

Ottobre 1982

14

Servizio Studi  
della  
Banca d'Italia

## CONTRIBUTI ALLA RICERCA ECONOMICA

temi di discussione

B. BIANCHI - R. MARCELLI - V. MEZZACAPO

**Recenti fenomeni di intermediazione finanziaria  
con emissione di titoli atipici: forme, dimensioni  
e disciplina**



Servizio Studi  
della  
Banca d'Italia

**CONTRIBUTI ALLA  
RICERCA ECONOMICA**

**temi di discussione**

B. BIANCHI - R. MARCELLI - V. MEZZACAPO

**Recenti fenomeni di intermediazione finanziaria  
con emissione di titoli atipici: forme, dimensioni  
e disciplina**



## RIASSUNTO

Negli ultimi anni sul mercato finanziario si è assistito alla creazione e al rapido sviluppo di originali forme di investimento che sono venute assumendo aspetti assai variegati tanto da rendere arduo, in taluni casi, valutarne la rispondenza a peculiari esigenze fisiologiche del mercato.

• Esse hanno quasi sempre dato luogo all'emissione di titoli, definiti "atipici" perché, per le specie più diffuse, non sono disciplinati dall'ordinamento giuridico, pur utilizzando talora forme negoziali tipiche ma con modificazioni e integrazioni.

Il presente lavoro riprende, aggiornandolo e ampliandolo, un precedente studio effettuato, per uso interno, negli ultimi mesi del 1981 e le cui conclusioni sono state in parte rappresentate in occasione dell'audizione degli esperti della Banca nell'ambito dell'indagine conoscitiva sui fondi comuni d'investimento immobiliare e sui certificati immobiliari, condotta dal Senato nel giugno 1982.

Sono state rilevate le varie specie di titoli atipici, ne sono state esaminate le caratteristiche finanziarie e le funzioni economiche, offrendo una prima valutazione di queste nuove forme di impiego del risparmio.

I rilievi di carattere giuridico esposti non affrontano le tematiche di principio della teoria cartolare essendo invece rivolti a completare le rilevazioni e i giudizi di ordine finanziario ed economico con considerazioni sia di carattere istituzionale, sia riguardanti la posizione contrattuale dei risparmiatori, sia pertinenti all'uso, talora non del tutto appropriato, di determinati istituti giuridici.

Le conclusioni a cui si perviene suggeriscono che il fenomeno, sebbene non abbia ancora assunto una dimensione di rilievo nell'ambito del mercato finanziario, vada attentamente considerato e tempestivamente regolamentato allo scopo di evitare che si consolidino strutture organizzative e di mercato non in linea con le esigenze pubbliche di tutela del risparmio, di controllo - per i fini di politica economica e monetaria - dei flussi di risparmio finanziario, di equilibrio dei diversi comparti del mercato stesso e degli intermediari che vi operano.



## I N D I C E

1. Premessa .....	pag.	1
2. Società emittenti e tipi di titoli .....	"	5
3. Certificati immobiliari, finanziari e agricoli .....	"	8
3.1 Caratteristiche generali e natura giuridica .....	"	8
3.2 Valore unitario dell'apporto e investimento minimo ...	"	14
3.3 Durata .....	"	15
3.4 Mercato secondario. Valutazione dei titoli .....	"	15
3.5 Spese, commissioni, utili del gerente: rendimento dei certificati .....	"	16
3.6 Rischi .....	"	18
3.7 Trattamento fiscale .....	"	19
3.8 Primi risultati .....	"	20
4. Titoli misti: certificati patrimoniali e unità d'investimento .....	"	21
5. Fondi comuni di investimento immobiliare .....	"	26
6. Fedi patrimoniali, d'investimento e certificati di partecipazione .....	"	28
7. Altre forme similari di raccolta del risparmio .....	"	33
7.1 Buoni di associazione in partecipazione .....	"	33
7.2 Certificati finanziari Finleasing Merzario .....	"	34
7.3 Operazione "grandi alberghi" .....	"	36
8. Dimensioni del mercato .....	"	37
9. Possibili effetti della incontrollata diffusione dei titoli atipici su tutela del risparmio, efficienza allocativa ed efficacia della politica monetaria .....	"	38
10. Riflessioni conclusive e prospettive normative .....	"	43
10.1 Dimensione e caratteristiche .....	"	43
10.2 Posizione del risparmiatore .....	"	45
10.3 Le Società fiduciarie .....	"	47
10.4 Controllo sugli emittenti e mercato secondario .....	"	48
Tavole .....	"	56
Bibliografia .....	"	60





RECENTI FENOMENI DI INTERMEDIAZIONE

FINANZIARIA CON EMISSIONE DI TITOLI ATIPICI:

FORME, DIMENSIONI E DISCIPLINA.

1 - PREMESSA.

La riduzione della quota di investimenti finanziata con mezzi propri, la crisi dei mercati dei fondi a lungo termine e i vincoli quantitativi all'espansione del credito bancario hanno spinto le imprese, negli ultimi anni, ad attivare nuovi strumenti diretti di finanziamento, come le accettazioni bancarie, a riattivare altri canali diretti, quali le obbligazioni convertibili e le azioni di risparmio, e a utilizzare l'opera di enti e società che hanno riavvicinato le esigenze dei risparmiatori a quelle degli imprenditori mediante l'emissione di nuovi strumenti di finanziamento.

Si è venuto, così, costituendo un mercato finanziario parallelo, sul quale vengono trattati titoli atipici aventi denominazioni così numerose (ne sono state inventariate in una prima ricerca 11, con numerose sottospecie) e caratteristiche tali da rendere arduo il compito di chi volesse ricondurle ad una peculiare funzione economica.

La definizione di titolo atipico, necessaria per redigere un inventario delle forme finora apparse sul mercato italiano, può

riguardare la funzione economica del titolo o l'aspetto giuridico dello stesso e del rapporto sottostante. Il dibattito sull'argomento è stato negli ultimi tempi assai vivace e ha fatto registrare difformità di posizioni per le singole forme alternative di finanziamento, se osservate dal lato delle imprese, e d'impiego del risparmio, se osservate dal lato dell'investitore.

In realtà, se da un lato il problema della definizione emerge in sede di catalogazione delle forme contrattuali attraverso le quali viene raccolto il risparmio (negli schemi definiti dalla dottrina e dalla legislazione), dall'altro da esso si può prescindere quando si voglia, come nel nostro caso, censire tutte quelle forme di raccolta del risparmio diverse da quelle tradizionali, rappresentate dalla raccolta bancaria, dall'emissione di obbligazioni e di azioni e delle rispettive sottospecie e da quella, meno tradizionale ma egualmente diffusa, delle accettazioni bancarie.

La realtà economica, in continuo divenire, richiede forme nuove per legare il risparmio agli investimenti, forme capaci di soddisfare sia le esigenze di chi prende a prestito, sia quelle di chi dà a prestito. Esse soggiacciono al giudizio del mercato, sicchè la loro affermazione potrebbe rappresentare un test di intrinseca validità, cioè della rispondenza a esigenze reali di imprenditori e risparmiatori, sempre che le scelte di questi ultimi non siano state influenzate da una presentazione dei vantaggi dei titoli superiori a quelli derivanti da una valutazione prudenziale.

Nonostante l'attenzione posta nello studio e nell'analisi delle singole forme, non sempre si riesce per ciascuna di esse ad individuare una specifica e particolare funzione economica, nè a determinare con certezza e chiarezza la posizione del risparmiatore, a causa talora della artificiosità degli schemi contrattuali adottati. Sorge, così, il dubbio che il ricorso all'emissione di titoli atipici sia dettato, più che da reali esigenze di mercato, dal desiderio di superare vincoli ed oneri di ordine tecnico, amministrativo e fiscale posti alle forme tipiche. Così, l'esclusione di forme di indicizzazione generalizzata ai prezzi dei beni o esclusivamente ai tassi a breve termine e la fissazione di tassi massimi, posti negli ultimi anni dalle autorità monetarie, come anche il limite previsto dal codice civile per le emissioni di obbligazioni (art. 2410 c.c.), vengono elusi, ad esempio, con l'emissione di certificati finanziari e fedi patrimoniali; risultano altresì inapplicabili ai soggetti emittenti detti titoli i controlli quantitativi e qualitativi realizzati con il vincolo all'espansione del credito bancario e con le autorizzazioni previste per la raccolta di fondi tramite le emissioni di azioni e obbligazioni.

E' comunque difficile discernere fra esigenze fisiologiche e "esigenze" in qualche misura patologiche, come pure difficile è esprimere un giudizio globale circa la congruità degli strumenti utilizzati rispetto ai fini perseguiti, essendo questi ultimi spesso molteplici.

Circa l'impatto negativo del fenomeno sull'efficacia della politica creditizia si rileva come l'importanza quantitativa dei fondi interessati risulti ancora marginale rispetto ai flussi erogati per il tramite degli intermediari creditizi. La rapidità della loro crescita, negli ultimi anni, rende però opportuni interventi che evitino la formazione di segmenti del mercato non controllati, sui quali risulti attenuata l'incisività della politica monetaria, specialmente quando questa viene attuata con strumenti di controllo amministrativo, e sia assente la tutela pubblica del risparmio.

Un pronto intervento legislativo eviterebbe inoltre che il fenomeno si consolidi in strutture organizzative e di mercato non in linea con le esigenze pubbliche: un tardivo dettato normativo comporterebbe maggiori problemi di adattamento da parte delle numerose società di recente costituzione, che vanno dotandosi in questo periodo di una struttura organizzativa.

Scopo del presente lavoro è quello di rilevare le varie specie di titoli atipici, individuando la loro funzione economica e la loro natura giuridica, le loro caratteristiche finanziarie, le condizioni d'investimento e la dimensione quantitativa del relativo mercato, i rendimenti finora conseguiti e i rischi che gli investimenti in titoli atipici comportano.

L'atipicità delle fattispecie, la mancanza di rilevazioni statistiche sistematiche, la lacunosità delle notizie assumibili, in

assenza di specifici poteri amministrativi circa la loro acquisizione, rendono il compito assai arduo; i risultati a cui perverrà questa analisi devono perciò considerarsi come una prima valutazione del fenomeno.

Non verrà fatto un esame di quelle forme d'impiego del risparmio, come le accettazioni bancarie e le quote dei fondi comuni d'investimento mobiliare, già disciplinate o in via di prossima regolamentazione, anche se, per un utile quadro di insieme, verranno rilevate nelle statistiche, dato che esse vengono di solito comprese in questo comparto del mercato. Non verranno neppure considerate le gestioni dei patrimoni finanziari, pure rapidamente sviluppatasi negli ultimi anni, per quella parte dell'attività che si sostanzia in un servizio di consulenza. E' vero però che in alcuni casi, data la fitta rete che lega società operativa, società finanziaria e società fiduciaria, è difficile separare la raccolta di fondi per finanziamenti a società del gruppo dalla pura gestione dei patrimoni, quando il mandato fiduciario non pone limiti alle scelte d'impiego dei fondi.

## 2 - SOCIETA' EMITTENTI E TIPI DI TITOLI.

Sono state rilevate, dalle inserzioni apparse sulla stampa economica, 15 principali Società (1), che offrono ai risparmiatori titoli atipici; si tratta talora di singole società, talora di

---

(1) Europrogramme, Eurogest, Istituto Fiduciario Lombardo, Ge.FI.DI,-MI Contar Italiana, CIIA S.p.A., FIN-HOUSE S.p.A., Finterziario, Istituto Finanziario Piemontese, Programma Italia (Fininvest), IST S.p.A., Fidelta S.p.A., COFID, RIGIM, Fidente.

società facenti parte di gruppi articolati, che hanno al loro interno un complesso tessuto societario in grado di compiere le diverse funzioni (associante, associato e gestore dell'affare (1) per il caso di contratti di associazione in partecipazione, società fiduciaria ed altri soggetti che curano la gestione dei patrimoni, il collocamento dei titoli e il riacquisto dei certificati nel caso delle fedi patrimoniali).

