

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE
GIORGIO LA MALFA

La seduta comincia alle 12.

Sulla pubblicità dei lavori.

PRESIDENTE. Avverto che, se non vi sono obiezioni, la pubblicità dei lavori sarà assicurata anche mediante impianti audiovisivi a circuito chiuso.

(Così rimane stabilito).

**Audizione del presidente della Consob,
Luigi Spaventa, sui temi relativi al
recepimento della disciplina comunitaria
in materia di mercati finanziari.**

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca l'audizione, ai sensi dell'articolo 143, comma 2, del regolamento, del presidente della Consob, Luigi Spaventa, sui temi relativi al recepimento della disciplina comunitaria in materia di mercati finanziari.

Ringrazio il professor Spaventa per aver accolto l'invito della Commissione finanze della Camera dei deputati la quale, peraltro, già in varie occasioni ha avuto il piacere di ascoltarlo. Essendo giunto al termine il periodo durante il quale egli ha guidato la Commissione nazionale per le società e la borsa, abbiamo voluto beneficiare di un'ultima audizione, in tale sua qualità, per vari motivi. Innanzitutto, per un atto di doveroso riguardo nei confronti del presidente di una importante istituzione finanziaria, sulla quale questa Commissione esercita una responsabilità di tipo generale, nonché in virtù di un apprezzamento, mio personale ma anche dell'intera Commissione che presiedo, per il modo scrupoloso con il quale il profes-

sor Spaventa ha condotto la sua funzione nel corso di questi anni, quindi per un atto di omaggio al termine del suo mandato.

Inoltre, nel momento in cui il presidente della Consob termina la sua funzione, per una Commissione parlamentare può essere utile conoscere alcune sue riflessioni conclusive riguardo all'esperienza maturata *de iure condendo*, per così dire. Infatti, quando è investito della sua responsabilità, egli è chiamato ad applicare le leggi quali esse sono; ma, nel momento in cui si incontra con il Parlamento, al termine di questa esperienza, può fornire alcune indicazioni sugli aggiustamenti della legislazione che siano corrispondenti ai bisogni, alle necessità dei mercati, e che riflettano anche tale esperienza.

Per questo motivo, pur senza voler vincolare il professor Spaventa nella sua esposizione, come tema di inquadramento generale di questa audizione abbiamo scelto il recepimento delle discipline comunitarie in materia di mercati finanziari. È ovvio che, andando verso una sempre maggiore integrazione dei mercati europei e una sempre più stretta integrazione comunitaria, quello divenga il quadro di riferimento. Tuttavia, questo è soltanto il tema generale della odierna audizione. Il professor Spaventa, che invito ad intervenire, potrà affrontarlo nel modo e con l'ampiezza che ritiene opportuni. Successivamente, potranno essere formulate alcune domande da parte dei colleghi componenti questa Commissione.

LUIGI SPAVENTA, *Presidente della Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob)*. Desidero esprimere a lei, signor presidente, e alla VI Commissione della Camera dei deputati, un ringraziamento personale per le espressioni di

apprezzamento che ella ha appena manifestato nonché, soprattutto, come già ho evidenziato nella lettera che le ho inviato, un ringraziamento da parte della intera Commissione nazionale per le società e la borsa alla VI Commissione della Camera dei deputati per la continua collaborazione che si è svolta nel corso di questi anni, per lo stimolo ricevuto dalle frequenti audizioni presso questa Commissione e per la sensibilità da quest'ultima dimostrata.

Vorrei iniziare da un cenno relativo al lavoro impegnativo cui la VI Commissione della Camera dei deputati dovrà dedicarsi e al quale anche la Consob fornirà il suo contributo. Questo lavoro riguarda, soprattutto, il recepimento delle direttive comunitarie. Ormai, il diritto dei mercati finanziari non è più diritto nazionale e sarà sempre più condizionato da quanto si realizza nel resto d'Europa. A questo proposito, successivamente esprimerò alcune possibili indicazioni — non mi permetto di definirle suggerimenti — a questa Commissione.

