitazione, anche se - al limite - non indispensabile.

L'ultimo quesito che mi è stato posto concerne gli intermediari finanziari. Esistono categorie regolamentate quali, per esempio, le banche, gli agenti di cambio, i fondi di investimento. È assente - però - una regolamentazione delle gestioni patrimoniali. Ma, al di là di quanto preveda o non preveda la normativa, resta il fatto che o ci si fida della persona a cui si delega il compito di gestire i propri fondi, oppure non ci si fida e, di conseguenza, non ci si avvarrà del suo operato.

È comunque un problema meritevole di approfondimento per, eventualmente, in-

dividuare i singoli settori di mercato che richiedono una specifica regolamentazione.

GIACOMO ROSINI. Innanzitutto ringrazio il dottor Albertini per le informazioni e le notizie che ha fornito alla Commissione.

Ho alcuni quesiti da porre, quesiti che sorgono naturali in noi che ascoltiamo pareri e giudizi resi da varie parti.

Si ha la sensazione, dottor Albertini, che da parte vostra, cioè degli agenti di cambio, vi sia un atteggiamento tale, per cui nessuna riforma sia fattibile senza il vostro consenso. Le chiedo questo perché, in pratica, avviene che in moltissimi settori l'interesse degli addetti tenda a prevalere su quello altrui. Cosa può dirci in proposito?

Inoltre, si sta consolidando un giudizio secondo il quale si ritiene che gli agenti di borsa possano rappresentare il « collo di bottiglia » di una evoluzione del mercato borsistico. Anche in questo caso desidererei avere da lei dei chiarimenti.

ISIDORO ALBERTINI. Non ricoprendo cariche ufficiali, esprimo, in questa sede, una posizione ed un giudizio del tutto personali.

Ritengo che non sia giusto dire che gli agenti di cambio sono contrari alle riforme e che nessuna riforma si possa fare senza il loro consenso. Probabilmente, gli agenti di cambio - a torto o a ragione - ritengono di ricoprire, tuttora, un ruolo importante nel mercato, nell'assicurare ad esso il massimo possibile della neutralità e della trasparenza delle operazioni compiute. Neutralità e trasparenza che non sarebbero più possibili il giorno in cui operassero in borsa, direttamente o indirettamente, le banche. Queste ultime, infatti, sono portatrici di moltissimi interessi. In particolare, rappresentano gli interessi di prestatori di denaro alle società quotate in borsa, sono presenti nel collocare i titoli (anche se non sempre sono riuscite a collocarli), nella gestione di fondi di investimento e, infine, nell'esercitare

la commissione da una propria posizione di titoli.

Il direttore di un grande istituto, da me interpellato in materia, ha affermato: « Come è pensabile che il nostro istituto possa rinunciare ad operare in proprio? Solo dalla nostra posizione è ricavabile un certo utile! ». Di questa affermazione sono perfettamente convinto. Anzi, i movimenti registrati sul mercato sono talvolta determinati da questa posizione delle banche.

In conclusione, ciò che desidero dire è che gli agenti di cambio, in ogni caso, rappresentano interessi singoli e, conseguentemente, hanno un peso assai minore rispetto a quello delle banche.

Quindi, noi crediamo che vi sia una ragione per cui gli stessi devono essere tenuti presenti.

Però, abbiamo tentato di percorrere alcune strade, qualche anno fa, quando cercammo di portare avanti una normativa attinente alla concentrazione degli scambi in borsa ed un'altra concernente la costituzione di società fra questi stessi operatori. Obiettivamente, la categoria è mista: vi è l'agente che lavora singolarmente e vi è l'organizzazione di cinquanta persone; quindi, esistono interessi diversi che è anche abbastanza difficile conciliare. Però, non vi è mai stata contrapposizione nelle riforme: si registra, oggi, è vero, una reazione verso chi, sostenendo di avere dimensioni più vaste, pretende la propria « fetta ». E poiché non documenta questa posizione con ragioni, a nostro giudizio, credibili, riteniamo che quanto meno anche su questo piano vi debba essere una maggiore dialettica.

Smentisco poi totalmente il fatto che noi saremmo il « collo di bottiglia » delle riforme. Qualche settimana fa, Marco Vitale ha scritto un articolo pesante, paragonandoci ai portuali di Genova.

VARESE ANTONI. Doveva sentirsi onorato: pensi alla tradizione - la più democratica in Italia - di quella categoria!

ISIDORO ALBERTINI. Non ho considerato certamente disonorevole quel parago-

ne; ma poiché tutto questo veniva messo in evidenza come un fenomeno di corporativismo, ho risposto cercando di documentare la mia posizione.

Senza dubbio, abbiamo sempre avuto dei limiti precisi, stabiliti dalla legge ed al di fuori dei quali non possiamo andare: pertanto, le nostre possibilità di manovra sono circoscritte. Però, tutto ciò che è stato fatto in borsa, in direzione dell'automazione delle operazioni - come il famoso « centro borsa » - è qualcosa cui hanno dato vita i soli agenti di cambio, realizzandola con proprie risorse finanziarie e in tempi in cui nessuno metteva a disposizione del denaro. Chi, per esempio, abbia visitato la borsa di Milano, si rende conto che si tratta di un luogo « infetto » in cui lavorare, segno evidente che le istituzioni cui competeva l'organizzazione dei locali di borsa hanno « dormito » per decenni. Noi abbiamo creato una struttura ed è su questa che si innesta il discorso del collegamento verso l'esterno. In altre parole, l'automazione e la memorizzazione delle procedure sono possibili perché esiste un centro che, se non altro, è comunque un centro di raccolta dei dati, oltre che di contabilità completa per gli agenti di cambio. Infatti, quest'ultima attività viene realizzata da tale struttura: e si tratta di un caso unico in Europa.

Quindi, sicuramente non si può parlare di « collo di bottiglia »; senza dubbio, quando vi sono grossi investimenti da realizzare, l'agente di cambio di Milano opera con più facilità rispetto a quello di Palermo, poiché quest'ultimo non ha potuto lavorare così come è invece possibile fare a Milano: ce ne rendiamo conto, ma si tratta di situazioni che si possono gestire.

PRESIDENTE. Dopo aver negato la opportunità di costituire la categoria dei *dealers*, cioè di operatori in proprio, se non erro lei ha posto un'ipotesi alternativa, accennando ad uno, due, al massimo tre operatori in proprio di carattere istituzionale che, addirittura, costituirebbero la rappresentanza dell'intera categoria degli agenti di borsa. Io non ho

capito bene il concetto: tali operatori avrebbero capitale proprio e comprerebbero o venderebbero in controtendenza? Istituzionalmente, entro quali limiti ed in relazione a quale funzione ad essi attribuita? Si tratterebbe di una società a scopo di lucro? Le chiedo chiarimenti su questi aspetti.

Vorrei poi rivolgerle un'altra domanda, relativa ai fondi « chiusi ». Io penso, e ho sempre pensato, — le stesse osservazioni potrebbero riferirsi anche ai fondi di investimento immobiliari ipotizzati come fondi « chiusi » — che, in realtà, le difficoltà maggiori siano due. La prima è quella dello smobilizzo, in quanto, escluso il riscatto per la « contraddizione che nol consente », trattandosi di fondi « chiusi » è previsto da taluni la quotazione « di diritto ». Ora, il fatto che essi siano quotati non garantisce in nulla colui che investe, se non sotto il profilo della correttezza della formazione del prezzo che, per altro, può essere anche molto basso, se non si trova la contropartita del compratore: ma, a parte questo fatto, io ho sempre ritenuto pericolosa una quotazione « di diritto », nel senso che mancherebbero quei controlli all'accesso alla quotazione che potrebbero produrre un inquinamento del listino. Inoltre, a mio avviso, nel momento in cui si va verso fondi « chiusi » che abbiano per oggetto, essenzialmente, l'acquisto di azioni di società non quotate in borsa o, addirittura, di quote di società a responsabilità limitata, ci scontriamo — come per i fondi di investimento immobiliare — con gravissimi problemi di valutazione. Infatti, sin quando abbiamo fondi di investimento mobiliari che comprano quasi esclusivamente — nella pratica, esclusivamente — titoli quotati in borsa, è quest'ultima ad attribuire un valore. Invece, quando vi sono società che comprano partecipazioni non quotate o, peggio, immobili, sorgono problemi che sono centrali rispetto alla valutazione delle quote di partecipazione al fondo « chiuso » ed irresolubili per la mancanza di una possibilità di valutazione oggettiva. È questo aspetto che ha suscitato sempre in me dei dubbi circa

l'opportunità dei fondi « chiusi ». Anche su questo punto, dottor Albertini, desidererei quindi conoscere la sua posizione.

ISIDORO ALBERTINI. Per quanto riguarda la sua prima domanda, richiamo la figura da me ipotizzata e cui ho dato la denominazione di *specialist*: non è che io condivida questa esigenza, ma comunque ho formulato un'ipotesi. La funzione di tale figura dovrebbe essere unicamente quella di agevolare il meccanismo delle contrattazioni, in un sistema continuo, nel caso in cui vi siano momenti di vuoto di mercato.

VARESE ANTONI. Ma non necessariamente in controtendenza...

ISIDORO ALBERTINI. No. Ma perché il titolo, in quel momento, potrebbe non avere molti scambi: se lo debbo comprare o vendere, mi rivolgo allo *specialist*, il quale fa la sua offerta che, se mi sta bene, io accetto. Chiaramente, questo operatore agisce in tendenza, perché compra se ritiene che il prezzo salga e vende se pensa che esso diminuisca. La sua idea è quella di ricavare un lucro da quest'operazione; in uno dei documenti che ho consegnato alla Commissione emerge chiaramente che questa funzione nuova, da inventare, se vogliamo, per andare incontro, in parte, alla CONSOB, ha un costo per la collettività che è dato dalla differenza di prezzo: però, si può dire che si tratta di un costo limitato. Chi potrebbe o dovrebbe assolvere a questa funzione? Se essa avesse natura puramente istituzionale, se quella figura svolgesse un ruolo di fluidificazione, per me sarebbe indifferente che essa fosse identificata con le banche o gli agenti di cambio, purché avesse la potenzialità finanziaria occorrente.

Sorgono, a questo punto, problemi attinenti ai soggetti che debbono svolgere queste funzioni e alle motivazioni che li inducano a svolgerle. Da questo punto di vista è chiaro che, se queste funzioni com-

porteranno guadagni, ci sarà qualcuno che le eserciterà, altrimenti no.

Si tratta indubbiamente di una figura ambigua. Negli Stati Uniti e in Inghilterra gli *specialists* hanno funzioni ben chiare, che svolgono individualmente, assumendosene i rischi, i vantaggi e gli svantaggi e guadagnando di più o di meno in misura proporzionale alla bravura. Quella che ho delineato è una figura tutta da inventare, ma può rappresentare una via d'uscita rispetto all'*impasse* nella quale si è posto il professor Piga, quando ha parlato della necessità di nuovo intermediario. Io sono contrario alla creazione di un nuovo intermediario che serva a portare dentro il mercato le pressioni esterne esistenti. Le banche continuano a sostenere che un nuovo intermediario è necessario per fluidificare il mercato: credo che sia possibile soddisfare questa esigenza, creando un intermediario del tipo che ho delineato.

PRESIDENTE. Forse a causa della mia mentalità giuridica non capisco il limite della fluidificazione del mercato: dovrebbe trattarsi di un limite qualitativo e quantitativo, oppure la società o il soggetto che svolgesse le funzioni di *specialist* potrebbe in realtà operare illimitatamente? In tale ipotesi, un consorzio di banche potrebbe operare nello stesso modo di cui lei nega l'opportunità, cioè in proprio; se, invece, questa figura fosse espressione della categoria degli agenti di cambio, non toglierebbe purezza alla funzione intermediatrice di tale categoria, nel momento in cui essi operassero in proprio, sia pure in forma associata?