La struttura organizzativa della società che cura il collocamento dei titoli si basa su una rete di venditori, talvolta definiti "consulenti" finanziari, remunerati su commissione in proporzione ai titoli venduti. Le reti di vendita per i gruppi più grandi sono assai vaste, impegnando fino a 800/1.000 persone, e possono contare anche su numerosi uffici periferici dislocati su gran parte del territorio nazionale.

Il sistema di vendita prevalente è quello del "porta a porta", sostenuto da una robusta pubblicità e, in taluni casi, dall'ausilio degli sportelli bancari. Talvolta il collocamento è stato favorito da collegamenti indiretti di banche con gli emittenti i titoli, anche se non vi è stata la costituzione di consorzi di collocamento e l'azione delle banche non ha assunto le forme tipiche dell'attività promozionale.

Il servizio finanziario dell'operazione è più semplice di

---

(1) Spesso l'associante non è la società che poi praticamente gestisce l'affare, non avendo essa una propria struttura organizzativa.

quello di un prestito obbligazionario: in molti casi i titoli non vengono materialmente consegnati nè a volte viene pagato un reddito periodico.

Le denominazioni rilevate in un primo censimento sono una decina:

- certificati immobiliari
- certificati finanziari
- certificati agricoli
- certificati finanziari edilizi
- certificati patrimoniali
- certificati mobiliari
- quote di fondi comuni d'investimento immobiliare
- unità d'investimento unileasing
- buoni di associazione in partecipazione
- fedi patrimoniali, fedi d'investimento
- certificati di partecipazione.

Se da un lato i tipi base sono meno numerosi, perchè alcuni di quelli indicati celano, dietro differenti denominazioni, strutture negoziali simili (tav.1), dall'altro ciascun titolo si suddivide in più serie, che differiscono una dall'altra per le caratteristiche finanziarie; in complesso si possono individuare circa 50 serie di titoli atipici in essere, emessi nell'ambito dei gruppi che operano da qualche anno (Europrogramme, Eurogest, IFL, Cofid, ecc.).

3 - CERTIFICATI IMMOBILIARI, FINANZIARI E AGRICOLI.

3.1 Caratteristiche generali e natura giuridica. I certificati sono emessi in serie con riferimento ad un contratto di associazione in partecipazione (1); l'associante, che associa alla partecipazione agli utili di un affare un altro soggetto, emette all'ordine di questi, in relazione all'apporto ricevuto, più certificati trasferibili per girata: il frazionamento della quota così conseguito permette il trasferimento della posizione contrattuale, spersonalizza di fatto il rapporto di associazione in partecipazione e agevola il collocamento della quota stessa presso i risparmiatori.

Oggetto dell'affare è, nel caso dei certificati immobiliari, un immobile e la sua gestione (concessione in leasing e vendita finale), nel caso di certificati finanziari, il finanziamento di iniziative imprenditoriali, frequentemente di tipo immobiliare, e, nel caso di certificati agricoli, un terreno, che viene coltivato e eventualmente utilizzato a scopo edificatorio.

I certificati immobiliari associano il risparmiatore ad un "affare" immobiliare. L'associante costruisce o acquista e poi loca o dà in leasing un immobile industriale, commerciale o un centro residenziale, cura la gestione dell'affare e il realizzo finale. L'associato partecipa agli utili periodici (canone di affitto o di

---

(1) art. 2549 c.c. "Con il contratto di associazione in partecipazione l'associante attribuisce all'associato una partecipazione agli utili nella sua impresa o di uno o più affari verso il corrispettivo di un determinato apporto".



leasing) e ai ricavi finali, ma gli è preclusa ogni ingerenza nella gestione dell'affare, avendo solo diritto al rendiconto, periodico e finale. Nel caso in cui l'immobile è costituito da un centro residenziale è prevista talvolta la possibilità di tramutare i certificati in un alloggio del centro stesso (1).

I certificati agricoli - il cui esempio più rilevante è quello di "S. Maria di Galeria", commercializzato lo scorso anno dall'Eurogest - sono strutturati in maniera analoga a quelli immobiliari e prevedono in taluni casi una seconda fase di investimento nell'eventualità che i piani urbanistici consentino un utilizzo edilizio del terreno.

---

(1) Particolare attenzione merita l'iniziativa che il comune di Modena, congiuntamente all' Eurogest, ha avviato nel settore dell'edilizia convenzionata.

L'edificazione di 150 appartamenti verrà di fatto finanziata con l'emissione di certificati immobiliari da collocare presso i risparmiatori, i quali acquisiranno anche una prelazione nell'affitto degli alloggi e, a partire dal sesto anno, possedendo certificati pari ad almeno la metà del valore dell'appartamento, potranno riscattarlo.

La creazione di una società che assicura il mercato secondario, vendendo e riacquistando i titoli sulla base del valore degli immobili (valore posto pari al minore fra quello di mercato e il costo iniziale indicizzato) può rendere interessante l'impiego anche sotto l'aspetto prettamente finanziario. Anche il portatore dei certificati che non diventa locatario degli appartamenti potrà inoltre, dal dodicesimo anno, rendersi acquirente ad un prezzo preferenziale.

L'iniziativa assume pregnanti risvolti sociali: le abitazioni, realizzate in regime di edilizia convenzionata, avranno un costo iniziale contenuto e i benefici si potranno riflettere sia sul canone di affitto, sia sul valore di riscatto dell'abitazione stessa.

Il successo dell'iniziativa rimane comunque legato all'esistenza di un effettivo interesse dell'inquilino o di altri portatori dei certificati ad acquisire la proprietà dell'abitazione: mancando questo interesse, il valore di realizzo sul mercato libero degli immobili residui potrebbe risultare inferiore alle aspettative.

I certificati finanziari, creati anch'essi con riferimento al contratto di associazione in partecipazione, si inseriscono in un'operazione di finanziamento ad un terzo - il cui rimborso è sovente assistito da garanzia fideiussoria - per la realizzazione di una determinata iniziativa: in questo caso il "rischio d'impresa" connesso all'iniziativa finanziata è posto a carico del terzo; all'associato, e per esso pro-quota ai portatori dei certificati finanziari, spetteranno gli interessi sul credito concesso ed il rimborso graduale del capitale, l'uno e/o l'altro spesso indicizzati a parametri finanziari e solo in taluni casi indicizzati al valore dell'iniziativa finanziata.

La numerosa casistica rende poco agevole l'inventario dei singoli diritti e delle clausole particolari contenute in ciascuna serie di certificati; basti citare, a titolo di esempio, la facoltà di tramutare titoli in proprietà immobiliare e l'indicizzazione al costo della vita, al valore degli immobili, al prime rate e al dollaro USA.

Per i certificati finanziari è previsto, al contrario di quanto avviene per quelli immobiliari e agricoli, un piano di rimborso graduale del capitale; pertanto detti certificati, al di là della fattispecie giuridica apparente, si configurano, nella sostanza, come un'obbligazione.

I certificati immobiliari e agricoli, pur non inquadrandosi nelle tipologie giuridiche proprie dei titoli azionari - siano essi

ordinari, privilegiati o di risparmio - potrebbero essere a questi assimilati sotto il profilo del "rischio d'impresa" anche se questo risulta spesso molto circoscritto. Il portatore del certificato immobiliare e agricolo ha perciò in comune con l'azionista la partecipazione ai risultati dell'impresa e ai relativi rischi, nei limiti del valore del capitale apportato, mentre non ha alcun diritto di intervento e di controllo sulla gestione.

Ne si può ragguagliare la posizione dell'associato a quella dell'azionista privilegiato o di risparmio, in quanto questi ultimi conservano un potere di intervento in taluni fatti di rilievo che interessano la società e comunque la limitazione nei diritti sociali si accompagna a pregnanti privilegi economici, sia in sede di riparto dell'utile sia in sede di rimborso del capitale. Ciò non si riscontra nei menzionati certificati che attuano una parcellizzazione della posizione dell'associato e limitano i poteri di controllo e di informazione. La regola, secondo la quale le perdite che colpiscono l'associato non possono superare il valore del suo apporto (art. 2553 c.c.), non costituisce privilegio rispetto all'azionista ed è inoltre di scarso rilievo pratico per il tipo di affare che, di fatto, rientra nel contratto di associazione in partecipazione.

Occorre inoltre osservare che la diversa posizione giuridica dell'associato rispetto al socio ha un riflesso in ordine al recupero dei capitali affidati all'associante; infatti non sussistendo la contitolarità dei beni oggetto dell'affare, in caso di

inadempimento o insolvenza dell'associante, gli associati assumono la veste giuridica di creditori ordinari (1) anche nell'escussione dei beni oggetto dell'affare. In taluni casi le precipue caratteristiche dell'affare - leasing immobiliare, frequentemente assistito da fideiussione bancaria o assicurativa - rendono predeterminato e garantito il reddito annuo e il ricavo finale, cosicchè di fatto anche questo tipo di certificati assume connotazioni simili al titolo obbligazionario (2).

Sulla legittimità dell'emissione in serie di detti certificati non vi è unicità di vedute tra gli studiosi del diritto. La tesi affermativa è stata fondata sul principio dell'autonomia contrattuale (art. 1322 c.c.) e su quello della libertà di emissione emergente dall'art. 2004 c.c., che soffrirebbe unica eccezione nella fattispecie ivi prevista e vietata ("titolo di credito contenente l'obbligazione di pagare una somma di denaro..... emesso al portatore) (3). Per contro si è sostenuto che l'opposto principio della tipicità dei titoli di massa si desume dalla disciplina legale dell'emissione dei

---

1) Solo in un caso si è rilevato che sugli immobili finanziati attraverso l'associazione in partecipazione è stata accesa ipoteca a favore dei portatori dei certificati immobiliari.

2) Per altro la posizione attiva dell'associato si differenzia da quella del mutuante in quanto una sua remunerazione può aversi solo in presenza di un utile "netto" di gestione mentre al secondo compete l'interesse a prescindere dai risultati conseguenti all'impiego del capitale mutuato.

3) Giuseppe Sbisà, Certificati immobiliari, in Banca borsa e titoli di credito,, 1979, I p. 483 e segg.; Gianluca La Villa, Titoli rappresentativi di associazioni in partecipazioni, in Banche e banchieri 1979, p. 685 e segg.; Lino Guglielmucci, I certificati di partecipazione, profili civilistici, Collana della Rivista delle società, 1981, p. 1 e segg..

titoli di massa tipici, quali precipuamente le azioni e le obbligazioni (L. 3 maggio 1955, n. 428). L'applicazione delle anzidette norme del codice civile dovrebbe perciò trovare un limite nei principi di ordine pubblico relativi alla raccolta di risparmio tra il pubblico ed alla tutela dello stesso (1). Pare doveroso al riguardo sottolineare l'inconsistenza della replica avanzata avverso tale affermazione e fondata sul rilievo che non ricorrerebbe nell'ordinamento un sistema generale di controllo amministrativo delle forme di ricorso al pubblico dei risparmiatori, sicchè la legge del 1955 costituirebbe un "controllo specifico", una norma eccezionale, non suscettibile di applicazione analogica.

Un connesso ordine di perplessità deriva dalla particolare applicazione del contratto di associazione in partecipazione, cioè dal frazionamento della posizione di associato-finanziatore. La parcellizzazione della posizione contrattuale - non prevista dal codice - comporta la spersonalizzazione del rapporto giuridico ed esalta la funzione di raccolta tra un pubblico indiscriminato di risparmiatori, influenzando sullo schema causale del contratto, atto che, appunto, viene posto in essere fin dall'origine in tale prospettiva.