Attualmente, alcune direttive, recentemente approvate, sono già legge comunitaria. Una di esse è di notevole rilevanza. Tra le altre, ricordo quella relativa agli organismi di investimento collettivo, che richiede soltanto modifiche minori al testo unico della finanza. Al contrario, la direttiva in materia di abusi di mercato richiederà un impegno notevolissimo, perché necessita della modifica di un intero capo del testo unico della finanza. Limitandomi alle questioni principali, rammento che, innanzitutto, la direttiva obbliga ad introdurre un adeguato sistema di sanzioni amministrative. Nel nostro sistema, attualmente, è prevista soltanto la segnalazione al magistrato penale. Le sanzioni amministrative, secondo la direttiva, devono essere efficaci e dissuasive. Inoltre, essa concede la facoltà del cosiddetto doppio binario, cioè la facoltà di affiancare alla sanzione amministrativa anche un intervento di natura penale, pone un problema relativamente a quale debba essere il sog-

getto che eroga la sanzione amministrativa e attribuisce all'autorità di vigilanza notevolissimi poteri.

Attualmente, mi consta che il Ministero dell'economia e delle finanze stia per introdurre, come emendamento alla legge comunitaria, una delega per disciplinare la materia degli abusi di mercato e la Consob ha presentato alcune proposte su tale delega. La materia è di straordinaria rilevanza. Mi limito a ricordare, ad esempio, che sarebbe opportuno che il soggetto che eroga sanzioni amministrative sia non già, come nel Testo unico, il Ministero dell'economia e delle finanze, ma direttamente l'Autorità di vigilanza, per evitare problemi di cooperazione con altre autorità straniere, le quali, maliziosamente (ed a mio avviso con poco fondamento), eccepiscono alla trasmissione di informazione (se non si tratta di autorità comunitarie) con il pretesto che la Consob non ha obblighi di riservatezza nei confronti del Ministero dell'economia e che quindi la specialità della segnalazione potrebbe essere violata da interventi, ad esempio, di natura tributaria.

Il doppio binario è reso necessario e credo sarebbe opportuno prevedere che il penale si aggiunga all'amministrativo per sanzioni particolarmente gravi. Certamente, le sanzioni amministrative dovrebbero uscire dal modesto intervallo previsto nel Testo unico (da 10 a 200 milioni di vecchie lire) per divenire più penetranti. Dovranno, inoltre, essere affidati all'Autorità di vigilanza poteri congrui. La Commissione non si occupa ora di tale problema, perché la legge comunitaria è all'esame della Commissione affari costituzionali della Camera dei deputati, ma quando vi saranno i decreti delegati sarà compito anche della Commissione finanze — immagino e spero — intervenire.

Vi sono, inoltre, direttive particolarmente rilevanti che saranno auspicabilmente approvate durante il semestre di Presidenza italiana, come quella sui prospetti, quella di straordinaria importanza sui servizi di investimento, che di nuovo comporteranno interventi pesanti sul Testo unico, e quella sui fondi pensione.

Consentitemi di segnalare il desiderio, come cittadino, che il Parlamento nazionale possa occuparsi preventivamente delle questioni discusse in sede comunitaria, perché mi sembra che la situazione italiana al Parlamento europeo abbia qualche debolezza rispetto alla capacità di pesante intervento e presenza continua dispiegata da altri paesi, in particolare dal Regno Unito e dalla Germania. A volte, la Commissione trova qualche difficoltà ad avere un referente con cui dialogare nel Parlamento europeo. Ciò è del tutto indipendente dallo schieramento politico: si tratta semplicemente di presenza.

Il Testo unico, ed i regolamenti della Consob ancora di più, dovranno subire modifiche, anche perché sempre più si va diffondendo la pratica di due organismi internazionali (lo IOSCO, l'organizzazione internazionale delle commissioni di regolazione, e soprattutto il Comitato europeo dei regolatori, che ha assunto un ruolo istituzionale nella legislazione comunitaria perché provvede alle cosiddette misure di livello 2, cioè quelle delegate dalla direttiva riguardanti l'attuazione tecnica) di fornire standard, interpretazioni che non hanno valore giuridico vincolante, ma cui è bene che gli Stati membri si adeguino per non essere additati alla riprovazione degli altri con la pubblicazione dell'inosservanza di questi standard.

Esempi recenti si sono avuti sui sistemi di scambi alternativi e si avranno nel caso delle società di revisione, su cui mi pare che il Governo intenda intervenire, sempre in sede di legge comunitaria, adottando le raccomandazioni della Commissione Galgano. Segnalo soltanto che, mentre tutti gli organi deputati ad emanare i regolamenti previsti dal Testo unico lo hanno già fatto, vi è una sola, desolante eccezione: da cinque anni, dal 1998 ad oggi (intervallo di tempo in cui si sono succeduti più di un Governo e di un ministro), il Ministero della giustizia non ha adottato il regolamento di propria competenza relativo alle società di revisione.