ISIDORO ALBERTINI. A mio avviso, va ribadito che il nuovo intermediario non deve essere autorizzato ad operare con lo esterno, in altri termini non deve avere clientela né di banche, né privata, ma deve essere nel mercato a disposizione degli agenti di cambio che vi operano come strumento accessorio per fluidificare il mercato stesso. Ripeto, anche se non sono convinto di questa nuova figura di intermediario e della relativa funzione,

tutto ciò può rappresentare, al limite, una via di uscita.

Per quanto riguarda il limite quantitativo, è ben vero che si potrebbe verificare il caso di un folle, che potrebbe mettere in posizione cifre enormi, ma, essendo le funzioni limitate in un ambito che è pur sempre quello delle categorie che partecipano alla formazione del prezzo, la dimensione delle operazioni incontrerebbe in ogni caso automaticamente dei limiti quantitativi.

A questo punto, mi viene spontaneo di interrogarmi obiettivamente sui soggetti interessati a svolgere questo tipo di funzioni. Io vorrei escludere l'impressione che debbano essere in ogni caso e comunque agenti di cambio, perché ciò mi è indifferente. Se questo ruolo deve essere svolto attraverso uno strumento tecnico, esso può essere anche inventato, come avvenne in Inghilterra con il *jobber* e negli Stati Uniti con lo *specialist*. In Inghilterra vi erano cento *jobbers* perché il mercato era completamente diverso dal nostro, che è invece molto concentrato, per cui in riferimento a quest'ultimo si potrebbe immaginare una figura del genere di quella che ho delineato.

Per quanto riguarda i fondi « chiusi », per non creare inutili confusioni intendo riferirmi a quelli mobiliari, costituiti da un patrimonio messo in comune preferibilmente in forma societaria, al fine di investire in determinati titoli. La possibilità di entrare e di uscire puramente e semplicemente dal fondo non esiste, mentre esiste quella di scambiare la quota con altri attraverso una semplice operazione di compravendita. Il prezzo di ogni porzione di tale patrimonio messo in comune non deve essere fissato di diritto, ma deve formarsi attraverso una quotazione di borsa (come avveniva un tempo per le « carte Alfa Romeo », cioè i documenti attraverso i quali era possibile acquistare un'auto di tale marca con lo sconto). Si tratta di una figura diversa dall'azione o dalla obbligazione: è un documento che viene quotato perché delle persone abbiano la possibilità di effettuare degli scambi. Attraverso un tale procedi-

mento, nasce un prezzo autonomo, con gli inconvenienti del *discount* o del premio. Non dovrebbero sorgere problemi di valutazione perché, non essendoci entrate e uscite, non sarebbe necessario determinare giornalmente il valore della quota, che appunto non ha un valore, ma un prezzo. Alla fine dell'anno, certamente verrà redatto il bilancio del fondo, nel quale saranno presi in considerazione i titoli delle società acquistati nel corso dell'anno (ad esempio, il 20 per cento di una impresa non quotata, che quindi non ha un prezzo).

Da quanto si è sentito e letto di recente, sembra esista un certo consenso ad utilizzare il patrimonio netto per esprimere il valore di questi titoli: non so se si possa rapportare, ai fini del bilancio, il valore del titolo al nuovo valore del patrimonio netto della società, appunto perché nasce obiettivamente una figura nuova. Qualora si trattasse di un fondo « chiuso » gestito come società, come ho sempre pensato che debba avvenire, soccorrerebbero le norme del codice civile. Ma dai progetti allo studio, ripeto, nasce una figura nuova. Nei vari progetti che ho esaminato, è previsto poi che il fondo sia gestito da una società di gestione, che egisce dallo esterno. Ciò crea problemi. Infatti, il gestore esterno del fondo potrebbe andare benissimo nel caso di un fondo « aperto », che può essere un grosso affare: impiegando due miliardi di capitale, vengono raccolti magari tremila miliardi, per cui l'affare, considerando anche soltanto uno 0,75 per cento, diventa di decine di miliardi; invece, gestire un fondo chiuso di 50 miliardi non dà queste possibilità.

Io non vedo bene la coesistenza della formula del patrimonio e del gestore esterno con un meccanismo che è bloccato in se stesso, cioè chiuso. Ad un certo punto possono sorgere dei problemi anche in ordine alle modalità di scioglimento, nel caso in cui si intenda procedere in tale direzione.

È possibile scegliere la strada della società che abbia caratteristiche particolari e alla quale sia attribuito un trattamento fiscale vantaggioso fin dalla nascita (si

tratterebbe pur sempre di società con i rispettivi consigli di amministrazione e le relative responsabilità previste dal codice); possiamo invece inventare una strada completamente nuova, *de iure condendo*. Si tratterebbe in ogni caso di problemi diversi rispetto a quelli connessi con i fondi « aperti » e a quelli che derivano dalla formula dei fondi immobiliari, che costituivano una fattispecie mista, che portava con sé tutta una serie di problemi che ne hanno reso difficile la nascita.

VARESE ANTONI. Dottor Albertini, la prima questione che intendevo porre è superata, perché è stata oggetto di una domanda del presidente. Anch'io mi auguro - e auguro al dottor Albertini - che partendo da quell'idea si possa giungere ad una maturazione che dia soddisfazione alle preoccupazioni espresse, altrimenti il giudizio negativo circa la creazione di nuovi intermediari, proposta dalla CONSOB, continuerà oltretutto a rimanere ancorato all'incertezza. In via di principio, è certamente preferibile un intermediario a chi operi in proprio, perché quest'ultimo non influisce sul mercato in maniera continuativa. Allora, come va intesa questa figura di intermediario? Innanzitutto: essa deve rappresentare la soluzione dei contrasti fra agenti di cambio e banche? La proposta del dottor Albertini sembra perseguire una istituzionalizzazione all'interno della borsa, ma, perché possa svolgere quella funzione, occorre stabilire limiti qualitativi e quantitativi.

È chiaro donde muova questa idea. Mi auguro, senza pretendere una risposta in questa sede, che l'elaborazione di essa possa continuare, al fine di pervenire ad una proposta veramente alternativa, che non mi pare sia stata fino a questo momento esattamente definita.

Torno ora alla questione della clausola di gradimento nel mercato ristretto. Il dottor Albertini ci ha ricordato che tale questione non si risolve neanche con la riforma del mercato ristretto, quanto meno non si risolve bene. Egli ha ricordato che le chiusure sono decadali, ma che non è possibile sciogliere immediata-

mente la riserva, per cui si creerà una infinità di posizioni sospese. Qual è la sua opinione in ordine ad un'ipotesi di eliminazione della clausola di gradimento. Non crede che effettuare una suddivisione tra coloro che hanno diritto o meno di partecipare alle assemblee possa essere una limitazione?

Un'altra questione riguarda i rapporti valutari.

Ella ci ha ricordato che soltanto tre o quattro istituti di credito monopolizzano il mercato e che, invece, vi sono 1500 operazioni ancora non riscontrate, alcune delle quali risalgono addirittura al 1985. Se si considera poi il fatto che « Monte Titoli » non può che ricevere operazioni quadrate, la pregherei di fornire dei chiarimenti in questo senso. Si tratta di un problema analogo a quello del mercato ristretto. Vorrei sapere quali effetti negativi sono determinati da questa situazione: è possibile che tutto ciò implichi delle operazioni non trasparenti? Infine, quali diritti di controllo si possono esercitare sul mercato?

ISIDORO ALBERTINI. Onorevole Antoni, per quanto riguarda le limitazioni della clausola di gradimento, la mia risposta è molto chiara: sono favorevole alla sua abolizione; ritengo che il meccanismo della clausola di gradimento - che di fatto discrimina l'azionariato - sia inconcepibile se si vuole che il titolo sia quotato, anche se mi rendo conto che l'iniziativa intrapresa da alcuni istituti è un tentativo di mediare e di salvare « capra e cavoli ».

Ricordo la battaglia intrapresa da Guido Rossi proprio per l'abolizione della clausola, ma - come abbiamo visto prima - le sentenze fino ad ora emanate hanno portato a risultati limitati.

Naturalmente, quando si parla di Banche popolari, si fa riferimento ad un problema che giace su un terreno minato in quanto si tratta di istituti di credito che hanno una rilevanza locale...

VARESE ANTONI. Secondo lei la Banca popolare di Novara ha una rilevanza soltanto locale?

ISIDORO ALBERTINI. Certamente no, ma la sua origine è locale, i centri di interesse operano in quell'area.

Per quanto riguarda gli aspetti valutari delle operazioni sull'estero, devo dire che si tratta di un problema tipicamente italiano: l'esigenza di avere a disposizione dei meccanismi di controllo sui cambi e sui movimenti di capitale, fa sì che sulle banche si concentri il transito ed il regolamento valutario delle operazioni; gli istituti, infatti, oltre a regolare i pagamenti, effettuano le operazioni in valuta e provvedono alla custodia dei titoli di proprietà dei non residenti.

Recentemente è stata proposta la « bozza » di una nuova legge valutaria; siamo in attesa dell'emanazione del regolamento; da quanto è emerso nel corso di una tavola rotonda, alla quale ha partecipato anche il ministro Formica, ho avuto l'impressione che i controlli, all'origine di alcuni degli inconvenienti di cui parlavo, verranno mantenuti.

Il volume di affari sull'estero è notevole; la mancata quadratura non significa che l'operazione non sia completamente chiusa, ma significa che esistono delle discordanze tra il cliente estero e la banca italiana.

Come è noto, esiste una normativa - che l'altro giorno ho richiamato al ministro Formica - in base alla quale l'operatore estero, che va in « rosso » su un conto valutario in Italia, è soggetto ad una forte penale nei confronti dell'UIC.

Vi sono stati dei casi paradossali quando alcuni « disgraziati » sono andati in « rosso » perché la liquidazione di borsa della banca italiana non si è chiusa tempestivamente per la mancanza dei titoli; il mese scorso un importante istituto di credito avrebbe dovuto pagare dieci miliardi di lire di penale all'UIC per conto di contropartite estere, con le quali nascerebbero spiacevoli contenziosi.

Vi è, quindi, una situazione che non esito a definire anomala; è ridicolo pensare ad un mercato moderno retto ancora da questo tipo di meccanismi. Mi risulta, peraltro, che la normativa sulla penale verrà abrogata: sarebbe un passo avanti!

Un tale tipo di situazione crea molti pericoli, allontanando dai nostri mercati gli investitori esteri; ciò è avvenuto probabilmente anche perché vi è stata molta incertezza sui tempi di realizzo.

PRESIDENTE. Ringrazio, in conclusione, il dottor Albertini per l'utile contributo fornito alla Commissione e per la disponibilità che ha dimostrato.

(La seduta, sospesa alle 17,40, è ripresa alle 17,45).

Audizione del dottor Luigi Arcuti, presidente dell'Istituto mobiliare italiano (IMI).

PRESIDENTE. Ringrazio il dottor Arcuti per essere gentilmente intervenuto al seguito della nostra indagine conoscitiva.

Invito quindi senz'altro il dottor Arcuti (che ha fra l'altro consegnato un documento scritto) a svolgere la sua relazione.

LUIGI ARCUTI, presidente dell'IMI. Ringrazio anzitutto la Commissione per l'invito rivoltomi a partecipare all'indagine conoscitiva sull'evoluzione del sistema e dell'ordinamento bancario e finanziario. Mi accompagna il direttore generale dell'IMI, dottor Saracini, poiché, qualora dovesse mancare la mia risposta, egli potrà sopperire, intervenendo soprattutto sui temi più particolarmente tecnici.