---

(1) Gustavo Visentini, Operazioni atipiche di finanziamento con emissione di titoli in serie, in Legislazione economica 1977/78, Milano 1979, p. 841 e segg.; Bernardino Libonati, Relazione al Seminario ISTIFID di Milano (28-28 giugno 1979), in Operazioni anomale di finanziamento con emissione di titoli, Milano 1980, p. 27 e segg.; Piero Schlesinger, Relazione al Convegno di Venezia (25 giugno 1982) sulla "Evoluzione del mercato del risparmio - Nuovi intermediari - Nuovi prodotti".

Detti certificati si presentano come titoli causali, trasferibili per girata, e riproducono il testo del contratto di associazione in partecipazione. Per altro da alcune fattispecie esaminate risulta, e ciò appare essere un indice rivelatore di incertezze di fondo, che il risparmiatore, nell'acquistare i titoli, sottoscrive per accettazione un prospetto che ripete il contenuto di detto contratto e le caratteristiche dell'operazione: modalità non trascurabili (ove si tenga conto dell'inesistenza di fatto di un mercato secondario, monopolizzato dall'emittente) che circoscrive anche la rilevanza della natura di titolo "all'ordine" dei certificati (1).

3.2 Valore unitario dell'apporto e investimento minimo. I certificati sono in genere rappresentativi di un apporto unitario di lire 1.000. L'importo minimo dell'investimento è in prevalenza di 25/30 milioni: in alcuni casi esso è stato abbassato a 10 e di recente anche a 5 milioni.

L'ammontare di titoli emessi per ciascuna serie è pari all'apporto dell'associato e spesso coincide con il costo complessivo dell'operazione, ivi comprese le spese di organizzazione e promozione. Le serie finora emesse oscillano fra un importo minimo di 3-4 miliardi e uno massimo di 25 miliardi.

---

(1) Tale caratteristica può riscontrarsi anche nelle relative "cedole" ("coupons"), essendo per queste ancor più prossimo il pericolo di incorrere nel divieto dell'art. 2004 c.c.. E' probabile che cedole e titolo siano solo "emessi" all'ordine e si trasformino di fatto "al portatore" attraverso la girata in bianco da parte del primo associato.

3.3 Durata. La durata dei titoli è uguale a quella prevista per il compimento dell'affare, per cui non è determinata ma è indicata di norma in un massimo di venti anni per i certificati agricoli, di dieci anni, con possibilità di proroga, per i certificati immobiliari, di 5-7 anni per i certificati finanziari.

I certificati di più recente emissione, rispondendo alle diffuse esigenze dei risparmiatori, presentano durate più brevi anche perchè vengono destinati a finanziare iniziative edilizie, quali la costruzione di impianti turistici e di immobili residenziali, che sono, una volta ultimati, destinati alla vendita.

La durata dell'investimento è una variabile molto importante nella determinazione del rendimento netto, essendo alquanto elevate le spese di organizzazione e promozione dell'operazione, ricomprese nel valore facciale del titolo, nonché le commissioni di acquisto del titolo medesimo, che, in quanto proporzionali all'importo, incidono in misura decrescente con la durata dell'investimento.

3.4 Mercato secondario - Valutazione dei titoli. Il valore dei certificati è basato sulla stima, fatta una volta l'anno a cura dell'associante o di terzi da questo scelti, del valore di mercato degli immobili; peraltro, gli enti emittenti pubblicano con periodicità mensile il valore di acquisto e di vendita dei certificati, quali valori di riferimento per le operazioni sul mercato secondario, distribuendo in realtà nel corso dell'anno gli incrementi di valore degli immobili.

La valutazione tecnica dell'immobile rappresenta un momento assai delicato: essa determina infatti il valore di cessione e di acquisto dei certificati per gli investitori che escono o entrano nell'affare durante la sua vita, senza il riscontro obiettivo del valore dell'immobile derivante dalla sua cessione. Inoltre, anche se il valore finale del certificato rispecchiasse, al termine dell'investimento, il prezzo di cessione dell'immobile, i prezzi indicativi, assunti a base per le operazioni sul mercato secondario, potrebbero riflettere, più che l'effettivo valore maturato dall'immobile, la politica commerciale della società preposta ad agevolare il mercato dei certificati stessi. Non essendo ancora conclusa alcuna delle operazioni in esame non è possibile dare un giudizio sulla coerenza fra valutazioni intermedie e valore finale di realizzo.

Un secondo aspetto di notevole interesse attiene alla presenza di una pronta domanda, ai prezzi indicati, ogni qualvolta si manifesta l'offerta: purtroppo al riguardo non sono disponibili informazioni.

3.5 Spese, commissioni, utili del gerente: rendimento dei certificati. Il rendimento dell'investimento è rappresentato dagli utili periodici - in alcuni casi è previsto il reinvestimento degli stessi - e dagli utili finali incorporati nel valore di rimborso. Nel caso di cessione parziale dell'immobile oggetto dell'associazione, l'associante è libero di procedere al rimborso parziale dei certificati o al



reinvestimento del ricavo.

Il reddito corrente, per i certificati Eurogest, è di norma inizialmente del 7%, parzialmente indicizzato al costo della vita; per le operazioni in essere da alcuni anni il rendimento pubblicato dalla società nella stampa specializzata - stimato sulla base dell'utile previsto nel semestre in corso - è più elevato perché è riferito al valore iniziale del certificato.

Per una valutazione del rendimento per l'investitore in certificati occorre considerare i costi che a diverso titolo pesano sull'investimento. Può essere utile il riferimento, a titolo di esempio, ai certificati Eurogest, i più diffusi sul mercato.

I principali elementi da considerare sono:

- 1) commissioni di acquisto, pari di norma al 7,6 per cento al momento dell'emissione; successivamente lo scarto fra denaro e lettera dei valori indicativi - non necessariamente impegnativi per la società che ne cura il mercato - va dal 7,6 per cento per le emissioni più recenti sino al 4,5 per cento per quelle più lontane. Più bassa, 1-2 per cento, è la commissione applicata ai certificati finanziari.
- 2) spese per l'assistenza organizzativa e finanziaria dell'affare, riconosciute all'Eurogest e facenti parte dei costi iniziali dell'affare: variabili per le diverse serie emesse fra il 5 e il 10 per cento del valore del certificato;

- 3) spese per le attività di carattere amministrativo e contabile di gestione dell'affare: 10 per cento dei ricavi lordi annui (canone di locazione, reddito agricolo, rata di interesse);
- 4) quota dell'utile di competenza dell'associante 10 per cento;
- 5) quota dell'utile finale di competenza dell'associante 19 per cento.

Il riconoscimento di spese di organizzazione e gestione a vantaggio di società del gruppo, mette questo comunque al riparo dall'eventualità di negativi risultati dell'affare. Per un giudizio circa la loro congruità con le prestazioni e circa l'incidenza sull'utile netto, occorrerà attendere l'esaurimento di un certo numero di affari.

Il rendimento, nel caso in cui il certificato venga realizzato prima del termine dell'iniziativa, non è quello deducibile dai prezzi pubblicizzati, in quanto la società non garantisce il riacquisto a detti prezzi, i quali, perciò, sembrano più indicativi del valore periziale del certificato che del suo effettivo prezzo di mercato.

3.6 Rischi. I rischi che corrono gli investitori nell'acquisto dei certificati attengono essenzialmente:

- a) al risultato economico dell'operazione finanziata; si tratta di solito di operazioni a basso rischio per la frequente presenza di garanzie bancarie e di polizze di assicurazione; ciò nonostante resta la possibilità di chiudere l'affare in perdita o con rendimenti ridotti;

- b) alla durata dell'operazione e alla frequente indeterminatezza o modificabilità del termine, a cui si accompagna la mancanza di un mercato secondario, che non consente di mobilitare l'investimento: l'intervento dell'emittente per la vendita dei certificati non sembra in grado né di garantire l'agevole esecuzione dell'operazione, quando le vendite dovessero essere di qualche rilievo, né di limitare il rischio di ampie perdite in conto capitale;
- c) al fallimento di una singola operazione, che potrebbe diffondere sfiducia verso i certificati e provocare quindi vendite massicce e crollo dei prezzi o alternativamente l'immobilizzazione del mercato, a seconda che la società che gestisce l'operazione ne favorisca o no la negoziazione.

3.7 Trattamento fiscale. Per le persone fisiche il reddito dei certificati va soggetto ad IRPEF. In particolare i redditi da associazione in partecipazione - come si evince da una dichiarazione del Ministro delle Finanze (risposta dell'11 ottobre 1978 all'interrogazione Senatore Li Vigni n. 4-01182) - sono assoggettati a ritenuta del 15% a titolo di acconto se non realizzati nell'esercizio d'impresa; in caso contrario non sono soggetti ad alcuna ritenuta alla fonte.

Per quanto riguarda la parte relativa alla rivalutazione - che rappresenta sovente la quota più cospicua del reddito stesso - si tratta di accertare se in concreto le modalità dell'operazione siano tali da poter far ravvisare quelle "finalità speculative" che l'art. 76 del D.P.R. 29/9/73 n. 597 assume quale presupposto per la tassazione.

3.8 Primi risultati. Un riscontro fra il reddito atteso e quello realmente conseguito, che rappresenti un sicuro elemento di giudizio per gli investitori, è ora possibile solo per alcune iniziative del gruppo Eurogest, che consentono un periodo minimo di osservazione e per le quali sono disponibili le informazioni. Per altro non vi sono al momento elementi sufficienti per dare risultati definitivi, essendo ancora in corso le operazioni finanziate e non essendo garantito dalle società il riacquisto dei certificati al prezzo indicato sulla stampa. Pertanto un effettivo riscontro può essere effettuato solo per le iniziative concluse.

Per i certificati del gruppo la rivalutazione del capitale, che influisce considerevolmente sul reddito globale, oscilla per le singole serie da un minimo del 12 a un massimo del 15% all'anno; tenendo conto del reddito distribuito, il rendimento complessivo oscilla per le singole serie fra il minimo del 13 e il massimo del 23 per cento, al netto delle commissioni, che si possono valutare fra il 2 e il 4 per cento all'anno, per un investimento di durata decennale (Tav. 2).

I rendimenti sono stati in questi anni apprezzabili proprio per la particolare rivalutazione che ha interessato gli immobili; tuttavia il rischio d'impresa insito nelle iniziative finanziate comporterà al momento della loro conclusione, uno spettro di risultati più ampio di quello rilevato per le operazioni in corso e il rendimento ex post potrebbe risultare, nella media, inferiore a quello attualmente evidenziato dalle singole iniziative.

In conclusione, i rendimenti netti dei certificati, secondo i prezzi indicativi pubblicati, sono per ora lievemente superiori a quelli ottenibili sul mercato obbligazionario; i rischi però sono di gran lunga superiori per il legame col risultato dell'operazione finanziata e per le altre ragioni sopra indicate. In particolare, l'ipotesi di cessione dei certificati prima della conclusione dell'operazione comporta uno scarto del 5-7% sul valore stimato dall'associante sulla base di una perizia dei beni, in condizioni di mercato normale.

#### 4 - TITOLI MISTI: CERTIFICATI PATRIMONIALI E UNITA' D'INVESTIMENTO.

I certificati patrimoniali sono titoli emessi dall'Istituto Fiduciario Lombardo per finanziare la costruzione di attrezzature e villaggi turistici e l'acquisto di immobili, che vengono concessi in locazione.

Il certificato patrimoniale rappresenta per una piccola parte (1/9, ad esempio, del suo valore) l'azione di una società (sovente dello stesso Gruppo dell'emittente il certificato) e per la parte prevalente (8/9) un "credito in conto capitale" verso la stessa società. Nelle prime 7 serie emesse l'acquisto del certificato è stato condizionato all'affidamento all'Istituto Fiduciario Lombardo della gestione dell'azione attraverso un mandato irrevocabile. Nelle più recenti operazioni Wrangler e Grand Hotel di Rimini è stata prevista l'intestazione delle azioni agli interessati su loro richie-

sta; l'ammontare del certificato, poi, corrisponde alla misura del capitale sottoscritto della società immobiliare (1).