Nel caso degli analisti ho seguito con molto interesse ed apprezzamento un disegno di legge in fase di elaborazione

presso la Commissione, che potrà utilmente coordinarsi con le disposizioni contenute sulla direttiva riguardante gli abusi di mercato.

Vi è un terzo ordine di problemi di natura legislativa, quello del coordinamento tra la riforma del diritto societario, la cosiddetta riforma Vietti, ed il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria. Mi sembra che i lavori di coordinamento procedano lentamente: si tratta di una impressione personale. Sottopongo alla Commissione un argomento di grande importanza che forse richiederebbe un separato intervento legislativo: oggi, è obbligo per gli statuti delle società quotate di prevedere una rappresentanza delle minoranze nel collegio sindacale. Dipende dalle minoranze che si arrivi ad una attuazione di ciò. La riforma del diritto societario prevede modelli alternativi: il cosiddetto Audit Committee, il comitato di controllo interno nel consiglio d'amministrazione, o un consiglio di sorveglianza. Nulla dice se a questi organi, alternativi al collegio sindacale, debba applicarsi la stessa prescrizione di prevedere negli statuti una rappresentanza delle minoranze come, a mio fermo avviso, dovrebbe essere per non fare un passo indietro rispetto al Testo unico.

Signor presidente, onorevoli deputati, penso che la Commissione nella seconda parte della legislatura avrà molto lavoro importante; sarebbe auspicabile (anche se non sta a me fornire tali suggerimenti) se la Commissione svolgesse, per così dire, una sessione europea per prendere conoscenza di tutto ciò.

Lei, presidente, mi ha chiesto se intendendo ampliare l'ambito della mia esposizione. Mi limiterò a pochi cenni, per rimanere a disposizione di eventuali domande da parte dei membri della Commissione.

Per le questioni riguardanti la Consob, mi sembra poco rilevante questa specie di mostro di Lochness che saltuariamente si immerge e poi riemerge: mi riferisco alla ormai « mitica » riforma quadro delle Autorità, da lungo attesa (dopo la relazione della commissione Jervolino, sono seguiti

tentativi e proposte varie). La comune geometria giuridico istituzionale certamente sarebbe utile, perché consentirebbe di stabilire criteri uniformi di nomina ed un quadro comune. Ma sarebbe pessimo se ci si accontentasse di una riforma siffatta, evitando di affrontare e risolvere problemi specifici di ciascuna Autorità, perché l'Autorità di vigilanza dei mercati ha problemi diversi dall'Autorità garante della concorrenza del mercato, la quale a sua volta ha problemi diversi da quelli dell'Autorità sulle telecomunicazioni. La mera fissazione di regole comuni su alcune materie non può eliminare la specificità dei problemi; rischia, piuttosto, di rinviarne la soluzione.

Mi limito ad accennare ad alcune delle questioni riguardanti la Consob, partendo, per così dire, dal basso: il finanziamento della Consob. La Commissione può finanziarsi sul mercato; attualmente, quasi il 70 per cento del finanziamento è a carico del mercato — imposto dalla Consob — mentre il finanziamento a carico dello Stato è indicato nella tabella C della legge finanziaria. Però, come ho avuto occasione di riferire nella relazione annuale, la congiuntura della finanza pubblica fa sempre variare al ribasso queste cifre. Si deve, pertanto, intervenire aumentando la contribuzione a carico del mercato; quest'ultimo, a tale riguardo, non può obiettare nulla. In giro per il mondo, vi sono tanti modelli di finanziamento, con diversi equilibri: in termini percentuali, il finanziamento a carico dello Stato può variare da 100 a zero. Però di tali modelli si sa cosa siano e come funzionino; a tale proposito, sarebbe opportuno che la Consob ed il mercato avessero qualche certezza. Siano, le percentuali, del 50 e 50 o del 30 e 70, comunque, dovrebbero essere fissate una volta per tutte, restando fermo che è compito delle competenti autorità di vagliare se siano adeguati e se possano essere ridotti i fabbisogni indicati della Consob. Ricordo solo che la Consob, proprio in seguito all'attuazione delle direttive comunitarie, dovrà spendere molte più risorse di quante non ne spenda attualmente. Si pensi all'attuazione della normativa comu-