Tenendo presente il fatto che nella Commissione si è svolto uno spettro molto ampio di interventi, e non volendo ripetere concetti già espressi, ho cercato di sintetizzare al massimo l'argomento da svolgere.

Vorrei anzitutto soffermare la mia attenzione sullo scenario internazionale.

Alla calma apparente che si registra nel complesso sulle grandezze cosiddette « reali » (commercio internazionale e relativi prezzi), fa oggi riscontro una situazione di incertezza e di disagio sulle grandezze monetarie, che più rapidamente riflettono gli squilibri di bilancia commerciale fra i paesi protagonisti della scena internazionale (Stati Uniti, Giappone, Re-

pubblica federale di Germania) e le incertezze sulle direzioni di aggiustamento.

Certamente, sono avvenuti fatti estremamente importanti negli ultimi decenni. La crescente integrazione dei mercati si è accompagnata ad una spinta al mutamento nella divisione internazionale del lavoro.

Ogni paese ha aperto la sua economia, anche se il disequilibrio della bilancia dei pagamenti può portare a tentazioni di protezionismo; certamente, tutto è in funzione della ricerca delle soluzioni finanziarie ottimali nell'ambito di uno spettro allargato di mercati del denaro, nonché della protezione dai rischi di cambio e di tasso.

Vorrei richiamare un'altra circostanza, estremamente interessante per i suoi riflessi su quello che siamo soliti chiamare « il secondo miracolo italiano ». All'ondata di innovazioni tecnologiche in atto corrisponde - com'è naturale attendersi sia a livello di ciascun paese, sia attraverso le frontiere - l'attivismo tanto nella innovazione di prodotto e nella ristrutturazione della produzione (nel cui ambito acquistano crescente importanza le componenti « immateriali », vale a dire ricerca e sviluppo, comunicazioni, *software*, formazione, sistemi di distribuzione), quanto nella ricombinazione dei gruppi di imprese (acquisizioni, scorpori, fusioni). Si tratta di due fatti essenziali, che cercherò di esemplificare meglio. In primo luogo, l'innovazione tecnologica porta a dover considerare sul conto economico delle imprese anno per anno tutte le spese, che in termini sintetici vogliamo chiamare di ricerca e di sviluppo.

In secondo luogo, il costo di sostituzione degli impianti è talmente forte da sollecitare piuttosto una maggiore ricerca di acquisizioni di quote di mercato rispetto all'installazione di nuovi impianti. Pertanto, i grandi investimenti sono forse un fatto del passato, mentre la domanda di servizi di intermediazione è diversa rispetto a quella un tempo esistente.

I mutui di lunga durata permangono soltanto per la costruzione delle infra-

strutture; quando le imprese non hanno la capacità di ammortare nel breve ciclo, di quattro o cinque anni al massimo, gli impianti, possono trovarsi nella condizione di dover uscire dal mercato.

Insieme con il dottor Saracini ho potuto riscontrare che le aziende non chiedono più crediti industriali per il finanziamento di grandi progetti ammortabili in dodici o quindici anni; piuttosto, tornano di anno in anno a chiedere mutui, affinché i propri impianti abbiano sempre la capacità di rispondere all'innovazione tecnologica. L'aggiunta dell'elemento nuovo può produrre effettivamente quell'alta produttività, che la competizione nazionale ed internazionale impongono alle aziende stesse.

Assistiamo, dunque, ad un cambiamento nella ricerca delle fonti di finanziamento, facendosi ricorso ad un maggior auto-finanziamento, ovvero richiedendo mutui o finanziamenti di più breve durata.

Come ho già osservato in sede di audizione presso la Commissione finanze e tesoro del Senato, si sta verificando in tutto il mondo un processo di accentuata « mobiliarizzazione » (vorrei tradurre in tal modo il termine *securitization*, esteticamente non bello anche nella lingua inglese), vale a dire la tendenza alla trasformazione in titoli di attività finanziarie già allocate e, in buona misura, allocabili nei bilanci degli intermediari creditizi in generale e bancari in particolare.

Un'altra tendenza in atto è quella alla globalizzazione dei mercati finanziari, vale a dire, per un verso, alla riduzione o rimozione delle barriere nazionali agli investimenti di portafoglio, e, per altro, alla concentrazione ed alla multinazionalizzazione degli intermediari operanti nei titoli. Le due tendenze sono interconnesse e trovano matrice comune nel progresso tecnologico che ha drasticamente ridotto i costi di informazione e di transazione. Ciò a prescindere dall'intensa trasformazione cui va incontro il sistema dei pagamenti, il cui funzionamento, ancorché logicamente ben distinto dall'intermediazione finanziaria vera e propria, è tradi-

zionalmente associato all'attività espletata dalle reti di sportelli bancari.

Come ha osservato di recente Tomaso Padoa-Schioppa, « il fatto che aziende operanti in campi assai diversi (la grande distribuzione, il turismo, l'assicurazione, la banca ed altri ancora) facciano uso degli stessi beni capitali (elaboratori, terminali, reti di trasmissione, reti di distribuzione), riduce i tradizionali confini fra queste attività ed apre a ciascuna i campi delle altre ».

Venendo alle vicende italiane dell'ultimo biennio, desidero rilevare come il nostro sistema sia tradizionalmente orientato verso gli intermediari, anziché verso i mercati degli strumenti negoziabili, sistema sostanzialmente modellato da una legislazione che risale agli anni Trenta.

La nostra è una legislazione che si preoccupa della stabilità delle istituzioni finanziarie perché la cornice normativa è orientata ad una rigida segmentazione del « lavoro » creditizio.

L'innovazione giuridica apportata nel settore del risparmio è contenuta nella legge n. 77 del 1983, istitutiva dei fondi comuni mobiliari. E però opportuno ricordare che la legge del 1936 si colloca in un paese che ha vissuto una gravissima crisi industriale ed ha scarsità di « capitale », mentre nel 1983 (all'epoca della legge sui fondi di investimento) il paese ha superato brillantemente una seconda crisi industriale, dalla quale sembrava non potesse più uscire, presentando invece una forte propensione all'accumulazione di capitale. Questi i fatti storici rilevanti che ci consentono di valutare in maniera differente i due periodi. Ne consegue che, oggi, noi possiamo pensare a formule diverse quali, per esempio, coefficienti di rischio, coefficienti di capitale, raccolta e reimpiego di capitali, differenziazione dei rischi e differenziazione dei soggetti di rischio, nonché differenziazione dei soggetti in funzione delle attività svolte. La caratteristica peculiare della legge bancaria del 1936 è che ha sancito la separazione fra la raccolta del risparmio a breve termine, riservata alle aziende bancarie, e la emissione di passività oltre il

breve, riservata, di massima, ai cosiddetti istituti di credito speciale. Questa sorta di linea di demarcazione è ancora vigente.

Credo che i colleghi banchieri americani, inglesi e giapponesi abbiano faticato non poco a comprendere la rilevanza assunta in Italia dal dibattito sul *merchant banking* di emanazione bancaria, visto che le banche italiane possono garantire (sempur con l'autorizzazione della Banca d'Italia) il collocamento di - e liberamente negoziare i - valori mobiliari. Al contrario, nei paesi anglosassoni, la linea di demarcazione è posta fra chi colloca e negozia titoli e chi opera attività creditizia.

Circa la *ratio* di una siffatta segmentazione della intermediazione creditizia, condivido l'opinione di quegli autori che attribuiscono al legislatore dell'epoca il convincimento che il prestito a medio termine fosse - nelle circostanze date - destinato ad essere largamente prestato di capacità di emissione e, quindi, sostitutivo del capitale proprio. Una distinzione, questa, superata nel tempo. La consapevolezza della insufficienza contingente del mercato mobiliare era tanto viva nel legislatore del tempo, da indurlo ad inserire nella legge istitutiva dell'IMI anche la previsione di speciali gestioni fiduciarie in monte (una sorta di antenato dei moderni fondi comuni), al fine di promuovere, attraverso l'interposizione di un ente specializzato, l'afflusso alle imprese di mezzi durevoli, anche con vincolo di capitale.

È chiaro, però, che allora le condizioni oggettive dell'Italia erano di scarsità di capitali e, pertanto, il prodotto credito non poteva che prevalere sul prodotto capitale. Questa motivazione (surruga del capitale di rischio posto alla base della separazione fra credito ordinario e credito speciale) è venuta meno. E ben vero, peraltro, che possono sussistere anche altri argomenti a favore del mantenimento della cosiddetta separatezza fra banche ed istituti.

Occorre, però, a mio avviso, già oggi prevedere che cosa potrà accadere nel momento in cui la nostra segmentazione dovrà competere con gli intermediari del-

la CEE, che tale distinzione hanno nei fatti superato con grande efficienza ed in piena stabilità.

Per giungere preparati all'appuntamento CEE, ritengo che le misure adottabili (parametri di adeguatezza del patrimonio, regolamentazione « prudenziale » sul frazionamento dei rischi, trasparenza degli assetti proprietari, disciplina dei gruppi, di società), unitamente con il complesso dei controlli esercitabili, siano adeguate a conciliare stabilità ed efficienza.

Ricordando la natura imprenditoriale dell'esercizio dell'attività di raccolta del risparmio e di concessione del credito, non si possono dimenticare le ragioni economiche e tecnico-funzionali che hanno indotto il Governatore della Banca d'Italia in questa sede a parlare di aggregazioni per le due classi di enti creditizi, aziende ed istituti, al fine di stabilire reciproci collegamenti operativi. Economie distributive nel contatto con le imprese sospingono gli enti creditizi ad allargare la gamma dei servizi finanziari offerti (e questo è un chiaro processo concorrenziale). E l'ampiezza della licenza, nel confronto competitivo che si instaura fra banche ed istituti sulle fasce di sovrapposizione operativa che si presentano, fa pendere decisamente la bilancia dalla parte delle aziende ordinarie di credito. Per citare Onado: « Le incursioni delle banche nel campo degli istituti speciali sono ben più estese di quelle in senso inverso ». E non è un caso che, a fronte dell'affollarsi di richieste, esterne al mondo bancario, per la costituzione di nuove aziende di credito, non consti sussistere una paragonabile pressione per la formazione di nuovi istituti di credito mobiliare. Sostanzialmente, se vi è una pressione, essa viene esercitata dalle grandi istituzioni che non hanno sezioni di credito industriale, né il controllo di un istituto di credito mobiliare. Io credo che ciò che può essere ancora considerato valido nella differenziazione dei ruoli sia la valutazione del « merito di credito », il cui approccio avviene con formule diverse. Gli istituti di credito mobiliare hanno maturato con gli anni una grande professionalità nel giudizio

dei progetti, mentre le banche di credito ordinario approfondiscono la conoscenza diretta con il cliente-impresa, in quanto ne vedono ogni giorno gli sviluppi attraverso il credito a breve per lo smobilizzo o il sostegno del capitale circolante.

Se dunque i collegamenti organici fra banche ed istituti sono ritenuti opportuni e se si vuole preservare una sostanziale autonomia dei tipi di « valutazioni del merito di credito », si afferma quale idonea modalità organizzativa quella dell'appartenenza ad un « gruppo », con il vincolo della forma « aperta », cioè della sussistenza di una pluralità di soci e dell'effettiva diversità degli organi di gestione. Lungo questa via si è incamminato l'Istituto mobiliare italiano.