La definizione della natura del titolo e dei rapporti fra risparmiatore, società del gruppo e IFL si presenta problematica, attesa la commistione tra capitale di rischio e quello che appare essere capitale di credito; l'abbinamento della posizione dell'azionista con quella di "creditore" dà luogo ad un titolo ibrido, che, per la globalità del capitale rappresentato, non conferisce nè i diritti propri dell'azionista, nè quelli inerenti all'obbligazione. Le azioni, come si è fatto cenno, vengono intestate fiduciariamente all'IFL, e quindi il sottoscrittore rinuncia a esercitare personalmente i diritti propri dell'azionista; sotto altro profilo non risulta se il cosiddetto "credito in conto capitale" faccia maturare diritti o obblighi di conversione in azioni della società, in quali ipotesi ed a quali condizioni. Non sembra, ad esempio, che possa sicuramente escludersi la possibilità di un suo utilizzo in caso di reintegro del capitale sociale a seguito di perdite. Certo è invece che tale abbinamento attribuisce agli azionisti portatori dei certificati un "peso" comunque non proporzionale e di gran lunga inferiore all'apporto patrimoniale.

---

(1) Tale dovrebbe essere l'interpretazione da dare all'espressione, rilevata nell'inserito pubblicitario, che l'intera emissione dei certificati è "pari al capitale della società proprietaria dell'immobile".

Le anomalie di tale situazione giuridica sono state, come si è fatto cenno, superate nelle più recenti operazioni; resta peraltro da chiarire la natura e la funzione dei relativi certificati patrimoniali.

Almeno per le prime 7 emissioni non è chiaro se l'investitore possa gestire in proprio la sua posizione patrimoniale: se per un verso è previsto (in contrasto con la dichiarata natura irrevocabile del mandato) che lo stesso possa disporre dei titoli acquistati dall'Istituto per suo conto (cioè le azioni), di fatto, non risultando che il "credito in conto capitale" si materializzi in un autonomo titolo, sembrerebbe che il fiduciante possa mobilizzare la propria posizione rinunciando ad entrare in possesso dell'azione e negoziando il certificato patrimoniale. Nemmeno è chiaro se a tale negoziazione possa provvedere direttamente o debba necessariamente ricorrere all'intermediazione dell'IFL.

Non è fissato un termine per il rimborso dei certificati; esso dovrebbe avvenire al conseguimento dell'oggetto sociale e allo scioglimento della società. La mancanza, nelle condizioni che regolano i certificati, di ogni riferimento al rimborso fa ritenere che la vendita del certificato a terzi sia l'unica forma per porre fine all'investimento. Il valore di cessione è fissato semestralmente da un comitato tecnico nominato dall'Istituto, sulla base di perizie immobiliari, indici ISTAT e analisi finanziarie.

Il reddito del certificato patrimoniale è rappresentato dalla partecipazione agli utili della società, che dà in locazione gli immobili, utili che però non risulta siano distribuiti; la forma più rilevante di rendimento è rappresentata dalla rivalutazione dell'immobile per effetto dell'inflazione nonché dall'incremento patrimoniale della società. Anche il cosiddetto "credito in conto capitale" pare non dia luogo ad alcuna remunerazione specifica nè ad alcun rimborso ad hoc.

Poichè l'attività dell'impresa partecipata è rappresentata spesso dalla locazione di immobili ad uso turistico si può ritenere che essa sia meno rischiosa di un'attività industriale; resta però il rischio di illiquidità dell'investimento. Infatti l'IFL, che cura la rivendita a terzi dei certificati patrimoniali - secondo le condizioni generali ed il regolamento di gestione fiduciaria - si impegna ad effettuare detta vendita "nel più breve tempo possibile" ad un prezzo pari a quello risultante dalla perizia tecnica del menzionato Comitato: questo comporta che nel caso in cui il mercato esprima una valutazione inferiore alla citata perizia non si hanno negoziazioni e il "più breve tempo possibile" può risultare assai lungo.

La comparsa recente di questi certificati non consente un calcolo dei rendimenti, non essendo ancora venuta a compimento alcuna operazione. La pubblicità indica tassi di rivalutazione dei certificati superiori al tasso d'inflazione (non è stato possibile accertare se i risultati reclamizzati sono i migliori ottenuti o una media);



occorre però tener conto di commissioni, d'ingresso e d'uscita, di circa il 6 per cento e 1 per cento rispettivamente e di un ulteriore 2 per cento, se la vendita avviene prima che siano passati 2 anni dall'acquisto.

Operazioni simili alle precedenti vengono poste in essere dal Gruppo Interprogramme con l'emissione di "unità di investimento unileasing". Questi titoli sono rappresentativi del possesso di azioni di una società proprietaria di immobili e di un credito verso la stessa pari a 9 volte il valore delle azioni sottoscritte; a differenza dei certificati patrimoniali fruttano, per la quota che rappresenta un credito, un rendimento del 6% e vengono rimborsati in 20 anni, ad un valore indicizzato al costo della vita (100% nei primi 10 anni, 75% nei secondi 10 anni) (1).

---

(1) Lo stesso Gruppo ha curato altre iniziative di investimento, quali le operazioni "grandi magazzini industriali" 1° e 2° e la Genova Pegli 2, che però non hanno dato luogo all'emissione di titoli atipici.

I risparmiatori infatti partecipavano all'iniziativa acquistando le azioni delle relative società offerte dalla Unifiduciaria (società del gruppo). I risultati della prima operazione sono appena accettabili (circa il 12% all'anno), mentre quelli della seconda hanno finora fruttato meno del 3% all'anno. Per queste iniziative non sembra esservi un mercato secondario delle azioni: per determinare i risultati dell'investimento occorrerà attendere che gli immobili vengano venduti e la società posta in liquidazione.

## 5 - FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE

Quote di fondi comuni immobiliari del tipo "open - end" sono quelle emesse dall'Europrogramme International serie 1969, autorizzato ad operare nel nostro paese. L'attività del fondo si esplica nell'acquisto di terreni e nella costruzione o rilevazione di immobili ad uso industriale e commerciale da cedere in affitto o in leasing, con canoni indicizzati al costo della vita.

L'attività promozionale del fondo si basa essenzialmente sul fatto che le quote sono espresse in franchi svizzeri e che il patrimonio del Fondo è investito in immobili. In realtà, non c'è una doppia garanzia, immobiliare e valutaria, perchè il patrimonio è investito per l'80% in beni situati in Italia e, perciò, vi è solo una contabilità in franchi svizzeri, che non comporta effetti sostanziali sulla rivalutazione delle quote per effetto di variazioni del cambio.

Il fondo capitalizza il reddito degli investimenti, non distribuendo alcuna remunerazione periodica ai portatori delle quote. Il valore di inventario delle quote è aumentato tra il 1971 e il 1980 del 17% all'anno, in regime di capitalizzazione composta; il prezzo di emissione è aumentato più velocemente, essendo le spese di emissione passate dal 4 al 16% del prezzo di inventario (Tav. 3).

Per il calcolo del rendimento occorre tenere conto di queste spese e delle commissioni relative all'acquisto e al riscatto che ammontano, secondo quanto è stato possibile accertare, a:

- a) 4-8% per commissioni di sottoscrizione (in relazione all'ammontare: 4% per più di 50 milioni);
- b) 1-3% per commissioni di riscatto (in relazione alla durata dell'investimento: 1% per periodi superiori a 4 anni).

Per il riscatto - che può essere richiesto in ogni momento - si assume il valore di emissione della quota (ragguagliato al valore di inventario del Fondo maggiorato delle spese di emissione). Tuttavia il regolamento prevede che, qualora i riscatti superino le sottoscrizioni, il Fondo possa differire il riscatto fino a 24 mesi, dovendo procedere all'alienazione di immobili; il costo potrebbe raggiungere in tal caso il 18-20% dato che il rimborso avverrebbe al prezzo di inventario, inferiore di circa il 16% al prezzo di emissione, decurtato di commissioni e spese.

In conclusione il rendimento medio nel periodo 1971-80, per un impegno di almeno 5 anni può essere valutato attorno al 20%.

La tradizionale cautela nei confronti dei fondi immobiliari è dettata dalla difficoltà della valutazione del patrimonio immobiliare, dalla quale discende il valore di emissione e di riscatto delle quote, nonché dal rischio di illiquidità dell'investimento, allorché il flusso di riscatti superi quello delle nuove sottoscrizioni. Infatti il rischio connesso ad un ampio afflusso di richieste di riscatti non è solo costituito dalle perdite nel valore delle quote, contenibili se le perizie sono effettuate avendo a principale riferimento un prudentiale valore di cessione più che altri criteri di

valutazione, quanto dall'illiquidità del patrimonio che richiede tempi lunghi per una vendita ai prezzi di mercato. E' pur vero che, accanto alla normale liquidità detenuta dai fondi, questi possono ricorrere a finanziamenti ipotecari che consentirebbero di far fronte, nel breve periodo, ad un eccesso di richieste di riscatti e di realizzare successivamente, nei tempi necessari, gli immobili occorrenti al ripristino del margine di liquidità. Questi accorgimenti, tuttavia, rappresentano solo un temperamento di un rischio, che comunque rimane qualora il fenomeno dei riscatti dovesse assumere una dimensione rilevante o dovesse venir meno la possibilità dei finanziamenti ipotecari. Nè appare ipotizzabile, in termini fisiologici, il suggerimento, talora avanzato, che in tali circostanze il fondo si trasformi da aperto in chiuso.

Questi particolari aspetti dei fondi comuni immobiliari di tipo aperto richiedono, più che per quelli di tipo chiuso, un'accurata regolamentazione e una costante vigilanza, sia nella gestione degli impieghi, al fine di assicurare una equilibrata ripartizione dei rischi, sia nell'esame dei flussi di ingressi e di uscite, al fine di prevenire in tempo eventuali rischi di illiquidità.

#### 6 - FEDI PATRIMONIALI O D'INVESTIMENTO E CERTIFICATI DI PARTECIPAZIONE.

Legittimati da una antica norma in materia assicurativa (art. 45 T.U. delle leggi sulle assicurazioni private), gli Enti di gestione fiduciaria costituiscono una realtà affermatasi solo in

questi ultimi anni: trattasi di intermediari finanziari autorizzati dal Ministero dell'Industria ad operare secondo schemi contrattuali che realizzano almeno in parte un'attività dai risultati abbastanza simili - se non giuridicamente, almeno dal punto di vista finanziario - a quella bancaria.

Essi raccolgono risparmio emettendo titoli denominati fedi patrimoniali o fedi d'investimento (1): tali fedi possono essere del tipo "ordinario" o del tipo "vincolato" a seconda che il finanziamento raccolto sia affidato alla libera iniziativa del fiduciario o sia invece finalizzato ab origine ad una determinata operazione di finanziamento.

L'esistenza di una seppur embrionale regolamentazione dei titoli emessi dagli Enti di gestione condurrebbe ad escludere le fedi dalla casistica dei titoli atipici; in realtà il complesso schema contrattuale che dà luogo all'emissione delle fedi è difficilmente riconducibile a quelli delle tradizionali forme di raccolta di risparmio e di capitali.

Gli Enti di gestione sono, per ora, solo 3 di cui 2 operanti; essi agiscono su quasi tutto il territorio nazionale,

---

(1) Sono stati anche emessi dagli Enti di gestione "certificati di partecipazione": la loro caratteristica e la redditività del conferimento consistono in una partecipazione agli utili derivanti dalla "gestione" del conferimento stesso. Questi certificati non sono previsti dall'art. 45 del T.U. citato e la loro emissione ha suscitato in dottrina seri dubbi.

attraverso società regionali di leasing da essi stessi controllate, procurandosi con l'emissione delle fedi i fondi necessari per finanziare essenzialmente l'attività di leasing.