nitaria sull'abuso di mercato; essa sola comporta un aggravio del carico di lavoro della Consob molto notevole. La Commissione certamente si gioverebbe se fosse svincolata da alcuni vincoli di cui è difficile comprendere la rilevanza, come, ad esempio, il visto di esecutività della Presidenza del Consiglio dei ministri sui propri regolamenti. Si incontrano obiettive difficoltà nell'elaborazione di un sistema sufficientemente flessibile concernente le carriere e la selezione del personale. Ogni dieci giorni circa, vengono pubblicati, sulla stampa, articoli sulle « fuoriuscite » del personale dalla Consob; ciò, di per sé, non è preoccupante. Nessun ente pubblico può fare concorrenza al mercato: il *turn over* della SEC, l'autorità di controllo americana, è superiore a quello della Consob; essi, però, hanno un reclutamento molto più semplice ed una mobilità interna molto maggiore. Il loro sistema è molto più flessibile mentre noi, invece, siamo « ingessati ». Devo poi rilevare il rischio, proprio in vista dei compiti più impegnativi che ora vengono affidati alla Consob, di una congestione dei compiti affidati al collegio.

La legge n. 216 del 1974 prevede il divieto di delega; essa dovrà essere modificata, quanto meno nella parte in cui prevede che il presidente sovrintenda a tutti gli atti istruttori. Ciò appare incompatibile con una Commissione che applichi sanzioni; sarebbe, infatti, in violazione della Convenzione di Strasburgo — la Convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali —, come si è eccepito, ad esempio, alla COB (*Commission des Opérations de Bourse*) da parte della magistratura francese. Ricordo che sono state già emanate sentenze che hanno confermato la separazione tra il momento istruttorio e quello sanzionatorio. Poiché la Commissione ha tutti questi compiti, ad essa dovrebbero, forse, giungere un minor numero di pratiche; molte volte, si tratta di questioni che potrebbero essere agevolmente decise in sedi diverse e non dai componenti del collegio.

Vi è, poi, la questione della censurabilità degli atti della Consob; essi, certo, devono essere censurabili. Attualmente, ci troviamo in una situazione in cui il ricorrente, « per non sapere » — come si usa dire — « né leggere né scrivere », ricorre in Corte di appello, al TAR e dinanzi a qualsiasi istanza; ricorre, inoltre, su tutto: abbiamo avuto dei ricorsi anche contro comunicati stampa. Al riguardo, i giuristi mi hanno insegnato che si tratta di atti atipici: ebbene, non voglio far loro concorrenza, però sarebbe giusto disciplinare una volta per tutte sia l'individuazione delle istanze cui ricorrere sia i motivi per farlo. A mio avviso, se mai volesse, la VI Commissione farebbe un'utilissima opera qualora, prima di affrontare, come dovrà, una modifica legislativa — non solo del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria ma, come ho poc'anzi riferito, della stessa legge n. 216, istitutiva della Commissione — studiasse come funzionano nel mondo le varie autorità straniere omologhe. Altrimenti, avremo una sovrapposizione di norme di natura diversa senza avere un disegno specifico per questa autorità. Vi sarà, invece, un disegno generalissimo, secondo una teoria generale delle autorità amministrative indipendenti; teoria sulla quale sono stati scritti innumerevoli libri e con la quale immagino siano state ottenute più cattedre in sedi universitarie. Però, come ho testé osservato, signor presidente, ciò serve a poco.

Col suo permesso, signor presidente, terminerei a questo punto la mia esposizione, limitandomi a queste poche e smunte osservazioni di natura generale e sperando che mi vengano rivolte domande più specifiche, di qualsivoglia natura.

PRESIDENTE. Desidero ringraziare il presidente Spaventa per la sua esposizione, che risponde esattamente a quanto speravo di ascoltare: una riflessione — che potremmo definire « *de iure condendo* » — sia sui problemi che l'ordinamento giuridico italiano dovrà affrontare per il recepimento della normativa comunitaria sia sul funzionamento dell'impresa. Essendo

desiderio, mio e dei colleghi, rivolgerle alcune domande, presidente Spaventa, do la parola ai colleghi che desiderano intervenire.

VINCENZO VISCO. La ringrazio, presidente Spaventa; anch'io voglio manifestarle il mio apprezzamento. Voglio, altresì, rivolgerle gli auguri perché possa continuare a recare un contributo sia alle istituzioni sia, più in generale, al paese, come peraltro lei ha fatto nei passati trent'anni, prima quale membro di questa Commissione, poi come ministro della Repubblica e ancora come presidente di una importante istituzione.