Il documento, consegnato alla Commissione, presenta alcune considerazioni in merito a problemi di fronte ai quali noi ci troviamo e con i quali ci confrontiamo: la disciplina del ricorso delle imprese al pubblico risparmio; gli ordinamenti sezionali per le imprese esercenti attività speciali; la disciplina dei soggetti abilitati alla gestione fiduciaria di mezzi di altrui pertinenza. Su tali argomenti noi abbiamo dato alcune risposte che possono essere incomplete, ma se lo sono, ciò è in funzione del fatto che occorrerebbe discutere per giorni e giorni, e che bisognerebbe essere presenti con una documentazione vastissima; inoltre, dovrebbe sorreggerci una vasta dottrina, anche perché i principi giuridici in discussione sono di grande rilevanza. Credo però che questi siano temi di pertinenza del legislatore; noi abbiamo semplicemente indicato quelli che possono essere i motivi operativi per cui avvengono questi fatti.

Credo sia interesse generale che progredisca al più presto la cultura finanziaria del paese e dei risparmiatori e che non si perdano di vista i fatti fondamentali, che sono fatti di imprese, di capitali (soprattutto umani), di produzione, di competizione (specialmente quella internazionale) e di comportamenti.

Confido che, quanto prima, si affermino pure nel nostro paese, indipendentemente dalle integrazioni del quadro nor-

mativo da parte del legislatore, quegli *standards* operativi che si sono consolidati, nel corso dei decenni, nei mercati più evoluti.

Ripeto in questa sede quanto ho affermato in un'occasione recente che, cioè, sotto la cronaca si sta muovendo la storia e che finalmente, in Italia sono state create le condizioni per un mercato dei capitali più vasto, per un sistema più aperto, di vera concorrenza tra gli intermediari, caratterizzato da forme di gestione professionale del risparmio e dalla presenza di investitori istituzionali. Io stesso ho pubblicamente auspicato la liberalizzazione, che finalmente è giunta, per le banche ordinarie dell'accesso alle società finanziarie di partecipazione (cioè al cosiddetto *merchant banking* all'italiana). Mancano ancora alcuni strumenti: *commercial papers* fondi « chiusi », fondi immobiliari, fondi-pensione volontari, che in alcuni mercati esteri rappresentano le strutture finanziarie portanti del sistema economico. Personalmente, sono fiducioso nella possibilità di un graduale superamento, nel prossimo futuro - grazie ai necessari provvedimenti legislativi -, di queste carenze. Si risente peraltro, ancora fortemente, il ritardo accumulato nella rimozione, seppure graduale o selettiva, dei vincoli valutari. Al riguardo, è bene ricordare incidentalmente che, a prescindere da aspetti di « libertà del risparmiatore » e da altri effetti pur non meno importanti, le restrizioni riducono la possibilità, per i maggiori intermediari finanziari nazionali, più esposti alla concorrenza dei giganti esteri, di crescere e di competere.

Gli operatori auspicano che l'autorità amministrativa possa annunciare un cammino di progressiva liberalizzazione, da completarsi entro il 1992, idoneo, sì, ad eliminare i pericoli di un'eccessiva risposta del mercato ad una subitanea rimozione delle barriere, ma anche atto a stabilire i necessari punti di riferimento.

Credo che il paese abbia realizzato una profondissima svolta dagli anni Settanta agli anni Ottanta: innanzitutto, nel salvaguardare la capacità di competere

sul mercato internazionale con strutture industriali che oggi si possono definire di prim'ordine; in secondo luogo, nel rafforzare le imprese per renderle competitive a livello interno ed internazionale. E su questa linea il risparmio delle famiglie, che continua ad essere, forse, una delle punte più virtuose del sistema italiano, ha accompagnato - e, direi, ha premiato - gli sforzi di tutti coloro che a questa linea virtuosa si sono avvicinati. Riteniamo che il risparmio delle famiglie, che ormai sta superando i 150 mila miliardi annui, e che sicuramente raggiungerà flussi di 200 mila miliardi negli anni Novanta, possa essere il grande serbatoio che consentirà al nostro paese di rimanere nei primi posti della graduatoria degli Stati più industrializzati del mondo. Come intermediari cercheremo di fare il nostro dovere per far sì che il ponte fra risparmiatori ed imprese non sia più solo ideale, ma possa essere assicurato al minor costo.

PRESIDENTE. Ringrazio il dottor Arcuti per la sua acuta e vigorosa relazione. Prima di dare la parola ai membri della Commissione, che vorranno certamente porre delle domande, vorrei trasmettergli il saluto e il ringraziamento del presidente della Commissione, onorevole Ruffolo, che non ha potuto fino a questo momento intervenire ai nostri lavori, ma ha chiesto che la presidenza facesse menzione del suo rammarico per non essere potuto finora intervenire.

**PRESIDENZA DEL VICEPRESIDENTE
GIACOMO ROSINI**

VINCENZO VISCO. Signor presidente, onorevoli colleghi, anch'io vorrei innanzitutto ringraziare il dottor Arcuti per la sua relazione, su cui rifletterò attentamente perché egli in maniera molto limpida propone per i decenni a venire una visione del sistema finanziario italiano basato su un assetto istituzionale sostanzialmente differente da quello attuale e da quello che si è andato sviluppando anche in altri paesi. Non a caso il dottor

Arcuti ha avuto qualche accento polemico nei confronti della cultura anglosassone, che mi è molto vicina e molto cara. In effetti, non mi ritrovo completamente sul piano logico nel discorso del dottor Arcuti, per una serie di motivi che cercherò di esporre e su cui desidererei una sua valutazione.

Mi pare che il dottor Arcuti, in sostanza, lanci un messaggio: che è necessario eliminare la segmentazione e andare verso un processo di integrazione non solo dei mercati finanziari internazionali, ma anche delle strutture finanziarie interne a ciascun paese; a questo punto, non avrebbe più senso parlare di banche o di istituti di credito, ma ogni istituzione finanziaria composta dovrebbe, sempre secondo il dottor Arcuti, poter svolgere contemporaneamente tutte le attività possibili ai gruppi societari, con l'unico problema di avere garanzie su alcuni comportamenti, su alcuni *ratios*, nonché una separazione degli organi di gestione.

Questa posizione è indubbiamente molto coerente rispetto ad alcune fortissime spinte che vengono attuate in questo momento, ma che non so quanto siano di fondo o quanto invece rispecchino esigenze transeunti. La mia preoccupazione vera è questa, anche perché le spinte sono tante, ma quelle che vengono effettivamente recepite dal mondo finanziario sono solo alcune. Ad esempio, da un punto di vista economico, la segmentazione dei mercati finanziari risponde ad elementari esigenze di equilibrio, di sicurezza, nonché di specializzazione. In altri termini, da un lato esiste un problema di stabilità, dall'altro la necessità di far corrispondere ad ogni attività un intermediario specializzato in quell'attività (oppure maggiormente in quell'attività rispetto alle altre). Nell'esperienza nord-americana, e in parte in quella italiana, la segmentazione si limita a tener separati i tre mercati, cioè quello creditizio, quello mobiliare e quello assicurativo, nell'ambito dei quali si attua la raccolta di risparmio a vista, a medio o a lungo termine e il finanziamento diretto delle

imprese. Ciò ha portato alla nascita di una legislazione specializzata e di operatori altrettanto specializzati, nonché ad una evoluzione della mentalità.

Oggi è sicuramente arrivato il momento di superare certi steccati, ma mi domando fino a che punto sia possibile andare verso una situazione in cui ognuno fa tutto. Potrà succedere perfino che alcuni funzionari della banca vengano messi a gestire fondi « chiusi », così come sono stati incaricati di gestire fondi mobiliari oppure a fare altre cose, come ad esempio gestire fondi per le pensioni.

Ciò comporterà rischi non trascurabili di « misallocazione » delle risorse e rafforzerà la tendenza verso un sistema industriale e finanziario non dissimile da quello tedesco. È un discorso questo che porta ad un polo diverso da quello anglosassone.

PRESIDENZA DEL VICEPRESIDENTE
GUSTAVO MINERVINI

VINCENZO VISCO. Il modello anglosassone è contraddistinto da una segmentazione forse eccessiva, che ha portato ad una altrettanto eccessiva disintermediazione. In America le banche stanno sparendo: forse anche lì si registrano delle tendenze al mutamento, ma esse sono molto minori di quelle presenti in Italia.

L'altro modello è quello tedesco, dove una tale struttura ha creato un sistema di grandi imprese ipertrofiche e di scarsa elasticità, probabilmente, rispetto all'impresa minore.

Secondo alcune analisi di studiosi di economia effettuate nel Regno Unito circa dieci anni fa, una responsabilità non indifferente del declino dell'industria britannica veniva attribuita alla presenza di un eccessivo numero di investitori istituzionali, che canalizzavano buona parte del risparmio portando avanti una certa politica.

Da questo punto di vista, mi sembra che rimanga l'esigenza di mantenere quanto meno una separazione o una specializzazione, se non vogliamo chiamarla seg-

mentazione, dei mercati. A tal proposito, vorrei sapere se nella prospettiva che si va delineando ci siano dei rischi: su questo vorrei un chiarimento, perché non ho sciolto ancora il dilemma. D'altra parte, tale chiarimento si lega ad un'altra questione.

Mi sembra che la posizione della Banca d'Italia, pur essendo più prudente, non sia contraria all'idea della costituzione di gruppi finanziari o di banche. In effetti, questa è una posizione che mi sarei aspettato fino ad un certo punto, però alla Banca d'Italia ciò che interessa maggiormente in questo momento è di ribadire la necessità che l'industria e la finanza rimangano separate, mentre sul resto è pronta a transigere. In altri termini, la Banca d'Italia è pronta a transigere sul fatto che le assicurazioni e le banche si possano tranquillamente congiungere, il che mi lascerebbe molto perplesso.

Mi domando per quale motivo, nell'ambito dello schema del dottor Arcuti, in un gruppo come la FIAT, che già si occupa di finanza, non possano esserci banche eppure, una certa globalizzazione in questo momento potrebbe apparire molto moderna, anche se ho il dubbio che possa essere estremamente rischiosa a lungo termine.

Vorrei essere rassicurato su questo punto. Certamente continuerò a studiare la materia, in ordine alla quale per altro non esiste una letteratura economica particolarmente approfondita, se si eccettuano alcuni articoli di Stiglitz, di Tobin e di altri studiosi. Si tratta di una questione molto importante, perché stiamo disegnando la finanza del futuro. Mi esprimo meglio: dovremmo disegnare la finanza del futuro, perché in realtà le cose stanno andando per conto loro. Il Governo e il Parlamento non hanno un quadro chiaro di quello che occorre fare; la Banca d'Italia afferma certe cose, la CONSOB ne afferma altre, il Ministero del tesoro sostiene tesi diverse dalle prime e dalle seconde, mentre gli operatori stanno prendendo iniziative e si stanno comportando in maniera del tutto autonoma; alla fine si creerà una situazione tale, per cui la

realtà che si sarà creata diventerà la fonte principale della legge che dovrà essere approvata. Questo è il modo peggiore di venire incontro alle esigenze del paese, sicuramente è quello che comporterà i maggiori rischi.

LUIGI ARCUTI, *presidente dell'IMI*. Desidero rendere una precisazione: probabilmente non mi sono spiegato bene in quanto la mia visione è molto vicina a quella del sistema anglosassone più che di quello tedesco. Io temo le *Panzer - Divisionen* nel sistema finanziario nazionale ed internazionale più di quanto le tema lei. Vi può essere la commistione tra due grandi forze che entrano in gioco spostando importanti risorse dagli investimenti reali al settore finanziario. Sono favorevole ad una visione non « compatta » del sistema, diversa da quella della banca « mista » prevista nella Repubblica federale di Germania. Un meccanismo di questo tipo non credo possa essere congeniale per mentalità e per tradizione al nostro sistema. Noi italiani ci siamo differenziati per aver creato un meccanismo che prevede allo stesso tempo le banche commerciali e gli istituti di credito speciale, anche se sostanzialmente ci siamo avvicinati alle *clearing banks* ed alle *merchant banks*.