La natura giuridica delle fedi patrimoniali e i rapporti giuridici in cui la loro emissione si inserisce non appaiono ancora puntualizzati chiaramente. Restano infatti di incerta definizione:

- il rapporto fra ente di gestione e conferente, potendosi configurare come un mandato o un'associazione in partecipazione, o secondo schemi giuridici sostanzialmente atipici;
- l'effetto del conferimento dei beni da parte del risparmiatore all'Ente, che non comporta, secondo taluni, il trasferimento della proprietà all'Ente di gestione, e che, secondo altri, comporta invece tale risultato;
- l'eventuale relazione (comunione incidentale) tra i conferenti;
- le caratteristiche dei titoli (fedi patrimoniali) emessi dagli Enti e la loro assimilabilità alle azioni di risparmio o alle obbligazioni;
- la natura del profitto che ricava il "fiduciante", data la previsione normativa che consente di corrispondere "interessi", oltre che veri e propri utili. Si è tentato di spiegare e inquadrare simile previsione attraverso un riferimento agli acconti dividendo.

Lo schema dell'operazione, in uno dei tipi di fede più diffuso, è piuttosto complesso intervenendo in essa 5 soggetti:

- 1) l'acquirente che è di solito un risparmiatore privato;

- 2) la società (SPA), che stipula anche contratti di leasing, contatta il risparmiatore e riceve da questi i fondi da investire nell'acquisto di fedi patrimoniali che il risparmiatore si obbliga a tenere in custodia presso società dello stesso Gruppo (le fedi sono perciò sottratte alla circolazione e la loro emissione si presenta superflua);
- 3) l'Ente di gestione fiduciaria, che emette le fedi;
- 4) una società, la "Riunione italiana cauzioni e carte di credito", che si impegna a riacquistare le fedi e le relative cedole anche prima della scadenza;
- 5) una banca, che rilascia la fideiussione per garantire il buon fine dell'operazione.

Mette conto, per una più agevole comprensione del meccanismo, fare riferimento a una fattispecie concreta.

L'operazione Alfa Romeo - Rigim, per una prima tranche di L. 5,5 mld come è stata riportata dalla stampa (24 Ore del 10 ottobre 1981), si sostanzia nell'emissione di titoli con 10 cedole semestrali, che riconoscono il tasso minimo del 5% garantito dall'emittente (che peraltro nelle condizioni del contratto figura, malgrado tale impegno, come tenuto alle obbligazioni del mandatario) e con cinque cedole (per il riparto degli esiti di liquidazione) per il rimborso del capitale. Il rendimento, definito "interesse sul finanziamento", è calcolato sull'ammontare del finanziamento in corso verso la società di leasing, secondo formule che si rapportano al prime rate ABI e al rendimento dei BOT a tre mesi. A differenza delle obbligazioni, il valore di rimborso non è determinato ma dipende dal valore del patrimonio fiduciario vincolato "Leasing Alfa Romeo '80".

La Rigim S.p.A. ha emesso le Fedi Alfa Romeo con il cui ricavato ha finanziato una società controllata, la "Pool Leasing

Italiano", per l'adempimento di obbligazioni assunte da quest'ultima nei confronti dell'Alfa Romeo mediante stipulazione di contratti di locazione delle durata di cinque anni. La Pool Leasing ha ceduto alla Rigim, a garanzia dei suoi adempimenti, i crediti per canoni di locazione dovuti dall'Alfa Romeo, il cui adempimento è assistito da garanzia fideiussoria del Banco di Napoli.

Al di là dei complessi schemi contrattuali le fedi patrimoniali si sostanziano, quanto al rendimento, almeno in alcune delle forme esaminate, in titoli obbligazionari, senza però essere soggetti ai vincoli amministrativi e alle condizioni proprie di questi: esse infatti spesso garantiscono un tasso fisso pagato semestralmente, oppure un tasso variabile legato a parametri finanziari (prime rate) e prevedono il rimborso del capitale in un periodo compreso fra 2 e 5 anni; il valore di rimborso del capitale è talora indeterminato, perchè dipende dal valore del patrimonio fiduciario vincolato.

Le fedi offrono rendimenti allineati ai tassi più elevati del mercato monetario e finanziario. Talora è anche previsto il riacquisto anticipato, dietro applicazione di una penalità, possibilità che attenua la limitazione derivante dalla mancanza di un mercato secondario.

A parte talune particolari operazioni, come quella effettuata con l'Alfa Romeo, frequentemente le fedi verrebbero emesse per piccoli importi per ogni singola iniziativa, inerente di solito il



leasing, l'affitto o l'usufrutto, principalmente di autovetture, ma anche macchinari o attrezzature industriali e commerciali: tali fedis sarebbero in buona parte sottoscritte dagli stessi beneficiari delle iniziative sopra menzionate e da questi cedute in garanzia degli impegni contrattuali assunti. La sostanziale coincidenza fra sottoscrittore delle fedis e fruitore dell'operazione finanziata lascia adito a grosse perplessità sulla effettiva funzione economica delle fedis stesse, funzione che può presumibilmente essere individuata nei vantaggi fiscali.

#### 7 - ALTRE FORME SIMILARI DI RACCOLTA DEL RISPARMIO.

7.1 Assai simili ai certificati finanziari (cfr. paragrafo 3) sono i: "Buoni di associazione in partecipazione" (o Buoni di Partecipazione Finanziaria) emessi dalla Italprogramme, società del gruppo Europrogramme, per il finanziamento di operazioni di leasing mobiliare (per questo vengono anche denominati certificati mobiliari). Essi rappresentano, sostanzialmente, un credito, che frutta un interesse fisso e viene parzialmente indicizzato nel valore capitale al costo della vita. Il rendimento varia dal 9,2 al 10,5% per le singole serie, più una rivalutazione del capitale, per il 60% della variazione del costo della vita; la durata è di 4-5 anni e la commissione di sottoscrizione del 7% circa.

La previsione di un rendimento fisso (salvo indicizzazione) mal si inquadra nella fattispecie dell'associazione in partecipazione, in quanto questa si caratterizza per la "partecipazione agli

utili" (operazione a rischio), alla quale è connesso un rendiconto dell'associante (art. 2552 C.C.), mentre è ad essa estranea la garanzia di una remunerazione a carico dell'associante predeterminata a prescindere dai risultati della gestione (morosità o insolvenza della società di leasing o del locatario); mancherebbe in tal caso proprio "l'associazione nell'affare".

La fiduciaria del gruppo si adopera a favore dei clienti in occasione di smobilizzi, senza per altro assumere alcuna responsabilità o impegno.

Nelle emissioni più recenti di durata quadriennale la commissione di sottoscrizione è del 7,3% e pesa circa per il 2% annuo sul rendimento atteso (10,5% più rivalutazione del capitale per il 60%), che diventa così molto simile al rendimento di alcune obbligazioni fondiarie (5% d'interesse e 75% per rivalutazione).

7.2 Connessi ad operazioni di leasing mobiliare sono anche i certificati finanziari Finleasing Merzario del Gruppo Eurogest. Il risparmiatore prende parte, tramite il contratto di associazione in partecipazione, ad un'iniziativa mobiliare consistente nell'acquisto, nella cessione in leasing e vendita di containers: la locazione finanziaria ha una durata di cinque anni (salvo anticipato esercizio del diritto d'opzione) e prevede che sia il canone, sia il valore di riscatto, siano indicizzati al dollaro USA. Per la vendita l'associante si impegna a provvedere entro un termine massimo di 11 anni.

Diversa è l'operazione, sempre avente ad oggetto containers, posta in essere dalla ICCU Compagnia Italiana Containers S.p.A. tramite la Fiduciaria Gefidi: in questo caso il risparmiatore acquisisce la titolarità dei containers (costo unitario 3 milioni circa) che vengono contestualmente dati in gestione a società del Gruppo ICCU. La particolare diffusione di questo mezzo di trasporto delle merci, il cui noleggio viene corrisposto in dollari, avrebbe comportato negli ultimi anni cospicui rendimenti (secondo notizie di stampa, dal 17% al 29% in relazione all'anno di acquisto dei containers).

Occorre tuttavia osservare che, a parte la variabilità reddituale connessa all'andamento del mercato dei trasporti, i menzionati rendimenti incorporano anche il deperimento dei containers stessi, la cui vita media è di circa 15 anni.

Operazioni analoghe sono effettuate dalla CIIA-Compagnia Italiana Investimenti Alternativi S.p.A.. Se formalmente, dal punto di vista giuridico, sono posti in essere una compravendita ed un mandato irrevocabile decennale, l'imprescindibile collegamento fra i due contratti (nel secondo dei quali il mandatario è lo stesso venditore dei beni) pone in luce realtà e funzioni economiche non dissimili da quelle sottostanti gli esaminati contratti di associazione in partecipazione, con l'unica variante che, nella fattispecie complessa il risparmiatore è garantito dalla proprietà del container.

Risulta inoltre che la Gefidi cura anche la distribuzione

di certificati finanziari la cui rendita deriva da noleggio di containers.

7.3 Interessante, perchè emblematica di un certo modo di collocare sul mercato prodotti finanziari, assicurandosi nel contempo la gestione dell' "affare", è l'operazione "grandi alberghi", presentata dalla Interprogramme come partecipazione alla proprietà degli alberghi Cigahotels. Questa operazione si presenta, nella sostanza se non nella forma, molto simile a quella che dà luogo all'emissione di certificati patrimoniali: il sottoscrittore, infatti, poteva acquistare azioni della FINPAR, proprietaria degli alberghi, tramite la società Unifiduciaria, appartenente allo stesso gruppo, purchè contestualmente stipulasse un contratto di affidamento fiduciario alla stessa Unifiduciaria SPA, la quale acquistava le azioni FINPAR intestandosele ed esercitando i diritti connessi alla partecipazione; non vi è stata quindi emissione di titoli atipici.

L'operazione, presentata come una partecipazione indiretta alla proprietà immobiliare (gli alberghi Cigahotels), ha incontrato un notevole successo, anche se l'aspirante azionista FINPAR per l'acquisto del titolo doveva rinunciare a parecchi suoi diritti, financo a quello di decidere se e quale impiego dare ai dividendi azionari (possono essere reinvestiti a discrezione del fiduciante). Non è chiaro se sia possibile il trasferimento delle azioni indipendentemente dalla cessione del contratto fiduciario inerente alla loro gestione, nè risulta se l'azionista effettivo abbia la possibilità di dare istruzioni di voto.

## 8 - DIMENSIONI DEL MERCATO

L'Eurogest è il gruppo più impegnato nel settore: fino a dicembre '80 aveva emesso certificati per 176 miliardi (Tav. 4); nel corso dell'81 ha collocato certificati per 189 miliardi, con un incremento del 117% rispetto all'anno precedente.

L'IFL aveva emesso, a dicembre 1980, 7 tipi di certificati patrimoniali per altrettante iniziative turistiche, per un valore complessivo di 19 miliardi. Nel 1981 l'IFL ha triplicato la propria attività collocando certificati per 45 miliardi, contro 14 miliardi dell'anno precedente.

Altre società di minore importanza sono presenti sul mercato - Istituto Milanese di Leasing, Finterziario, Istituto Finanziario Piemontese, ecc. - alcune delle quali di recente costituzione; nel corso del 1981 hanno raccolto complessivamente circa 100 miliardi, mentre l'anno precedente le loro emissioni di certificati sono ammontate a qualche miliardo.