Ciò premesso, prima di rivolgerle una serie di domande, devo, però, notare come nella sua esposizione sia mancato ogni accenno ad un argomento fondamentale; mi riferisco, infatti, al tema della trasparenza e dei suoi risvolti operativi. Recentemente, sono sorte questioni relative alle emissioni obbligazionarie, questioni che hanno destato preoccupazione sia negli operatori sia nei risparmiatori. Per tali questioni si deve senz'altro provvedere: non so se sia necessario un intervento a livello normativo; sicuramente, però, bisogna agire a livello amministrativo. Per esempio, mi sembra di ricordare che nella legge n. 1 del 1991 si preveda che le informazioni date ai risparmiatori debbano essere adeguate alla caratteristica del risparmiatore. Per esempio, se persona fisica, il risparmiatore dovrebbe essere informato molto bene prima di trovarsi nel portafoglio qualcosa come una *junk bond*. Si tratta, dunque, di un altro settore di riflessione.

Rispetto ai temi trattati nella sua esposizione, circa il problema dell'*insider trading* osserverei quanto segue. È giusto prevedere forti sanzioni amministrative; sono altresì giuste anche le sanzioni penali nei casi più gravi. È giusto, inoltre, che le applichi un'autorità amministrativa. Ma, quanto ai poteri di indagine, cosa manca? Ricordo che, quando si elaborarono le statuizioni attualmente vigenti sull'*insider*, alcuni dei componenti di allora della VI Commissione di questo ramo del Parla-

mento fecero notare che, con ogni probabilità, quelle disposizioni sarebbero rimaste inapplicate. Si trattava, infatti, di disposizioni che servono solo a riempire, inutilmente, le scrivanie dei giudici di ricorsi. Per quanto riguarda altri paesi — mi riferisco, in particolare, agli Stati Uniti —, apprendiamo di indagini pervasive, di microspie collocate nelle automobili, di mezzi di indagine che, poi, portano a condanne, e via dicendo. Cosa dovremmo fare, allora, nel nostro paese, data anche la diversa situazione sia culturale sia di comportamento degli operatori? I poteri congrui quali sono?

Altro aspetto rilevante riguarda il rapporto tra istruttoria e sanzioni. Nel caso in cui non fosse la Consob ad essere responsabile dell'istruttoria, quale altro soggetto dovrebbe intervenire? È forse sufficiente che se ne occupino gli uffici della Consob, essendo poi la Commissione a comminare sanzioni, oppure si dovrà trattare in ogni caso di autorità separate? Questo è un problema particolarmente rilevante. Allo stato attuale, il meccanismo prevede che sia la Consob a compiere l'istruttoria, mentre la fase successiva verrebbe devoluta all'autorità giudiziaria. Qualora si operino delle separazioni, occorrerà a mio parere, in ogni caso, verificare come poter procedere per dare corretta attuazione a tale divisione di poteri.

Da ultimo, vorrei sapere se il professor Spaventa abbia qualche idea in merito ai profili di omogeneità nell'organizzazione dell'autorità indipendente. Il professore si è infatti dapprima soffermato sulle specificità, sottolineando l'esigenza di mantenere bene in rilievo la peculiarità di ciascuna autorità. Nondimeno, egli ha comunque riconosciuto l'esistenza di punti uniformi. È chiaro che si pongano aspetti problematici anche sul numero delle autorità, sul loro accorpamento, sulla divisione dei compiti tra autorità di vigilanza, con particolare riferimento al ruolo della Banca d'Italia, e altri profili critici.

GIORGIO BENVENUTO. Ringrazio vivamente il presidente Spaventa per il lavoro svolto alla guida della Consob, anche

per i rapporti intrattenuti in questa e nella scorsa legislatura con la Commissione finanze. Nel porgerle, quindi, le scuse dei colleghi assenti, impossibilitati a presenziare nella seduta odierna, formulo anch'io — lo ha già fatto l'onorevole Visco —, i migliori auguri per il futuro. Esprimo la convinzione che — al di là degli incarichi — rimarrà sempre forte una possibilità di collaborazione tra lei e la Commissione di cui sono membro.