Un sistema di gruppo è più adatto per affrontare lo scontro internazionale che, se avverrà, vedrà coinvolti i « giganti ».

Qualsiasi banca straniera che opererà in Italia potrà svolgere la propria attività ad alto livello, ricercando due o tre operatori di servizi che le possono mettere in corrispondenza con le imprese nazionali.

Per quanto riguarda il problema del rapporto tra industria e sistema bancario, ritengo che si tratti di una battaglia più teorica che pratica. Non vedo, infatti, industrie interessate ad acquistare banche, probabilmente perché gli investimenti reali - tipicamente industriali - sono decisamente più duraturi nel tempo di quelli finanziari. La tradizione anglosassone e gli sviluppi del mercato statunitense, ad esempio, ci mostrano che, nell'ambito nazionale, è più « forte » la tesoreria della *Gene-*

ral Motors Financial Corporation di quella della *City Corp.*

Le imprese seguono lo *standard* del mercato: emettendo dei *commercial papers* o delle obbligazioni, raccolgono risorse superiori a quelle che una qualsiasi banca sarebbe in grado di mettere loro a disposizione.

Se vi è un problema di distorsione nell'allocazione delle risorse, è chiaro che le imprese cercheranno di non passare attraverso il sistema bancario.

Probabilmente la polemica sul rapporto banca-industria o quella sulla separazione non ha origine dal mercato, ma è solo concettuale...

VINCENZO VISCO. Ma è stato sostenuto dal Governatore della Banca d'Italia!

LUIGI ARCUTI, *presidente dell'IMI*. Non nascondo che chi ha la responsabilità dei soggetti non gradisce che in essi entrino forze perturbatrici, forse più per motivi di gestione che non per cause legate alla capacità operativa a determinare risultati.

GIACOMO ROSINI. Tra gli auspici di tutti, nell'ambito europeo, ci stiamo avviando verso l'apertura del mercato bancario e finanziario. È bastato, però, che la Banca d'America e d'Italia fosse rilevata da una banca estera per creare preoccupazioni a tutti i livelli, forse anche a causa del numero di sportelli - mi sembra siano 98 - operanti sul territorio nazionale.

A prescindere da questo fatto, sta emergendo una preoccupazione non solo in ordine al *know-how* delle banche italiane, ma anche in relazione alla composizione della proprietà.

Vorrei sapere se l'IMI - che opera in una fascia diversa rispetto alle banche originarie - ritiene che questo tipo di preoccupazioni abbia ragione di esistere.

In che modo il legislatore italiano potrebbe intervenire per consentire un più rapido adeguamento della situazione?

LUIGI ARCUTI, *presidente dell'IMI*. Se osserviamo la struttura bancaria italiana

degli anni Settanta, è possibile notare che essa era analoga a quella del sistema delle imprese; certamente quest'ultimo era sotto-dimensionato rispetto ai livelli che internazionalmente si consideravano accettabili.

Credo che negli ultimi quindici anni il sistema abbia fatto un grande salto di qualità. Un notevole contributo al rafforzamento patrimoniale delle imprese creditizie italiane è venuto dalla disposizione legislativa del 1973, che consentendo lo accantonamento nel fondo rischi, ha indirettamente permesso di rafforzare i mezzi propri delle banche italiane.

Esistono istituti di credito che dispongono oggi di *ratios* a livello delle più forti banche europee: i primi dieci istituti italiani quanto a mezzi propri si trovano in linea con le altre banche europee.

In particolare, per quanto concerne l'IMI, posso dire che ci sentiamo fortemente capitalizzati. Negli ultimi anni, proprio per evitare e superare una crisi incontrata sul nostro cammino, ci siamo preoccupati di accantonare riserve in misura superiore alle necessità. Nel bilancio consolidato - posso fornire le cifre poiché ormai siamo alla chiusura dell'esercizio finanziario, fissata al 31 marzo di ogni anno - risulta che tra capitale, riserve e fondi rischi non impegnati giungiamo intorno ai 4500 miliardi di mezzi propri. È importante sottolineare che avremo 2 mila miliardi di disponibilità nell'ambito dell'IMI, oltre ai 3500 riguardanti l'intero gruppo. Pertanto, qualora ci si dovesse scontrare o si intendesse acquisire posizioni in campo internazionale, avremmo i mezzi per far fronte ad una eventuale competizione.

Ciò che manca al nostro sistema è la libertà dell'essere internazionali. A nostro giudizio, non si può competere sul piano internazionale se non si ha la possibilità di essere e di operare. Comprendo chiaramente le preoccupazioni di coloro, i quali potrebbero vedere improvvisamente svuotare le riserve, dato che, se il fenomeno della corsa al titolo estero corrispondesse a quello avvenuto nel 1985 in funzione dei nuovi fondi di investimento,

probabilmente vedremmo passare oltre la frontiera 50 miliardi di dollari.

Si potrà, comunque, procedere con gradualità; in ogni caso, è necessario consentire questa liberalizzazione, poiché solo esprimendosi professionalmente ed a livello degli intermediari internazionali si potrà un domani controllare questa grande capacità di *placing power* della Banca d'Italia, che sino ad oggi non è stata sostanzialmente sfruttata in funzione di competizioni internazionali. Al riguardo, mi sentirei fiducioso.

ANTONIO BELLOCCHIO. Per quanto concerne la specializzazione e la despecializzazione degli intermediari creditizi, lei si è recentemente schierato - non condividendo il pensiero di molti altri autorevoli banchieri - contro la specializzazione per scadenze degli intermediari, contro la rigida separazione - criterio che pure rappresenta uno dei cardini della legge bancaria del 1936 - tra banche di credito ordinario ed istituti di credito speciale. Può chiarirci meglio i motivi di questa sua posizione?

Rimanendo sempre sull'argomento, ricordo come l'IMI è sino ad oggi l'unico istituto di credito speciale che controlli una banca ordinaria: la « banca Manusardi », che a sua volta ha acquistato l'*American Service Bank*. Alla luce della sua posizione cui ho fatto riferimento, come ritiene possibile in un caso del genere garantire all'autorità di controllo e soprattutto ai risparmiatori il rispetto dell'assoluta separatezza, a mio avviso necessaria, tra i fondi di provvista tipicamente a scadenza e gli altri tipicamente a rischio?

Per quanto riguarda il *merchant banking*, come lei sa, il CICR ha adottato una minuziosa delibera circa la partecipazione delle aziende di credito e degli istituti centrali di categoria al capitale delle nuove società di intermediazione finanziaria. Tale delibera si chiude con una semplice raccomandazione, rivolta soprattutto agli istituti di credito speciale, perché si attengano ai medesimi principi e alle emanande disposizioni applicative della Banca d'Italia. Ritiene che gli isti-

tuti di credito speciale - primo tra tutti l'IMI - rispetteranno scrupolosamente questa raccomandazione? In caso contrario, quali potrebbero essere le conseguenze sull'unitarietà dei comportamenti del sistema bancario italiano?

La terza domanda fa sempre riferimento agli atteggiamenti della Banca d'Italia. Alcuni esponenti hanno ripetutamente messo in guardia contro i pericoli di un'eccessiva estensione, sia come quantità, sia come gamma, dei servizi offerti con il sistema del « porta a porta », per cui si tenderebbe non di rado a sconfinare nella riserva stabilita dalla legge sulle banche. Dato che il gruppo IMI si avvale di potenti reti, vorrei conoscere la sua opinione in proposito.

LUIGI ARCUTI, *presidente dell'IMI*. Sul problema della specializzazione, rispondo semplicemente che ci sforziamo di corrispondere alle esigenze delle imprese. Non si tratta di « filosofie » personali o di « guerre di religione ». Nel momento in cui le aziende richiedono crediti con scadenze molto più ravvicinate rispetto al passato, non possiamo offrire mutui a sette o a dieci anni. Le condizioni e la durata dei mutui dipendono da altri fattori.

Il primo - già accennato in precedenza - consiste nella capacità delle imprese di ammortare molto più velocemente gli impianti di quanto avveniva in passato, anche in funzione della competizione che le aziende debbono sostenere. Il secondo dato riguarda la qualità degli investimenti, profondamente mutati. Non bisogna, infine, trascurare il motivo fiscale, per cui le imprese che hanno acceso mutui con una durata superiore a diciotto mesi si scontrano con quel 2 per cento dell'imposta sostitutiva che continua ad essere un marginale introito da parte dello Stato, ma che, a fronte di mutui quadriennali o quinquennali, rappresentati, al pagamento iniziale, un onere di circa l'1 per cento in più rispetto al normale tasso bancario. Come è noto, le imprese sono molto attente a tali questioni fiscali.

La capacità di rimborsare fa sì che le stesse imprese preferiscano rivolgersi alle banche di credito ordinario per soddisfare i propri problemi di tesoreria nello arco temporale che va dal diciotto ai trentasei mesi.

Personalmente, sarei molto lieto di concedere un mutuo decennale o quindicennale (se poi questo mutuo è a favore di un ente pubblico, la situazione è ancora migliore). Mutui del genere, infatti, ci evitano di dover reinvestire nel giro di poco tempo e, conseguentemente, determinano una diminuzione del nostro lavoro. Ne deriva che il nostro precipuo interesse è quello di concedere mutui piuttosto lunghi come accadeva in passato. Ma diversa è la richiesta del mercato. Sta di fatto che noi dobbiamo andare incontro alle esigenze delle imprese e concedere, quindi, condizioni di mutuo differenti rispetto al passato. Attualmente, concediamo mutui che prevedono - fra le varie condizioni - una forma di indicizzazione del tasso di interesse oppure un riferimento all'ECU su altra valuta, oppure il riferimento ad una determinata valuta in funzione di un tasso fisso o variabile, e via dicendo. È chiaro che quando le imprese si vedono offrire, per mutui BEI o di altro tipo, particolari tassi agevolati, richiedono mutui settennali o novennali (a tasso fisso, allorché esso si dimostri conveniente).

Quanto alla problematica sulla separazione tra banche e istituti, vorrei ricordare che la « banca Manusardi » fa parte dell'IMI fin dal 1962, anche se l'Istituto mobiliare italiano non aveva mai fatto ricorso a tale banca; d'altronde, non esistevano i motivi per una utilizzazione del genere. Nel momento in cui si registrano un ampliamento del mercato e la necessità di nuove specializzazioni nel settore, è evidente che non si andrà a concorrere con i massimi istituti finanziari che operano sul mercato a proposito delle operazioni di credito ordinario. La concorrenza può essere invece affrontata con attività sofisticate e, in modo particolare, con attività finanziarie all'estero. In tal modo è possibile offrire

alla clientela un'opportunità che altre banche non sono in condizione di dare.

La separatezza dei ruoli è sottolineata dal fatto che il personale è completamente diverso, così come completamente diverse sono le amministrazioni e i responsabili.

La separazione è un elemento che noi abbiamo valorizzato, anche con la previsione di permettere ai risparmiatori di « entrare » nel capitale sociale. Ne consegue che la maggiore indipendenza concessa al subordinato è direttamente proporzionale alla sua capacità di « rispondere » sul mercato. La « Manusardi » è ora diventata una banca con oltre 350 miliardi di mutui concessi in proprio. Essa può operare ed agire con tutta tranquillità sul mercato senza alcun bisogno di un intervento da parte dell'IMI, grazie al fatto di avere un bilancio positivo.