Il Fondo Europrogramme International serie 1969, che al dicembre 1980, risultava aver collocato in Italia n. 5.901.000 quote per un valore di 513 miliardi, nel corso dell'81 ha classato sul mercato ulteriori 1.613.000 quote per un valore di 162 miliardi (+23% rispetto a quanto raccolto l'anno precedente pari a 132 miliardi); inoltre nel 1981 ha iniziato ad operare il secondo fondo immobiliare del Gruppo Interprogramme, l'Europrogramme International serie 1966, che a fine anno risulta aver collocato quote per 7 miliardi.

Per le altre attività del Gruppo Interprogramme - Italprogramme, Unifiduciaria, ecc... - non si hanno informazioni precise sulla raccolta relativa al 1981, che può essere stimata in complessivi 33 miliardi circa.

I due enti di gestione fiduciaria attualmente operanti in Italia, hanno raccolto nel 1981 complessivamente 125 miliardi, mentre nel 1980 la raccolta era ammontata a 119 miliardi.

Complessivamente i fondi raccolti nel 1981 hanno raggiunto 660 miliardi; la consistenza dei titoli atipici a fine '81 può essere stimata in 1650 miliardi. Le rilevazioni statistiche sulle società emittenti e sull'ammontare delle emissioni sono state ricostruite sui bilanci delle società e su notizie di stampa. Esse tendono a sottostimare il fenomeno in quanto non ricomprendono quelle società che non compaiono sulla stampa e che si avvalgono di operatori finanziari che contattano direttamente i risparmiatori con il supporto esclusivo di iniziative di "mailing" su nominativi selezionati. Si ritiene comunque difficile che possano avvenire ampi collocamenti di titoli senza l'ausilio di un'estesa pubblicità. Fonti di stampa indicano di frequente importi assai più elevati perché considerano anche le quote di fondi comuni mobiliari e le accettazioni bancarie.

9 - POSSIBILI EFFETTI DELLA INCONTROLLATA DIFFUSIONE DEI TITOLI ATIPICI SU TUTELA DEL RISPARMIO, EFFICIENZA ALLOCATIVA ED EFFICACIA DELLA POLITICA MONETARIA.

E' stato già indicato il maggior rischio insito nei rappor-

ti diretti risparmiatore-impresa rispetto al caso in cui fra i due si interponga un intermediario che attui una ripartizione dell'investimento, tra imprese e settori economici diversi. Un aspetto che merita attenzione è quello dell'utilità dell'attività degli intermediari nell'accrescere la capacità allocativa delle risorse e quindi del loro ruolo di promotori dello sviluppo. E' un aspetto ampiamente trattato in dottrina e sufficientemente chiarito in senso positivo, nel senso che l'assenza di intermediari renderebbe molto più difficile la spesa in disavanzo rispetto al risparmio dei singoli operatori economici.

Negli ultimi anni i rapporti diretti fra risparmiatori e utilizzatori, intensificatesi nel comparto pubblico, sono rimasti tenui in quello privato, così che non sembra inopportuno un loro rafforzamento. Ciò nonostante, vanno sottolineati i rischi di un processo di disintermediazione portato alle ultime conseguenze. "Le tecniche di mediazione tendono, infatti, ad aumentare i livelli di risparmio e di investimento ed a impiegare più efficacemente lo scarso risparmio tra alternative possibilità di investimento" (1). Gli intermediari realizzano economie di scala nella raccolta del risparmio e nell'erogazione dei finanziamenti; la maggiore dimensione dei flussi creditizi consente di fruire dei vantaggi della specializzazione nella valutazione delle iniziative da finanziare, di ridurre

---

(1) John G. Gurley Edward S. Shaw - La moneta in una teoria del finanziamento, capitolo VI.

i costi unitari e di ripartire i rischi di illiquidità e di insolvenza.

Il sorgere, oltre che di nuove forme d'impiego, anche di intermediari finanziari non bancari, arricchisce inoltre il mercato finanziario: in talune occasioni, la grande uniformità della categoria di intermediari ha determinato omogeneità di situazioni e di comportamenti che non ha giovato alla funzionalità e allo sviluppo del mercato stesso.

Il sistema normativo è impostato in guisa che alla molteplicità degli strumenti di mobilizzazione del risparmio, necessaria per soddisfare le preferenze espresse da prestatori e utilizzatori, si accompagnano interventi pubblicistici, a tutela del risparmiatore, graduati in misura tanto meno intensa quanto più quest'ultimo è consapevole e partecipe alla gestione dell'iniziativa economica che ha contribuito a finanziare: basti pensare alla posizione dell'azionista, dell'obbligazionista, del partecipante a un fondo comune di investimento o del depositante in banca.

Lo status del possessore di titoli atipici, proprio per la natura di questi e per l'architettura globale delle operazioni, non coincide con nessuna delle posizioni anzidette; gli schemi contrattuali, come è stato descritto, non sempre consentono una chiara individuazione dei diritti acquisiti dal sottoscrittore e della effettiva congruità dei cespiti patrimoniali che sono a fronte del finanziamento o dell'emissione dei titoli.



Un intervento di tipo legislativo, senza penalizzare l'iniziativa dei singoli e la capacità di innovazione del mercato, dovrebbe avere come obiettivi una miglior certezza giuridica dei rapporti che s'instaurano in ogni tipo di raccolta di risparmio tra il pubblico ed una sufficiente diversificazione dei circuiti di finanziamento. D'altro canto esigenze più late di controllo si pongono in quanto la stabilità e l'efficienza dei mercati creditizi e quindi l'ordinato finanziamento dell'attività produttiva e d'investimento potrebbero ricevere pericolosi contraccolpi, anche di carattere psicologico, da insolvenze che si manifestassero in questo comparto, oggi ancora marginale, per la stretta interconnessione esistente fra i comparti del mercato stesso.

Un ulteriore aspetto concerne la perdita di efficacia della politica monetaria, attuata essenzialmente tramite controlli amministrativi, quando si accresce il ruolo nel finanziamento dell'economia degli intermediari non controllati e dei rapporti diretti di credito - debito. E' così evidente che a parità di effetti finali desiderati l'intensità del controllo è tanto più forte quanto più piccola è la sezione di credito a cui si applica.

Ciò ha riflessi anche sull'efficienza e sulla stabilità della struttura degli intermediari (1). Infatti allorchè i controlli diretti settoriali permangono per un lungo periodo di tempo, gli

---

(1) G. Carosio: La disintermediazione bancaria, dattiloscritto Roma marzo 1982.

strumenti di finanziamento e la struttura degli intermediari si modificano avvantaggiando quelli non controllati a danno dei controllati. Sorgono così, come indica l'esperienza italiana degli ultimi anni, nuovi intermediari e nuovi strumenti, che non devono la loro fortuna ad una maggiore efficienza, ma a una sorta di rendita di posizione prodotta dall'inapplicabilità dei vincoli e dei controlli amministrativi.

La rapida diffusione delle accettazioni bancarie fino al giugno 1981, allorchè vi era incertezza sul regime fiscale e quindi un'esenzione di fatto, e la stasi successiva, dopo l'equiparazione agli altri strumenti, come pure la diffusione dei certificati indicizzati ai prezzi degli immobili, si spiegano in buona misura proprio in chiave di regolamentazione.

D'altra parte non tutta l'innovazione finanziaria rappresenta il prodotto della reazione ai controlli monetari: basti pensare alle nuove forme di pagamento, come le carte di credito, ai titoli dei fondi comuni e ai titoli che offrono redditi monetari associati a diritti di opzione; è, per altro, accertato che nei paesi dove l'innovazione è più diffusa la politica monetaria risulta più difficile da gestire e meno efficace (1).

---

(1) Alexandre Lamfalussy "Le Banche americane durante gli anni settanta ed altre" in *Bancaria* n. 10.1981.

## 10 - RIFLESSIONI CONCLUSIVE E PROSPETTIVE NORMATIVE

Le tematiche che emergono dalla rassegna delle nuove forme di intermediazione finanziaria attengono alla creazione di un segmento di mercato finanziario parallelo, sul quale non viene esercitato alcun tipo di controllo del credito e di tutela del risparmio, alle ragioni del loro rapido successo, alla definizione e individuazione della natura giuridica degli schemi contrattuali e degli strumenti finanziari utilizzati, nonché alle condizioni di redditività e di rischio per i risparmiatori.

10.1 Dimensioni e caratteristiche. La dimensione dei flussi di fondi intermediati, che per le modalità con cui avviene mal si presta a una precisa misurazione, si può valutare a più di 600 miliardi nell'ultimo anno. Il fenomeno, se oggi non appare ancora rilevante per il controllo del credito a fini di politica monetaria, è da valutare attentamente in prospettiva, data la capacità di rapidissima crescita dimostrata; esso già ora comunque determina squilibri tra categorie di intermediari, controllati e no, e fra comparti del mercato. Il rischio è rappresentato da un andamento asfittico dei primi e da uno sviluppo rigoglioso dei secondi. Alcuni gruppi si stanno dando infatti imponenti strutture organizzative a rilevanza nazionale.

Tra le ragioni che hanno consentito una rapida diffusione dei titoli atipici vi è la convinzione che essi abbiano la capacità di difendere il capitale dall'inflazione, in quanto emessi in relazione ad operazioni aventi ad oggetto immobili e pertanto soggetti a

rivalutazione sia in linea contrattuale che per l'aumento di valore degli stessi. Con i tassi d'inflazione dell'ultimo biennio i risultati sono stati positivi; con la decelerazione dei prezzi e, ancor più, con l'offerta negli ultimi tempi di rendimenti reali positivi anche per i tradizionali investimenti finanziari, la loro attrazione potrebbe venire in parte meno.

Altre condizioni vantaggiose sono rappresentate dai bassi costi dell'operazione - essendo i collocatori remunerati a provvigioni e i costi del servizio finanziario assai contenuti - e dall'assenza di costi sociali e amministrativi (come riserva obbligatoria, vincolo di portafoglio e consolidamenti, vincoli all'espansione degli impieghi e alla raccolta) che gravano invece sull'attività delle banche e degli Istituti di credito speciale. Infine i finanziamenti, che vengono utilizzati all'interno di gruppi integrati, riguardano nuove iniziative sulle quali non pesano, come accade invece per il risparmio raccolto dalle società e dai tradizionali intermediari finanziari, gli oneri di vecchie gestioni da ammortizzare, (per esempio: impieghi effettuati quando i tassi erano più bassi di oggi). Il profitto complessivo risulta inoltre da utili su attività diverse e complementari (gestione di patrimoni, attività finanziaria, attività industriale) e pertanto il costo specifico dell'intermediazione può essere modesto.

Merita di essere approfondito il ruolo che nel quadro globale di siffatte operazioni è riservato ai titoli atipici. Talora la loro emissione appare superflua e assume valore solo formale

perchè, imponendosi l'obbligo della loro custodia da parte della fiduciaria del gruppo, essi non sono destinati alla circolazione; sicchè viene da domandarsi se lo schema giuridico di queste operazioni potrebbe essere configurato diversamente da come viene presentato ove si prescindesse da essi. D'altro canto, manifestandosi in alcuni casi un collegamento cartolare - più o meno completo - tra titolo e contratto di associazione in partecipazione, rimangono da definire, e appaiono non univoche, le caratteristiche giuridiche (completezza, letteralità, autonomia ecc.) di tali strumenti. Al riguardo, trattandosi di forme atipiche, non conosciute in tutte le loro particolarità, interpretazioni definitive appaiono ardue e comunque non suscettibili di alcuna generalizzazione.

10.2 Posizione del risparmiatore. Circa le condizioni di redditività, rischio e garanzia del mercato dei titoli atipici, l'esame fin qui svolto consente le seguenti osservazioni di sintesi riferibili, in maniera più o meno ampia, alle diverse iniziative considerate:

- Il rendimento finora offerto è sufficientemente concorrenziale con quello degli altri strumenti finanziari, per le ragioni illustrate; si tratta però di risultati parziali non risultando che siano state ancora portate a conclusione operazioni significative.
- I rischi che comportano i titoli atipici sono in prevalenza quelli propri del capitale di rischio (non bilanciati però da poteri di gestione) in alcuni casi, quelli degli investimenti a lungo termine o a termine indeterminato, in altri.