Venendo alle ragioni del mio intervento, esordisco con due osservazioni. In primo luogo, ho apprezzato moltissimo quanto la Consob ha fatto, ponendo con molta forza la questione del risparmio e della tutela dei risparmiatori e soffermandosi — soprattutto nell'ultima relazione presentata — sui problemi esistenti a questo riguardo, i quali hanno peraltro interessato il nostro paese, come è accaduto nella vicenda delle sottoscrizioni del debito argentino, nel caso Cirio o anche nell'episodio del Monte dei Paschi. Ho avuto occasione di sentire la relazione del Governatore della Banca d'Italia, e ho visto come questo problema sia stato posto tanto da questi quanto dall'ABI. Manifesto in ogni caso una preoccupazione, ovvero che molte di queste affermazioni siano state fatte con la « vasellina » (consentitemi il termine), puntando molto su una presunta « autoreponsabilità » dei soggetti interessati. Ritengo opportuno fare qualcosa di più, perché l'allarme è forte e la platea dei risparmiatori delusi molto ampia. È vero che quanti intendano ottenere degli alti rendimenti debbono pure aver consapevolezza di incorrere in molti rischi, ma è altrettanto vero che la forza del risparmio nel nostro paese è data dal fatto che non tutti i risparmiatori sono esperti in economia, o conoscitori di Luigi Einaudi. Teniamo, quindi, presente che esiste una platea di piccolo risparmio da salvaguardare. Sarei grato, pertanto, di ricevere in proposito ulteriori delucidazioni. A titolo esemplificativo, rammento quanto accadeva in sede sindacale — di cui ho peraltro esperienza personale —, quando parlavamo di autodisciplina degli scioperi nei servizi: la realtà dimostra che autodisci-

plina e codici di comportamento non sempre riescono a raggiungere un risultato. Lo stesso potremmo dire per la materia in esame.

Altra considerazione che intendo svolgere riguarda il problema posto dal presidente Spaventa con riferimento alla riforma del diritto societario e agli effetti che ciò ha prodotto nel nostro sistema. Ritengo che, al di là delle valutazioni difformi intorno alla questione del falso in bilancio, su cui molto si è discusso, si sia trattato comunque di una riforma valida e importante. Tuttavia, anch'io condivido la constatazione del professor Spaventa a proposito del raccordo tra quella stessa riforma, la sua entrata in vigore, il profilo fiscale ed i lavori della commissione presieduta dal professor Gallo che procedono, peraltro, a rilento. Tra l'altro, non riesco neppure capire come si concili questo scenario con l'intenzione governativa di anticipare, nella legge finanziaria, una serie di modifiche per le piccole imprese (aggiungo che è stato certamente singolare il metodo adottato, consistito nel pubblicare su un sito Internet un testo su cui chiedere opinioni ai diversi soggetti interessati).

Ho avuto poi occasione di leggere le dichiarazioni di autorevoli esponenti del Ministero delle finanze a livello tecnico: ebbene, non riesco a capire come possano successivamente attuarsi raccordi tra i diversi elementi considerati. Mi rimane incerto anche il periodo nel quale si potrà determinare l'entrata in vigore di queste misure. Constatato inoltre che la riforma del diritto societario, oltre questo necessario completamento, doveva di per ciò stesso comportare anche la modifica delle procedure concorsuali. Alla luce di quanto esposto, ritengo che la commissione nominata dal Ministero della giustizia abbia dato praticamente *forfait*. Le stesse dichiarazioni rese in seno alla Commissione giustizia dal presidente Pecorella prendono atto dell'inesistenza attuale di un testo su cui discutere. Nel richiamare le constatazioni del professor Spaventa relative alla riforma, vorrei ottenere, in rispo-

sta, anche un giudizio più ampio su questo mancato raccordo che corre il rischio di essere quanto meno « zoppo ».

La domanda che intendo formulare, raccogliendo la sollecitazione che è venuta dal professor Spaventa, riguarda l'approvazione della direttiva del 28 gennaio relativa all'abuso di informazioni privilegiate ed alla manipolazione del mercato che noi dovremo gestire, e che ha una sua particolare importanza. Particolarmente importante è anche l'articolo 14, che al comma 2 prevede, in tema di sanzioni — e noi sappiamo cosa voglia dire —, che la commissione rediga, in conformità alla procedura di cui all'articolo 17, un elenco indicativo delle misure e delle sanzioni amministrative. La Consob fa parte della commissione costituita per lavorare a tale ipotesi. I lavori della commissione di cui fa parte la Consob a che punto sono? Saranno in grado di arrivare a delle conclusioni che possano essere utili per il Parlamento, al fine di evitare il rischio che il recepimento della direttiva avvenga in assenza dei lavori di detta commissione? È ipotizzabile che i lavori si concludano in tempo utile per le valutazioni? Dal momento che esiste sempre il rischio, nel recepimento, di una tendenza a ridurre al minimo le sanzioni stesse, o a renderle meno legate ad una valutazione che, invece, può essere data a livello europeo, potrebbe avere un suo valore ed una sua logica la possibilità di disporre di un elenco delle sanzioni.