Afrontiamo ora il tema del *merchant banking*. Esso poteva essere senz'altro attuato dall'IMI, tanto è vero che nel 1981 avevamo iniziato ad intervenire con capitali in imprese che a quell'epoca erano ancora sconosciute. D'altronde, la capacità dell'IMI di riconoscere imprese innovative e con propri redditi è connotata, per così dire, alla stessa struttura dell'istituto. Ciò ha permesso all'IMI di trasmetterne i benefici alle imprese con cui ha rapporti. La Italfinanziaria (società dell'IMI) è intervenuta finanziariamente a favore delle suddette imprese e questa operazione, d'altronde, è risultata utile per lo stesso IMI. Desidero aggiungere che la capacità dimostrata dalle suddette imprese sul mercato (per esempio dalla SIM) è stata tale che ha consentito agli *sponsors* di rientrare dalle spese e di acquisire utili. Se la raccomandazione del CICR è di mantenersi su questa linea di intervento, l'IMI non ha difficoltà ad ottemperarvi, come d'altronde ha sempre fatto.

Per quanto riguarda le cosiddette operazioni « porta a porta », il discorso è ancora aperto, anche se una rete finanziaria come la « Fideuram », con più di vent'anni di attività sul mercato, si è ormai istituzionalizzata. La « Fideuram »

può contare ormai su duecento filiali ed i suoi dipendenti (le singole operazioni « porta a porta » sono da considerarsi superate) hanno una rilevante esperienza nel settore. Ne consegue che non ci troviamo più dinanzi a meri collocatori di quote di fondi di investimento « porta a porta », bensì a veri e propri consulenti finanziari che offrono prodotti graditi alla clientela. La capacità dei fondi di investimento si è velocemente sviluppata e i collocamenti hanno, sempre di più, prevalso sui riscatti. I nostri consulenti finanziari stanno ottenendo elevati risultati non promettendo al pubblico un ipotetico Eldorado, ma suggerendogli un oculato tipo di investimento a medio e lungo termine, il risparmiatore può sempre rivolgersi al « borsino », comprando e vendendo titoli.

La nostra scelta di investimento ha registrato un salto di qualità rispetto al passato, di cui - a mio avviso - beneficeranno gli stessi risparmiatori.

Rispondendo all'onorevole Visco, desidero dire che l'IMI ha anche una compagnia di assicurazioni.

Sul numero di *Fortune* del 2 febbraio 1987 sono stati pubblicati nove articoli riguardanti il modo in cui gli americani vedono gli anni Novanta; il modo in cui, per esempio, negli Stati Uniti si prevede di creare 13 milioni di nuovi posti di lavoro fra il 1988 e la fine di questo secolo, ormai vicina. Vi è una sezione in cui si parla dell'aggregato finanza-banca-assicurazioni come di un unico complesso, cioè come un insieme di fondi da amministrare e gestire semplicemente in funzione dei tempi e della convenienza dei singoli, ma lasciando ai soggetti che svolgono opera di intermediazione la possibilità di spaziare in tutti e tre i terreni.

Questa è un'ipotesi: non so se sia giusta o pericolosa; comunque, se ognuno sarà responsabile nel proprio campo ed avrà la capacità di essere « chiesa » per ciascun settore (rispettando gli addetti e la loro professionalità), si potrà andare avanti anche perseguendo una strategia di aggregato unico.

VINCENZO VISCO. Il vantaggio, allora, consisterebbe solo nel fatto che il gruppo, nel suo complesso, realizzerebbe qualche profitto in più e si diversificherebbe, ma non esisterebbe una strategia di gruppo; se esiste una separazione vera, del tipo indicato, si è abbastanza vicini alla specializzazione, sia pure sotto un'unica bandiera.

LUIGI ARCUTI, *presidente dell'IMI*. Vi sarebbe la capacità di essere aggiornati nella misura più ampia possibile sulle tecniche relative alle tre attività.

VINCENZO VISCO. La strategia dovrebbe essere unitaria, oppure ciascun segmento avrebbe la possibilità di perseguirne una autonoma? Questo è il punto vero della questione...

LUIGI ARCUTI, *presidente dell'IMI*. Debbono rispondere ad una strategia unica.

PRESIDENTE. Vorrei rivolgere al dottor Arcuti due domande. Egli ha sottolineato in precedenza - e lo ha fatto anche ora - il ruolo del gruppo bancario o bancario-finanziario. Se ho ben compreso, la opportunità dell'aggregazione risiederebbe nel fatto che la grande dimensione, in una fase di globalizzazione e di internazionalizzazione, può fronteggiare determinate situazioni; invece, l'opportunità della separazione delle società, pur nell'ambito del gruppo, va individuata nelle diverse tecniche di valutazione del credito bancario. Vorrei quindi sapere, innanzitutto, se non si possa raggiungere lo stesso risultato - per lo meno per quanto riguarda banche ed istituti di credito, visto che il confine è diventato labile - con società di tipo multidivisionale anziché tramite la costruzione di gruppi. A mio avviso, l'effetto sarebbe il medesimo; al riguardo, vorrei ricordare i gravissimi inconvenienti che dal collegamento in gruppi derivano sul piano del conflitto di interessi che, fatalmente, insorge nell'ambito di quegli aggregati.

Inoltre, il vantaggio giuridico - cioè il frazionamento del rischio - che il gruppo

presenta, in realtà non si determina nella misura in cui l'impresa capogruppo deve rispondere, se non sul piano giuridico, di fatto e sotto il profilo dell'immagine, per intero dei rischi connessi alle attività delle società facenti parte del gruppo. Se ciò è vero, quali vantaggi derivano dalla costituzione di un unico aggregato? Non sono forse prevalenti gli inconvenienti rispetto ai vantaggi?

La seconda domanda che vorrei porre si collega a quanto è stato poc'anzi detto circa il fenomeno di « finanziarizzazione » delle assicurazioni. Con la legge n. 742 del 1986 sono stati aperti panorami sconfinati di strumenti finanziari per le società di assicurazione sulla vita. Però, nella realtà, non esiste un regime di « chiese » coerenti per quanto riguarda la vigilanza ed i controlli; infatti, si dice che, effettivamente, anche le attività finanziarie o gli eventuali fondi mobiliari delle società di assicurazione - come è esplicitamente previsto nella citata normativa - sarebbero soggetti soltanto alla vigilanza dell'ISVAP. Ma, allora, se veramente vi dovesse essere questa sia pur relativa indifferenza delle varie forme del fenomeno finanziario, si giungerebbe anche ad una neutralità per quanto riguarda i controlli: non possono esservi regimi di controllo fortemente differenziati relativi a fenomeni, oggetto di vigilanza, sostanzialmente omogenei.

LUIGI ARCUTI, *presidente dell'IMI*. Signor presidente, come lei sa, anche nella diversità di vedute si finisce poi per concordare su alcuni punti. Non nascondo che nel gruppo possano nascere conflitti di interesse che anche le migliori deontologie potrebbero non far superare. Di ciò sono pienamente cosciente, ma, poiché stiamo andando verso un mercato che, nel 1992, non sarà più disciplinato da leggi nazionali, bensì da normative comunitarie, il problema del gruppo da parte dei tedeschi, dei francesi, degli inglesi o degli americani (che sono forse la più grossa struttura finanziaria europea), si conformerà ai principi - che pensiamo debbano essere adottati - di separazione completa, al fine di evitare l'in-

sorgere di conflitti di interesse? Dalla lettura delle disposizioni concernenti la libertà del movimento di capitali nell'ambito comunitario ed il comportamento degli intermediari non ricavo quest'impressione. Non so come noi potremo fare reprimende su gruppi italiani nel momento in cui ci scontriamo con un atteggiamento, per noi *unfair*, dei gruppi tedeschi. A mio giudizio, in questo caso esiste un problema di conflitto, ma di conflitto competitivo: e non possiamo presentarci ad essi « con le armi spuntate ». Se i gruppi esteri dispongono delle *Panzer-Divisionen*, anche noi dobbiamo impiegare mezzi analoghi nell'interesse delle imprese italiane, perché sappiamo che ci si va ad impossessare del *placing power* per portare fondi nell'interesse di determinati gruppi. Tenendo ferma la professionalità degli addetti ai vari settori, credo che noi abbiamo la possibilità di conseguire quest'obiettivo perché non siamo secondi a nessuno né in campo bancario, né in campo finanziario, né in quello assicurativo; anzi, per quanto riguarda quest'ultimo, mi consta che le compagnie di assicurazione italiane non sollevano i problemi che vengono posti dalle compagnie di alcuni paesi.

Per quanto concerne il problema dei controlli sulle società di assicurazione, io mi soffermerei ad esaminare come funziona il sistema nei paesi che non so definire se più evoluti o più industrializzati.

PRESIDENTE. Io li definirei più finanziarizzati, visto che stiamo parlando di finanza...

LUIGI ARCUTI, presidente dell'IMI. In effetti, si tratta di paesi più finanziarizzati rispetto a quanto possa essere il nostro. Per quanto riguarda le assicurazioni, è previsto un organismo omologo al nostro ISVAP. È previsto anche un organo di controllo, che può essere rappresentato dalla Banca centrale o da una commissione a secondo che tale organismo dipenda dal Ministero del tesoro o dal Governo. Ci sono poi le varie CONSOB per

il controllo della borsa (si tratta della SEC, della COB e via dicendo).

In questi termini, i soggetti a cui è demandato il controllo sono differenti: le unità possono anche appartenere a uno stesso gruppo, ma nel caso di svolgimento di attività diverse le competenze relative ai controlli sono ugualmente diverse.

PRESIDENTE. Succede, però, che i tipi di controllo siano diversi a parità di attività: se una società di assicurazione sulla vita immette sul mercato strumenti finanziari puri senza garanzie assicurative, è controllata sulla base delle tecniche dell'ISVAP, che sono diverse sia da quelle della CONSOB, sia da quelle della Banca d'Italia, pure in presenza di strumenti finanziari.

LUIGI ARCUTI, presidente dell'IMI. Secondo me nessuna società di assicurazione può permettersi di vendere prodotti finanziari, senza che il relativo prospetto sia stato approvato dalla CONSOB.

PRESIDENTE. Questo è un punto discusso. L'ipotesi che lei prospetta deriva da una interpretazione della legge, nella quale non è chiaramente sancito un tale principio. Ad esempio, la legge riguardante le assicurazioni sulla vita prevede forme di assicurazione connesse a fondi di investimento, che non sono necessariamente i fondi comuni. A tali fondi si applicano però, le norme sui fondi comuni, ad esempio quelle relative alla ripartizione degli investimenti. Ci troviamo, evidentemente, di fronte a strumentazioni giuridiche che comportano applicazioni molto complesse.

LUIGI ARCUTI, presidente dell'IMI. Mi sono permesso di dare a questo riguardo un suggerimento, nel corso di una audizione al Senato. L'argomento era scottante poiché in quella Commissione si parlava degli intermediari non bancari.

A me pare che il legiferare su ogni aspetto del problema finisca per irrigidire la situazione, pur lasciando in ogni caso scoperte zone, come sul dirsi, di « terra di

nessuno », sulle quali poi vanno ad instal-
larsi i « banditi ». A mio giudizio, poiché
i tre grandi organi di controllo esistenti
nel nostro paese (Banca d'Italia, CONSOB
e ISVAP) hanno per legge deleghe speci-
fiche, sarebbe più importante far sì che
attraverso tali deleghe si regolassero le
procedure attualmente seguite, perché in
tal modo il Parlamento sarebbe libero di
legiferare sui nuovi strumenti che dovran-
no entrare nel mercato. Arriviamo infatti
all'assurdo che alcuni strumenti atipici,
che provengono da « case nobili », non
rientrano nelle tre categorie menzionate e
sfuggano al controllo sia della Banca di
Italia, sia dell'ISVAP. In pratica, certe
iniziative emergono e vengono conosciute,
quando vengono attuate illegalmente e
quando vengono commesse frodi.