La mancanza di un mercato secondario riduce radicalmente la potenziale liquidità dei titoli stessi: la possibilità di porre termine all'investimento è legata all'esistenza di una domanda capace di assorbire l'offerta; allorchè le richieste di smobilizzo non dovessero essere bilanciate dalle nuove sottoscrizioni si avrebbe l'immobilizzazione del titolo o perdite rilevanti in conto capitale. Il sistema di emissione e riacquisto e la commistione delle commissioni nei prezzi di acquisto e di vendita non facilitano la trasparenza del mercato.

La molteplicità di denominazioni (solo alcune di esse sono state descritte nella presente nota) o la stessa denominazione per fattispecie differenti creano confusione tra i risparmiatori.

La pubblicità, che è il principale veicolo per la conoscenza dei certificati, non è sempre completa e chiara: raramente vengono indicate le commissioni, vengono talora fatti annunci generici del tipo "i certificati garantiscono dall'inflazione" senza dire come e in che misura (quando la indicano si rileva che la garanzia è parziale o indiretta) oppure vengono indicati apprezzabili risultati già realizzati dal gruppo, volendo con ciò sottintendere che anche l'operazione oggetto dell'offerta darà risultati simili (1).

---

(1) In qualche caso si è potuto osservare una cospicua distonia tra quanto dichiarato nella pubblicità e quanto riportato sul certificato.

La tutela dei risparmiatori è talvolta incerta, particolarmente nelle forme in cui la struttura globale dell'operazione è meno assimilabile all'attività bancaria o a quella tradizionale di finanziamento con emissione di valori mobiliari.

Attesa la carenza di controlli pubblicistici nel settore, la tutela del risparmiatore è rimessa unicamente alla serietà professionale dei promotori dell'iniziativa e dei loro agenti. Non vi è ad esempio, alcuna garanzia, nel caso dei certificati, che il valore dell'investimento corrisponda al valore reale del bene oggetto dell'associazione.

10.3 Le società fiduciarie. L'intervento di talune società fiduciarie appartenenti a gruppi finanziari genera perplessità, in quanto esse possono indurre a gestire i fondi raccolti dai clienti non diversificando opportunamente gli investimenti nè ricercando le possibilità più redditizie offerte dal mercato. Ciò tradisce lo spirito delle leggi regolatrici di tale tipo societario: da società di servizi a favore di fiducianti, esse possono trasformarsi in strumenti di acquisizione di capitali a vantaggio del gruppo cui appartengono.

In tale contesto assume specifico rilievo la statuizione del conferimento di un mandato irrevocabile (strumento tipico per la gestione nell'interesse del mandatario) alla società fiduciaria; è questo un artificio che consente di sottrarre agli effettivi titolari la gestione della partecipazione, che viene di fatto devoluta al gruppo finanziario. Tale connotato genera perplessità anche in rela-

zione al fatto che, come sembrerebbe verificarsi in qualche caso, è possibile (di fatto o di diritto) non il trasferimento della posizione azionaria del risparmiatore, bensì solo la traslazione del rapporto "fiduciario", che rimane caratterizzato anche verso il nuovo "fiduciante" dallo stesso tipo di vincolo.

10.4 Controllo sugli emittenti e mercato secondario. L'emissione di titoli atipici e le complesse operazioni finanziarie che, a monte e a valle, vi si ricollegano danno luogo complessivamente ad un'attività di intermediazione analoga e concorrente a quella bancaria. La stessa funzione - finanziamento dell'attività produttiva mediante impiego di capitali non propri - si riscontra nel campo dei fondi comuni d'investimento mobiliare; si pongono pertanto per i titoli atipici, come ha affermato recentemente il Ministro del Tesoro, "gli stessi problemi di controllo ai fini della tutela del risparmio". Vi è, inoltre, la ricordata esigenza di realizzare un'efficiente regolazione dei flussi finanziari verso le imprese produttive, analoga a quella che la legislazione vigente prevede per le azioni e le obbligazioni.

La sottoposizione dell'emissione di titoli atipici ad autorizzazione amministrativa costituisce un'esigenza concreta che non mortifica l'iniziativa privata ma la sottopone a quei controlli che la Costituzione (art. 41) prevede siano rivolti a vagliarne l'utilità



sociale, cioè per verificare - come si esprime il codice civile (art. 1322) - che sia diretta a "realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l'orientamento giuridico". Giudizio tanto più necessario, anche in termini di coordinamento con gli altri strumenti alternativi, in un settore, qual'è quello creditizio, sottoposto ad ampia e puntuale regolamentazione.

L'impossibilità di applicare tout court ai portatori di titoli atipici quella tutela che il codice civile riserva ai portatori di azioni ed obbligazioni dovrebbe trovare un correttivo attraverso procedimenti amministrativi da demandare all'autorità monetaria, integrando così le funzioni di vigilanza bancaria con quelle di controllo del mercato finanziario e di banca centrale.

L'attuale normativa, riguardante l'emissione di valori mobiliari diversi da azioni e obbligazioni, assoggetta ad autorizzazione solo le fattispecie contemplate dall'art. 2 l.b., cioè l'emissioni che siano da realizzare a mezzo delle aziende soggette al controllo della Banca d'Italia (o laddove si tratti di titoli da ammettere a quotazione ufficiale). Storicamente il limitato ambito di siffatta disposizione trova giustificazione nella constatazione che tali modalità di collocamento "rappresentano i più frequenti casi in cui ha luogo lo svolgimento dell'attività di credito mobiliare e sono le sole che abbiano rilievo tale da rendere in esse sensibile il

riflesso del pubblico interesse" (1).

Tale prospettiva è evidentemente mutata nel corso degli anni essendosi affermata una realtà più composita (2), che ha dimostrato, tra l'altro, come il collocamento di valori mobiliari presso il pubblico possa assumere dimensioni ragguardevoli - e quindi assumere riflessi di pubblico interesse - anche al di fuori dei tradizionali canali bancario e borsistico.

I principali aspetti di rilievo pubblico che qui interessano, anche nella prospettiva di una ormai indilazionabile regolamentazione, sono i seguenti:

- a) controllo sugli emittenti e delle emissioni;
- b) reti di vendita a domicilio;
- c) creazione di un mercato secondario.

Circa il punto sub a) si potrebbe prevedere l'istituzione presso la Banca d'Italia di un albo, l'iscrizione nel quale fungerebbe da presupposto per l'emissione di titoli mobiliari - diversi dalle

---

(1) Relazione del Governo al disegno di legge di conversione del R.D.L. 12 marzo 1936, n. 375.

(2) E' da ricordare, al riguardo, la delibera del CICR del 29.12.1977 che approvò il criterio dell'assoggettamento all'autorizzazione delle emissioni di titoli da quotare (o quotati, art. 45 l.b.) al mercato ristretto, sulla base del rilievo della stretta correlazione normativa tra questo e la Borsa valori e della parallela rilevanza pubblica.

azioni, obbligazioni e quote dei fondi comuni - ove siano da collocare, anche indirettamente, presso il pubblico. L'iscrizione stessa, che potrebbe anche essere subordinata a requisiti fissati in via generale (quale ad es. un patrimonio minimo, l'onorabilità e competenza dei responsabili ecc.), consentirebbe di tenere sotto osservazione in via continuativa gli emittenti e perciò agevolerebbe sotto ogni profilo l'iter delle autorizzazioni riguardanti l'emissione dei titoli.

Non dovrebbe escludersi la possibilità che le autorizzazioni, in talune circostanze, abbiano carattere generale, secondo quanto potrà suggerire la esperienza concreta; nel contempo la prevista autorizzazione potrebbe comportare - laddove non sussistano esigenze reali di diversificazione - un certo contenimento degli schemi contrattuali e una loro maggiore chiarezza e puntualizzazione a beneficio dei risparmiatori. Dovrebbe quindi prevedersi un regime sanzionatorio per le emissioni effettuate da enti non iscritti a detto albo ovvero, se iscritti, che abbiano proceduto all'emissione senza ottenere l'autorizzazione medesima.

Il collocamento a domicilio dei valori mobiliari è ricompreso tra i temi per i quali viene data delega al Governo nel d.d.l. sui fondi comuni d'investimento. Trattasi di materia delicata per la particolare posizione psicologica in cui viene a trovarsi il potenziale acquirente, per le connotazioni del tipo di prodotto offerto, per la continuità del rapporto che l'impiego finanziario sovente comporta. Detto rapporto diretto - sorretto da una diffusa pubblicità - consente di ottenere la fiducia dei risparmiatori, fiducia che atte-

nua la volontà di acquisire una piena conoscenza e convincimento dell'investimento. D'altra parte, come più volte osservato, le condizioni e i regolamenti di talune emissioni, più che porre il risparmiatore nelle condizioni di effettuare una completa valutazione dell'operazione finanziaria e delle garanzie contrattuali che sottendono il titolo, presentano ampi margini di delega, di mandato a gestire l'operazione, i quali denunciano connotazioni più prossime ad un mandato fiduciario che ad una consapevole partecipazione ad un'iniziativa imprenditoriale.

A livello comunitario, la Commissione CEE, nel quadro dei lavori diretti ad assicurare una maggiore protezione dei risparmiatori, ha ritenuto opportuno approntare uno specifico progetto di proposta di direttiva, relativo al "collocamento diretto presso privati di valori mobiliari" (1).

---

(1) Il progetto di direttiva prevede che gli Stati membri stabiliscano i valori mobiliari che possono essere oggetto di collocamento diretto presso i privati, valori mobiliari che devono possedere i requisiti della facile negoziabilità e della regolare pubblicità dei prezzi. La direttiva prevede inoltre:

- i requisiti professionali e morali che devono essere posseduti dai venditori;
- i documenti informativi che devono essere consegnati ai risparmiatori;
- un periodo di riflessione di tre giorni prima della firma del contratto da parte dei risparmiatori;
- particolare cautela allorquando l'oggetto del collocamento diretto è rappresentato da "piani di risparmio in valori mobiliari" caratterizzati da un impegno a più di un anno da parte dei risparmiatori;
- la designazione, da parte dello Stato membro, dell'autorità a cui demandare la vigilanza sull'applicazione delle disposizioni riguardanti il collocamento diretto dei valori mobiliari.

Uno dei maggiori limiti che gravano attualmente sui portatori di titoli atipici è l'inesistenza di un vero mercato secondario degli stessi; le negoziazioni sono oggi di fatto monopolio delle stesse forze di vendita degli emittenti sicchè - al di fuori di questo canale - l'investimento può considerarsi ben difficilmente mobilizzabile.

Appare perciò opportuno che, una volta regolamentata l'emissione, si pervenga, per i titoli che abbiano sufficiente diffusione, alla loro quotazione in borsa o, forse meglio, nel mercato ristretto. Per raggiungere tale obiettivo non appaiono necessari interventi legislativi (1). Infatti la legge istitutiva della CONSOB prevede la possibilità di quotare (a domanda o d'ufficio) titoli abitualmente e largamente negoziati (si badi: "titoli" in genere e non solo azioni o obbligazioni) (2).

Qualora si pervenisse alla quotazione ufficiale dei titoli atipici si realizzerebbero obiettivi di non secondaria importanza, perchè con ciò:

1) la CONSOB - in linea con le sue funzioni istituzionali nei

---

(1) Salvo che non si vogliano, per questi e per gli altri titoli del listino, forme di incentivazione alla quotazione ufficiale, ipotesi auspicabile anche per bilanciare gli oneri che discendono dallo status di società quotata.