ALFIERO GRANDI. Ringrazio anch'io il professor Spaventa. Mi sembra molto importante il suggerimento che è scaturito, quello di una vera e propria sessione europea — nome piuttosto impegnativo —. Da diversi punti di vista, in effetti, qualcosa non funziona come dovrebbe nel rapporto con le direttive europee. Occorre chiedersi se tutte le direttive europee debbano giungere al grado di precisione cui talora arrivano. Si può discutere se le stesse abbiano bisogno di arrivare, a volte, ad indicazioni così certotine. Sicuramente l'Italia ha anche il problema opposto, cioè il bisogno di ragionare sul rapporto con

l'Europa e — nel caso della Camera — sulla questione del recepimento delle direttive europee stesse e della loro armonizzazione sia tra di loro che con legislazione interna. Mi sembra utile sottolineare, presidente, tale problema.

Voglio rivolgere al professor Spaventa una domanda, su un tema che egli stesso ha sollevato nella relazione all'assemblea della Consob, l'ultima che si è tenuta a Milano e che riguarda il suggerimento di valutare se sia considerato opportuno o meno recepire nella legislazione italiana la normativa relativa alle società quotate anche in riferimento a quelle non quotate. In altri termini, la direttiva europea poteva avere un risvolto anche per le società non quotate. Ho considerato tale suggerimento — se l'ho bene interpretato — estremamente giusto e valido. Infatti, prestare attenzione alle società non quotate, soprattutto in un paese in cui esse sono nella catena di comando e rappresentano — peraltro — la grande maggioranza del sistema imprenditoriale, mi pare un fatto assolutamente necessario. Professor Spaventa, se avrà la bontà di intervenire su tale aspetto per qualche altro minuto, le sarei molto grato.

SERGIO ROSSI. Intervengo brevemente per ritornare su due questioni che recentemente hanno colpito i risparmiatori, il caso della Cirio e quello del Monte dei Paschi di Siena, e per sapere se la Consob, nel periodo trascorso, abbia già individuato delle responsabilità in alcuni soggetti o delle lacune normative in materia.

GABRIELLA PISTONE. Mi associo anch'io al ringraziamento — sia per il lavoro passato, sia come augurio per il futuro — al professor Spaventa. Mi interessa molto capire effettivamente il problema del risparmio e pertanto, sostanzialmente, il problema del cittadino che si trova molto spesso di fronte a forti rischi. Non tutti sono dei grandi investitori, ma spesso sono cittadini che scelgono, oggi, di destinare il loro risparmio — sappiamo che l'Italia avuto anche una grande tradizione in questo settore — sempre di più nel mercato borsistico.

Mi pare che sia stato un concetto già ampiamente svolto dal professore quello di capire come rendere più efficiente la Consob e come poter dare maggiori risorse e, quindi — direttamente o indirettamente —, maggiori garanzie anche al risparmiatore, affinché non si determinino grandi traumi per lo stesso, sovente anche annunciati.

PRESIDENTE. Prima di dare la parola al professor Spaventa, vorrei rivolgergli una domanda, implicita in alcune affermazioni sia dell'onorevole Visco, sia dello stesso professor Spaventa.

Esistono problemi, nell'esperienza concreta che ha fatto la Consob in questi anni, di funzionalità dei controlli che riguardano la pluralità delle autorità di vigilanza?. In altre parole, esiste un problema di semplificare il sistema delle autorità, per evitare il duplicarsi di responsabilità di controlli in certi ambiti?

LUIGI SPAVENTA, *Presidente della Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob)*. Cercherò di raggruppare le questioni che mi sono state poste, anzitutto considerando, nella specificità indicata dall'onorevole Rossi (la Cirio ed i titoli dell'Argentina), e nella generalità delle questioni indicate dall'onorevole Pistone, dall'onorevole Benvenuto e dall'onorevole Visco, la questione della protezione dei piccoli risparmiatori.