PRESIDENTE. Anch'io condivido la
tesi secondo cui il diritto insegue sempre
il fatto!

Ringrazio infine vivamente il dottor
Arcuti, il quale ha voluto con tanta ama-
bilità e tanto acume corrispondere al no-
stro invito.

LUIGI ARCUTI, presidente dell'IMI. Sia-
mo noi che dobbiamo ringraziare i mem-
bri della Commissione, per aver avuto la
cortesia di ascoltarci.

La seduta termina alle 19,35.

**ALLEGATI ALL'AUDIZIONE
DEL DOTTOR ISIDORO ALBERTINI**

PAGINA BIANCA

ALLEGATO N. 1.

INNOVAZIONE TECNOLOGICA E MERCATO FINANZIARIO INFORMATICA E TELEMATICA IN BORSA

Da qualche tempo il dibattito sul futuro della borsa e dei suoi partecipanti si è allargato al ruolo che può giocare l'informatica (e la telematica) nell'evoluzione di questa porzione del mercato finanziario.

Era giusto che ciò avvenisse, perché è indubbio che tale ruolo è nello stesso tempo dipendente dalle scelte di tipo istituzionale e condizionante delle stesse.

Se da una parte, infatti, l'informatica è lo « strumento nuovo » che consente il raggiungimento di obiettivi prima esclusi dal raggio d'azione, dall'altra essa ha delle sue rigidità che, per forza di cose, tendono a modificare, anche profondamente, le strutture al cui servizio è destinata.

Penso che sia ora venuto il momento di cercare di chiarire due punti fondamentali: quali sono le aree di applicazione dell'informatica, con i relativi vantaggi, e dove ed a che prezzo dovrà di conseguenza modificarsi la « struttura borsa », l'istituto, cioè, ed i suoi partecipanti.

Partiamo dal presupposto che lo scopo di qualsiasi ammodernamento della borsa è unicamente quello di migliorare il servizio offerto agli utenti, investitori di qualsiasi tipo e dimensione e società quotate, e che ogni passo avanti va valutato in termini di costi, di efficienza e, dato che si parla di un servizio finanziario, di « rischio connesso ». Precisiamo, quindi, che il « rischio connesso » è funzione di numerosi fattori che vanno dal livello di controllo del mercato e dei suoi partecipanti, al grado di trasparenza dello stesso in termini di circolazione delle informazioni.

Le aree di applicazione dell'informatica sono: raccolta e trasmissione degli ordini di compravendita; contrattazione in borsa; contabilizzazione delle operazioni, amministrazione delle posizioni dei clienti.

Il primo punto, « raccolta e trasmissione degli ordini », è il « pane » della telematica, le cui tecniche rendono possibile la costruzione di un vero e proprio sistema di canalizzazione di quelle unità di informazione che sono, in definitiva, gli ordini di compravendita. Il sistema ideale prevede, per ogni intermediario, una elevata capillarità dei punti di entrata, a contatto con il pubblico (nelle filiali delle banche, ad esempio: al limite, presso gli stessi investitori, se le dimensioni lo giustificano), ed una progressiva concentrazione della rete fino ad un unico « nodo » che funge da controllore del flusso completo degli ordini e da punto di smistamento per la loro esecuzione in borsa. Lo stesso sistema potrà essere utilizzato, in senso inverso, per far pervenire gli eseguiti dalla borsa ai punti di origine degli ordini.

Raccolta e trasmissione degli ordini e ritrasmissione degli « eseguiti » sono due punti molto delicati, dove la velocità di circolazione delle informazioni è essenziale. Ricordiamo tutti le lamentele comparse sui giornali nei mesi « caldi » del 1985 e 1986, da parte dei piccoli investitori che ricevevano gli « eseguiti » a distanza di giorni. Queste inefficienze, che hanno, fra l'altro, portato a numerose contestazioni, possono essere drasticamente ovviate con l'utilizzo di un sistema quale quello delineato sopra.

Il secondo punto, « contrattazione in borsa », pone una ben definita problematica: come far incontrare, nella maniera più rapida e precisa possibile, gli ordini di acquisto con quelli di vendita. Questo compito, finora svolto esclusivamente dall'uomo, forse con più efficienza di quanto si potrebbe supporre, può essere svolto, ancor meglio, con l'uso del *computer*.

Le forme di informatizzazione che si possono usare coprono un largo spettro, dal puro ausilio all'attività dell'uomo, senza modifiche sostanziali nella maniera di lavorare, alla completa automazione del mercato. Non è impensabile, infatti, un sistema di « incontro » degli ordini che funzioni senza l'intervento dell'uomo.

Data la varietà di possibili applicazioni dell'informatica, è abbastanza difficile valutare i miglioramenti in termini di efficienza. Di certo, però, va tenuto in mente un principio verificato in altri campi: l'interazione fra uomo e macchina è un punto molto delicato, in un sistema che usa entrambi, e una cattiva suddivisione dei compiti può largamente compromettere l'efficienza complessiva.

Parlando ancora di lavoro in borsa, va poi aggiunto che, indipendentemente dal livello di informatizzazione previsto per la contrattazione, l'uso dei *computers* e delle tecniche telematiche può rispondere in maniera quasi insostituibile a compiti fondamentali, quali l'informativa al pubblico (circa prezzi e quantità scambiate) ed il controllo sull'attività di chi opera.

Il terzo punto, « contabilizzazione delle operazioni e amministrazione delle posizioni dei clienti », non è stato granché esaminato da chi si è finora pronunciato sull'uso dell'informatica in borsa.

Precisiamo, anzitutto, che l'area di intervento è enorme: copre tutta la « lavorazione » delle operazioni di compravendita (dal riscontro fra gli intermediari, stampa dei fissati bollati, ecc., all'addebito/accredito del conto, consegna/ritiro dei titoli, ecc.);

tocca punti quali l'amministrazione del portafoglio del cliente (accredito cedole e dividendi, aumenti di capitale, ecc.) e il controllo delle posizioni (valutazione del portafoglio, verifica degli scarti di garanzia, adempimenti alle delibere CONSOB, ecc.).

Tutte queste complesse tematiche vanno viste in chiave di miglior servizio per il cliente e di maggiore possibilità di controllo interno (anche da parte degli organi di revisione) ed esterno, nella ricerca della famosa trasparenza. Aggiungiamo che la situazione attuale, per gran parte dei punti sopra accennati, è decisamente scoraggiante. Basti pensare agli arretrati accumulati dalle banche nel regolamento delle operazioni, non solo con controparti estere, alla modestia dei resoconti inviati ai clienti da parte di Istituti anche di grande nome.

In questa area, per fortuna, i vantaggi offerti dall'informatica sono potenzialmente enormi: il *computer* è in grado di svolgere tutti i compiti previsti, in maniera infinitamente più rapida e precisa di schiere di impiegati. Si può dire che l'utilizzo di sistemi informatici può dare un contributo indiscutibile e, ormai, insostituibile.

Abbiamo fin qui parlato dei possibili campi di applicazione dell'informatica e della telematica, e dei vantaggi che ne derivano. Vediamo ora quali sono i condizionamenti che queste tecniche possono imporre alla « struttura borsa ».

Il punto dove le « frizioni » appaiono maggiori è senz'altro quello che abbiamo identificato come « contrattazione in borsa ». Abbiamo già osservato come l'equilibrio tra le funzioni svolte dall'uomo e quelle svolte dalla macchina sia da studiare con attenzione, pena un deludente livello di efficienza complessivo. In presenza di questo vincolo, va, poi, considerato un altro tipo di equilibrio uomo-macchina: occorre salvaguardare la professionalità dell'uomo. Questa professionalità, specifica di chi opera in borsa, è fatta, in gran parte, di intuito e di sensibilità di mercato, tutte cose che le macchine non possono certo avere.

Tra le possibili soluzioni vanno, dunque, considerate quelle che, sollevando l'uomo dalle operazioni più faticose e meccaniche, ne valorizzano il contributo professionale. Vediamo un esempio. Proprio come appare nelle più tradizionali raffigurazioni della borsa, il lavoro di chi vi opera è, nei momenti più « caldi », basato sul correre da un punto all'altro della sala di contrattazione e sul « gridare ». Tutto questo per giungere « fisicamente » all'incontro fra domanda ed offerta.

Un sistema informatico può benissimo facilitare questo faticoso incontro, prendendosi carico del « trasporto » delle informazioni e lasciando all'operatore il momento decisionale, dove la professionalità si esplica.

Certo, una borsa così informatizzata perde molto del folklore, diventa silenziosa. Il modo di lavorare cambia profondamente. Capisco come chi vi ha sempre lavorato in un certo modo possa essere sgomento di fronte a questa prospettiva. Tuttavia, i vantaggi in efficienza sono indubitabili.

In aggiunta, viene esaltata una funzione importantissima di chi opera in borsa: l'auto-controllo. Lo stesso sistema informatico offre, infatti, a chi lo usa la possibilità di osservare l'intera attività del mercato, facilita, così, il riconoscimento di andamenti anomali, e consente alle autorità di controllo interne di intervenire con una prontezza ed una certezza che oggi non possono avere.

Se l'applicazione dell'informatica alla contrattazione in borsa tende a trasformare profondamente il modo di lavorare (al punto che regolamenti e, forse, leggi dovranno essere ritoccati per consentire certi interventi), l'informatizzazione del terzo punto, « lavorazione » delle operazioni e amministrazione dei portafogli dei clienti, può e, anzi, deve essere modellata secondo precisi schemi imposti. Va aggiunto che molti di questi schemi esistono, per ora, solo nella prassi: a questo punto necessitano assolutamente di una precisa ed omogenea codifica, pena il vanificarsi di una parte importante dei vantaggi dell'informatizzazione, tra cui la possibilità di controllo.

Da quanto abbiamo visto, il processo di informatizzazione della borsa è assai complesso anche perché, in realtà, tocca punti finora poco discussi, ma di dignità e importanza almeno pari a quelli, più appariscenti, che il superficiale modernismo di molti tende ad anteporre.

Chi, a questo punto, è spaventato dalla mole di cose da farsi e dai relativi costi, può essere un po' rinfanciato dal fatto che alcune delle applicazioni sono già state studiate e, addirittura, preparate, anche se ancora non interamente sperimentate. È il caso di un sistema di raccolta degli ordini (« Borsamat Ordini ») e di un sistema di contrattazione (« Borsamat Affari ») che possono essere considerati il primo gradino per lo sviluppo di un mercato informatizzato.

Questi due sistemi, certo ancora embrionali, hanno un vantaggio non indifferente: essendo stati preparati dalla medesima « casa », il CED-borsa di Milano, sono stati studiati con criteri omogenei che consentono una completa integrazione. Questo fatto è molto importante, perché assicura agli strumenti una standardizzazione delle funzioni per ogni tipo di utente.

Una unitarietà, per forza di cose, non esiste nelle applicazioni preparate per coprire l'area indicata al terzo punto: data l'estrema complessità, non esistono progetti onnicomprensivi e, anche all'interno del medesimo organismo (banca o altro), l'informatizzazione ha teso a risolvere urgenti necessità particolari, seguendo raramente un disegno unitario. Arriviamo, così, alle difficoltà di comunicazione fra diversi uffici del medesimo organismo, tipica « piaga » dell'informatizzazione ai primi stadi, in qualsiasi campo di applicazione.