(2) Per il mercato ristretto, analogamente gli artt. 5 e 7 del regolamento 24.6.1977

confronti dei soggetti i cui titoli sono quotati nel mercato ufficiale - potrebbe esercitare verso quelli tutta l'ampia gamma di poteri che le è propria;

- 2) si realizzerebbe quanto da ogni parte auspicato, cioè un ampliamento dei listini di borsa e/o del mercato ristretto;
- 3) si rafforzerebbe ed evidenzierebbe il significato della quotazione nel mercato ufficiale, quale mercato nel quale il risparmiatore può riporre, almeno in astratto, una maggiore fiducia e quindi si darebbe un incentivo alla quotazione; la non quotazione avrebbe perciò un effetto discriminante;
- 4) si creerebbe finalmente un mercato secondario, effettivo e trasparente, per i titoli atipici e quindi si renderebbe liquido (o facilmente liquidabile) l'investimento nei titoli stessi.

Si potrebbe inoltre valutare la congruità dei prezzi dei certificati nonché la corrispondenza tra quotazione e valore del patrimonio contrattuale che sta a fronte dell'emissione del titolo. Per questo genere di esigenze potrebbero perciò essere demandati alla CONSOB poteri analoghi a quelli previsti per la certificazione dei bilanci, riguardo alla stima del patrimonio contrattuale da parte di periti ad hoc. Parimenti alla stessa Commissione - alla quale è già demandato in via istituzionale il controllo del regolare svolgimento delle contrattazioni sui titoli quotati - potrebbe affidarsi la applicazione della normativa riguardante il collocamento a domicilio.

Sarebbe altresì auspicabile che il mercato esprimesse strutture operative mutate da esperienze estere dove sono presenti sul

mercato secondario dealers che assolvono la funzione di "market makers", cioè di intermediari finanziari che, nei titoli in cui sono specializzati, offrono costantemente un prezzo di acquisto e uno di vendita. La presenza di questi operatori, professionalmente qualificati e in grado di anticipare le tendenze di mercato, assolverebbe una funzione stabilizzatrice garantendo al risparmiatore, in ogni momento, un prezzo di acquisto e uno di vendita; un'adeguata pubblicizzazione dei prezzi fatti offrirebbe peraltro un'affidabile valutazione di mercato.

I prezzi, lettera e denaro, che talune società di intermediazione attualmente pubblicano sulla stampa specializzata hanno una significatività limitata in quanto non sono impegnativi per la società stessa e frequentemente fanno riferimento più al valore periziale dell'iniziativa che al valore che scaturisce dall'incontro sul mercato della domanda e dell'offerta.

TITOLI ATIPICI

Tav. 1

Figura negoziale	Denominazione del titolo	Tassazione dei redditi (che risulterebbe applicata nella pratica)
Associazione in partecipazione	Certificato immobiliare " mobiliare " finanziario " finanziario edilizio " agricolo " di partecipazione (1) Buoni di assoc. in partecipaz.	15% a titolo di acconto per i percettori non esercenti attività commerc. nessuna ritenuta alla fonte in quanto componente del reddito d'impresa, per per gli esercenti attività commerciali.
Titoli degli Enti di gestione fiduciaria	fede patrimoniale o d'investimento	(Assimilata alle obblig.) - Ritenuta a titolo di acconto o d'imposta (20%, 10% dall'ottobre p.v.) secondo la natura del percettore (se persona fisica o giuridica).
Quote di fondo comune	quota Europrogramme Int. s. 69 quota Europrogramme Int. s. 66	non è stato sinora distribuito reddito.
Titoli misti (azione e obbligazione)	Certificato patrimoniale Unità d'investimento	ritenuta d'acconto (10%) e credito d'imposta (1/3 del reddito) per la parte di reddito azionario; ritenuta a titolo di acconto o d'imposta (20%), secondo la natura del percettore, per la parte di reddito obbligazionario.

(1) Emesso dagli Enti di gestione fiduciaria.



CERTIFICATI IMMOBILIARI EUROGEST  
Rendimento medio annuo

Data riscatto	1979		1980		1981	
	aprile	dicembre	aprile	dicembre	aprile	ottobre
aprile '79	-0,3	14,0	16,5	19,6	20,9	
dicembre '79		19,5	17,8	22,2	23,5	
aprile '80			5,2	14,2	17,2	
dicembre '80				2,7	12,8	
aprile '81					4,9	

N.B. I rendimenti esposti nelle tabelle tengono conto delle commissioni relative all'acquisto dei certificati, delle eventuali rendite poste in pagamento e del valore di riscatto.

QUOTE EUROPROGRAMME SERIE 1969  
Rendimento medio annuo composto

Anno riscatto	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1980 (*)
Anno acquisto											
Anno'71		5,5	18,6	18,0	18,3	20,8	19,8	20,2	19,5	19,8	17,0
Anno'72			32,0	24,3	22,4	24,6	22,6	22,6	21,5	21,6	18,4
Anno'73				15,8	17,3	21,9	20,1	20,5	19,7	20,0	16,4
Anno'74					17,7	24,4	21,2	21,5	20,2	20,5	16,3
Anno'75						30,1	22,3	22,3	20,5	20,8	15,8
Anno'76							13,9	18,0	17,1	18,3	12,2
Anno'77								21,1	18,2	19,4	11,2
Anno'78									14,2	18,0	6,1
Anno'79										20,7	-2,5

(\*) Rendimento medio annuo composto nel caso in cui le nuove sottoscrizioni di quote siano inferiori ai riscatti; in tale evenienza - che sino ad oggi non si è mai verificata - dovendo il Fondo procedere all'anticipato disinvestimento, il valore di riscatto subisce una riduzione di circa il 20% (in luogo dell'ordinario 1%).

TITOLI ATIPICI: AMMONTARE DEI FONDI RACCOLTI  
(miliardi di lire)

	CONSISTENZE			VARIAZIONI	
	1979	1980	1981	1980	1981
1) SOCIETA' FIDUCIARIE					
Eurogest	89	176	365	87	189
Ist.Fiduc.Lombardo	5	19	64	14	45
Altri	..	..	100	..	100 *)
<u>TOTALE</u>	<u>94</u>	<u>195</u>	<u>529</u>	<u>101</u>	<u>334</u>
2) ENTI DI GESTIONE FIDUC.					
COFID	76	115	165	39	50
RIGIM	3	83	158	80	75
<u>TOTALE</u>	<u>79</u>	<u>198</u>	<u>323</u>	<u>119</u>	<u>125</u>
3) GRUPPO INTERPROGRAMME					
Fondo com.im.Europrogramme 69	381	513	675	132	162
Fondo com.im.Europrogramme 66	=	..	7	..	7
Altre forme racc. del Gruppo	25	75	108	75	33 *)
<u>TOTALE GRUPPO</u>	<u>406</u>	<u>588</u>	<u>790</u>	<u>207</u>	<u>202</u>
<u>TOTALE (1+2+3)</u>	<u>579</u>	<u>981</u>	<u>1.642</u>	<u>427</u>	<u>661</u>
4) FONDI COMUNI MOBIL. (**)	512	1.129	1.805	261	496
5) ACCETTAZIONI	697	2.536	3.663	1.839	1.127
<b>TOTALE GENERALE</b>	<b>1.788</b>	<b>4.646</b>	<b>7.110</b>	<b>2.527</b>	<b>2.284</b>

(\*) Stima.

(\*\*) Il valore delle consistenze esprime anche le plusvalenze ricomprese nel patrimonio.

B I B L I O G R A F I A

- AA.VV. - Operazioni anomale di finanziamento con emissione di titoli - a cura di B. Libonati e G. Visentini, Milano, 1980.
- B. Bianchi, V. Pontolillo - Audizione presso la Commissione Finanze e Tesoro del Senato della Repubblica nel corso dell'indagine conoscitiva sui fondi comuni di investimento immobiliare e sui certificati immobiliari (23/6/1982).
- M. Brambilla, M. Castelli, G.P. Vicinelli - Aumenta la domanda di strumenti finanziari, in *Parabancaria*, 1982.
- F. Capriglione - Imprenditorialità bancarie e cooperazione di credito, in corso di pubblicazione su *Banca borsa e Titoli di credito*, 1982.
- G. Carosio - La disintermediazione bancaria. Dattiloscritto, Roma, 1982.
- A. Carretta - L'innovazione in campo bancario e finanziario, in *Rivista del Gruppo Barclays Bank International*, Lettera N. 24, 1982.
- M.C. Casini - Indagine sull'attività degli intermediari finanziari operanti nel settore del Parabancario. Dattiloscritto, Milano, 1982.
- R. Costi - Le Associazioni in partecipazione, nella collana *Giurisprudenza sistematica civile e commerciale*, Torino 1967.
- G. De Marchi - Creare liquidità con i certificati immobiliari, in *L'Impresa*, 1982.
- G. De Marchi, G. Cannata - Leasing e factoring, Milano, 1982.
- F. Gallo - Gli enti di gestione fiduciaria: problemi di tutela del risparmio e connessi profili fiscali, in *Giur. Comm.*, 1981 I.
- C. Grassetto - Nuove tecniche di intermediazione finanziaria: i certificati immobiliari, in *Giur. Comm.* 1981, I.

- L. Guglielmucci - Un nuovo tipo di documenti: i certificati immobiliari, in Riv. Dir. Civ. 1979 II.
- L. Guglielmucci, C. Magnani, P.M. Jovenitti - I Certificati di Partecipazione, Milano, 1981.
- J.G. Gurley, E.S. Shaw - La moneta in una teoria del finanziamento. Collana Internazionale di Saggi Monetari, Creditizi e Bancari, Milano, 1960.
- A. Lamfalussy - Le Banche Americane durante gli anni settanta ed altre, in Bancaria, 1981.
- G. La Villa - Titoli rappresentativi di associazioni in partecipazione, in Banche e Banchieri, 1979.
- V. Licausi - Gli Enti di gestione fiduciaria. Firenze, 1981.
- Ministero del Tesoro - Il sistema creditizio e finanziario italiano (Relazione della Commissione di studio istituita dal Ministro del Tesoro). Roma, 1982.
- G. Molle - Fedi patrimoniali e di investimento e contratti di locazione finanziaria, in Banca Borsa e Titoli di credito, 1981 I.
- A.C. Pelosi - Libertà di creazione di titoli di massa atipici, in Studi in onore di Cesare Grassetti, Milano, 1980.
- V. Pontolillo - Relazione al Convegno: "Evoluzione del mercato del risparmio - Nuovi intermediari - Nuovi prodotti." (Venezia 25 giugno 1982).
- V. Pontolillo - Il punto sui controlli di vigilanza, in Parabanca, 1982.
- A. Rossetti - L'associazione in partecipazione quale strumento finanziario innovativo, in Bancaria 1982.
- G. Rossi - Trasparenza e vergogna. Le società e la borsa. Milano, 1982.

- G. Rossi - Audizione presso la Commissione Finanze e Tesoro del Senato della Repubblica nel corso dell'indagine conoscitiva sui fondi comuni di investimento immobiliare e sui certificati immobiliari (30/6/1982).
- G. Sbisà - Certificati immobiliari, in Banca Borsa e Titoli di Credito, 1979.
- P. Schlesinger - Relazione al Convegno: "Evoluzione del mercato del risparmio - Nuovi intermediari - Nuovi prodotti". (Venezia 25 giugno 1982).
- G. Visentini - Operazioni atipiche di finanziamento con emissione di titoli in serie, in Banche e Banchieri, 1979.
  
- Utili notizie sono state tratte da: Mondo Economico 1/7/81, 10/3/82; il Mondo 11/9/81, 5/2/82, 23/4/82; Espansione settembre 1981, La Repubblica 17/3/82; Il Sole 24 Ore 7/10/81, 21/1/82, 29/1/82, 6/3/82; Capital luglio, agosto 1982.