In realtà, come abbiamo visto, una omogeneità di procedure è necessaria addirittura a livello di categorie di partecipanti al mercato. Questa è, dunque, l'area su cui si dovrà maggiormente lavorare, sicuramente a costi elevati in termini di ogni tipo di risorsa.

ISIDORO ALBERTINI

ALLEGATO N. 2.

« BORSAMAT ORDINI »

L'obiettivo fondamentale deve essere quello di dare al committente un servizio il più rapido ed accurato possibile, tenendo presente che la qualità del committente stesso varia molto, per la localizzazione geografica e per dimensioni (e quindi esigenze).

Bisogna agire ricercando l'ottimizzazione e la velocizzazione nei seguenti punti: 1) trasmissione degli ordini da un « punto vendita » (filiale della banca, ufficio locale, ecc.) alla borsa; 2) esecuzione degli ordini in borsa; 3) ritrasmissione degli « eseguiti » (o « non eseguiti ») al « punto vendita ».

A) Trasmissione degli ordini e ritrasmissione degli « eseguiti ».

Partiamo dall'attuale situazione delle banche con i loro « punti vendita » sparsi geograficamente (la stessa analisi può servirci per esaminare la situazione delle società di agenti di cambio qualora queste fossero abilitate ad operare per filiale). La logica vorrebbe che tali ordini venissero concentrati per poi essere convogliati, per un unico canale, in borsa. Il medesimo canale, in senso inverso, verrebbe seguito dagli « eseguiti ».

Questo sistema ha, per chi lo usa, tre vantaggi: consente il controllo centralizzato del flusso degli ordini; consente il *processing* centralizzato degli « eseguiti » (bollati, contabilità, ecc.); consente l'incrocio degli ordini.

In realtà oggi non tutte le banche usano questo sistema. I motivi sono: mancanza o scarsa efficienza, di un sistema centralizzato; volontà, da parte dei « borsini », di avere un contatto diretto con l'agente di cambio in borsa.

Mi pare però che il progresso tecnologico tenda a portare alla concentrazione: sono sempre più diffuse le procedure centralizzate di

processing, le quali funzionano solo se vi è la concentrazione di ordini ed « eseguiti ». Il sistema di canalizzazione degli ordini varia da banca a banca. Il punto di raccolta può essere a livello di ufficio centrale di borsa (il « centralone » del Banco di Roma) o, addirittura, sul « banchetto » in borsa della banca medesima.

Mi pare sia sostenibile come, tra le due soluzioni, la prima sia più efficiente. L'ambiente di borsa appare il meno indicato per l'amministrazione di grossi flussi di ordini e di « eseguiti ».

Analizzando i punti su cui si può agire per migliorare l'efficienza del sistema, i canali attraverso i quali si muovono le informazioni (ordini in un senso, « eseguiti » dall'altro) sono senz'altro i punti attualmente più critici: l'utilizzo del telefono è ancora elevato e, dove esistono sistemi telematici, il livello di standardizzazione delle informazioni è sicuramente molto basso, essendo ogni sistema studiato *ad hoc* all'interno della banca.

Appaiono chiari i vantaggi di un sistema unico per tutti, quale il « Borsamat Ordini »: standardizzazione dei messaggi; unicità dell'evoluzione dello strumento stesso (sviluppo centralizzato coerente con l'evoluzione qualitativa e quantitativa del mercato).

Queste due qualità, proprie dello strumento di uso comune, danno come sottoprodotto una intercambiabilità del personale addetto al suo utilizzo (minor necessità di specializzazione) ed una miglior possibilità di applicazione delle funzioni di controllo sul mercato.

All'interno di una struttura di tipo bancario, lo strumento « Borsamat Ordini » opererebbe nei confronti di: vari committenti, gli uffici locali, le filiali; un « concentratore », un ufficio centrale di borsa; alcuni destinatari, gli intermediari scelti per l'esecuzione degli ordini in borsa.

La posizione del « concentratore » è delicata, in quanto, molto facilmente, può rendere addirittura automatico l'incrocio degli ordini, eliminando, così, il passaggio in borsa degli stessi.

Sembra che nella ricerca dell'efficienza e della velocità del sistema questa possibilità debba essere lasciata. Lo strumento « Borsamat Ordini », tuttavia, in questo caso sarà utilizzato per segnalare l'avvenuto incrocio, assecondando, se non altro, l'esigenza di informativa sullo spessore degli scambi.

Riassumendo il discorso, è evidente che le banche, o chiunque altro, può disegnare il proprio sistema di canalizzazione di ordini e « eseguiti ». Tuttavia, i vantaggi sopra indicati, propri di un servizio disegnato in via centralizzata, uguale per tutti, appaiono discutibili.

Come vedremo più avanti, l'uso di questo sistema potrebbe essere addirittura incentivato concedendo sconti sulle provvigioni per gli ordini che arrivano per questo canale.

In ogni caso è l'efficienza del sistema che dovrebbe, col tempo, incoraggiare il suo utilizzo.

B) *Esecuzione degli ordini in borsa.*

È il punto su cui i miglioramenti, in termini di efficienza, sono più opinabili. È, tuttavia, il punto su cui CONSOB spinge nella sua ansia di modernizzazione. Aderendo a questa richiesta, che implica l'uso quasi ad oltranza di strumenti telematici e l'introduzione di un nuovo tipo di intermediario volto a mantenere vivo il mercato anche nei momenti in cui il flusso di ordini non sia in grado di consentire una vera trattazione continua, si può ipotizzare uno schema di questo tipo: *dealer specialist*, istituzionalmente destinato a fare il mercato su gruppi di titoli; *brokers*, intermediari puri (gli attuali agenti di cambio), anche in forma di società.

Il *dealer* è un vero e proprio strumento del mercato. Si presenta contemporaneamente come compratore e venditore, esclusivamente nei confronti dei *brokers* ai quali non riconosce, ovviamente, le provvigioni. Come tale esso potrebbe, in fondo, essere un'emanazione degli agenti di cambio stessi (che potrebbero consorzarsi per crearlo) al cui esclusivo servizio è destinato.

L'esperienza di altri mercati ci insegna che il *dealer* lavora bene fintantoché il mercato non ha grosse scosse ed i rischi che prende sono, quindi, contenuti. Nel caso di veri e propri rovesci (dove paradossalmente sarebbe maggiormente richiesta la sua presenza), il *dealer* stesso si ritira, e fa bene, perché il rischio diventa insostenibile. Se prendiamo coscienza di questo, capiamo perché in fondo un *dealer* costituito dagli agenti di cambio con (relativamente) modesta disponibilità di capitale, potrebbe essere sufficiente, date le dimensioni del nostro mercato.

Viene, tuttavia, richiesta dalla CONSOB l'entrata in borsa delle banche. Questo potrebbe essere, un ruolo a loro destinato, in associazione o meno con agenti di cambio.

Cosa abbiamo guadagnato in termini di efficienza con il *dealer* ?

Una maggiore fluidità nell'esecuzione degli ordini limitata, però, alla situazione di mercato normale. Di certo, però, abbiamo introdotto in tutta la struttura un costo aggiuntivo, dato dallo *spread* applicato dal *dealer* ed un elemento di rischio che prima non esisteva del tutto. È opinione che il saldo non sia favorevole all'utente finale della borsa, il committente.

Dove, invece, potrebbe essere molto proficuamente migliorato il sistema è nel meccanismo di incrocio di ordini di compravendita fra agenti di cambio. L'attuale sistema « gridato », e ancor più il previsto sistema misto (circuito proposte e grida « gridata ») hanno in sé dei limiti in termini di efficienza che potrebbero essere superati con l'utilizzo massiccio di sistemi telematici (venendo per di più incontro all'ansia di modernizzazione della CONSOB).

Lo schema potrebbe essere il seguente: utilizzo del circuito proposte allargato agli uffici degli agenti di cambio; funzione di concentrazione e controllo dell'incrocio delle proposte lasciata all'accertatore in grida.

In questo modo, capillarizzando cioè negli uffici, al di fuori dell'angusto spazio della borsa, la possibilità di inserimento e di accettazione della proposta su circuito, otteniamo una sicura velocizzazione.

Pensiamo al tempo necessario attualmente solo per avvicinarci ad una grida del « durante » nei momenti di maggior attività: pensiamo alla confusione di prezzi che sorge in quel momento, con differenze magari sensibili tra chi sta da un lato e chi dall'altro di una grida attorno alla quale si affollano quaranta/cinquanta persone e nella quale si « gridano » prezzi per quindici/venti titoli differenti. Si propone, in altre parole, una pluralizzazione dei canali di afflusso degli ordini (la crescita in funzione dell'allargamento del mercato sarebbe senza limiti e non più legata alla disponibilità di spazio per le grida), ma anche la massima concentrazione dell'incrocio degli ordini stessi. Tale concentrazione sul circuito telematico porta ad una possibilità di controllo estremo. Sarà, infatti, grazie ad un programma di controllo di assoluto rigore che l'accertatore sarà finalmente in grado di esplicitare la sua importantissima funzione (cosa che non è certo in grado di fare attualmente).

La coesistenza di *dealer* e *broker* pone alcuni problemi: se l'esecuzione tramite *broker* mediante gli strumenti sopra descritti consente l'immediata rilevazione di quanto sta accadendo, bisognerà disegnare un sistema che immediatamente rilevi anche quanto viene eseguito utilizzando il *dealer*: non ci dovrebbe essere difficoltà a realizzarla; il *dealer* ed il *broker* come descritti sopra possono arrivare a farsi concorrenza e il *dealer* potrebbe avere un effetto di concentrazione di mercato, con il risultato, di schiavizzare, in qualche modo, il *broker* stesso.

Ritengo che sia solo tramite l'utilizzo di un sistema telematico, di esecuzione degli ordini, che il *broker* è in grado di contrastare il *dealer*: in altre parole, la continuità degli ordini data dal miglioramento di tutte le fasi di afflusso dei medesimi dovrebbe al limite rendere superflua la funzione del *dealer*. Questo, peraltro, si risolverebbe in un vantaggio per il « committente » finale per il quale l'esecuzione di un ordine, dove è intervenuto il *dealer*, implica un costo aggiuntivo (lo *spread* del *dealer* stesso).

Riassumendo lo schema, gli ordini provenienti dall'esterno possono affluire solo ai *brokers*. I canali di afflusso potranno essere diversi, ma si dovrà tendere a imporre una metodologia unica che può essere individuata nel « Borsamat Ordini » con adeguate modifiche.

I *brokers* dovranno tendere ad una maggior capacità di ricezione degli ordini stessi, svincolandosi dalla necessità della presenza fisica al banchetto in borsa e utilizzando massicciamente i canali telematici. Il *dealer* sarà un elemento fluidificatore di mercato, ma anche uno strumento utilizzabile secondo la pura convenienza, non certo un passaggio obbligato.

In borsa, come luogo fisico, saranno presenti: i *dealers*, che peraltro non potranno svolgere l'attività in altri luoghi; i *brokers*, che potranno continuare ad avere il loro tavolino in aggiunta alle strut-

ture di ufficio ma anche in alternativa (per chi non volesse modificare il proprio modo di operare attuale); il *broker* che non vorrà attrezzarsi per accedere direttamente al circuito telematico di esecuzione degli ordini, avrà la possibilità di utilizzare il circuito stesso mediante posti di pubblico utilizzo localizzati in borsa; gli « accertatori » dei prezzi. A questi ultimi spetterà l'assai accresciuta responsabilità di controllo delle transazioni effettuate.

Gli ordini convogliati dai « punti di vendita » mediante il « *Borsamat Ordini* » e passati al *broker* col medesimo sistema avranno un costo di gestione inferiore: per questo motivo la provvigione applicata dal *broker* sarà scontata.

ISIDORO ALBERTINI.