Sul tema esistono un problema di regolazione ed uno di informazione e di educazione dell'investitore. Sempre di più, in Consob, ci siamo resi conto che un problema di ciò che si chiama *investor education*, e che si può tradurre come educazione dell'investitore, esiste. La Consob ha iniziato ad inserire sul proprio sito Internet una « guida per gli acquisti »; l'ha fatto per i fondi di investimento; si accinge a farlo per le obbligazioni di natura più complessa. Uno dei punti più difficili da insegnare al risparmiatore è la relazione inversa esistente tra il rischio ed il rendimento. Non esiste un « pasto gratis ». Se qualcuno dice: « ti offro un 12 per cento di rendimento sicuro », credo che bisognerebbe insegnare al risparmiatore a chia-

mare i carabinieri. Si tratta, infatti, di un palese mendacio.

Detto ciò, passiamo ai problemi della regolamentazione. Ha ben citato, l'onorevole Visco, la legge n. 1 del 1991, riprodotta nel testo unico, in cui — all'articolo 28, comma, 2 — si dice che gli intermediari autorizzati non possono effettuare o consigliare operazioni o effettuare il servizio di gestione se non dopo aver fornito informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni delle specifiche operazioni del servizio.

Come attuare questa prescrizione? Esaminiamo il caso Cirio, che ha colpito maggiormente perché il numero di risparmiatori coinvolti ammonta a qualche decina di migliaia, certamente più di 30 mila persone, per piccoli importi. In questo caso, il prospetto informativo non era utile, perché le sette emissioni Cirio sono avvenute in Lussemburgo, accompagnate da un prospetto di 150 pagine, nel quale si riportava che, in emissione, le obbligazioni non possono essere vendute al dettaglio in Italia, ma solamente a investitori qualificati, ossia ad intermediari. Gli intermediari le prendono — e stiamo esaminando il modo in cui lo hanno fatto, ad esempio in relazione ad una domanda sollecitata dagli investitori — e le rivendono a sportello, al dettaglio. La Consob e la Banca d'Italia, congiuntamente, hanno avviato un'ispezione sulle principali banche, quelle cioè che hanno interessato il maggior numero degli investitori; molto spesso troviamo piccole banche che hanno collocato un ammontare esiguo. La varietà delle situazioni è notevolissima, onorevole Rossi: ad esempio, ci si trova di fronte a moduli firmati ed un poco arronzati, ma anche a moduli molto più furbi e specifici. Ne ho esaminato uno ieri, che riportava la dicitura «investimento non adeguato»: l'investitore firma una dichiarazione in cui egli riconosce che l'investimento non è adeguato, ma chiede di procedere ugualmente. In questo caso, probabilmente, bisognerebbe capire la motivazione che ha spinto al comportamento di chi ha firmato l'obbligazione.

Un istante mi ha segnalato il suo caso: gli avevano spiegato che le obbligazioni di Telecom Argentina erano interamente garantite da Telecom France, ma di questo non si trova traccia scritta. Bisognerebbe capire quanto meno se un modulo adeguato, del tipo che ho detto, sia stato esplicitato, anche se il povero signore o la signora non si rendevano conto di cosa avessero firmato.

Più interessante sarebbe capire se esistevano sistemi di controllo interno tra gli intermediari, per cui i vertici fossero consapevoli di questi piazzamenti o, peggio, se esistevano sistemi di incentivazione per chi vendeva questi titoli. Ci troviamo in una sorta di terra grigia per cui in sede di intervento normativo, si tratta di escogitare una formula semplice — non un prospetto di 150 pagine che nessuno è in grado di leggere — che metta il risparmiatore o l'investitore al corrente dei rischi che sta correndo. Segnalo che il *default* dei *bond* Cirio è di un miliardo e 115 milioni di euro, se ben ricordo; all'estero, i *corporate bond*, le obbligazioni societarie andate in fallimento, sono un multiplo: solo in Olanda se ne sono andati 11 miliardi di euro, in questi tempi molto difficili.

La Banca d'Italia e la Consob stanno conducendo un'ispezione congiunta, per la pluralità degli intermediari e per il numero dei casi che si stanno controllando.

PRESIDENTE. Quale sarebbe il comportamento censurabile e sotto quali capitoli ricadrebbe?

LUIGI SPAVENTA, Presidente della Consob. Moduli fortemente semplificati atti a trarre in inganno, oppure indizi di un incentivo a vendere quel particolare prodotto: questi potrebbero essere comportamenti censurabili per l'intermediario, ma non voglio anticipare nulla perché si tratta di un'ispezione lunga e costosa.

Un altro prodotto è stato menzionato dall'onorevole Rossi riguardo a Montepaschi di Siena. In questo caso, è in corso un'ispezione mirata sulla Banca 121, che emetteva questi prodotti. Noto, peraltro, che in questo caso la *holding* Montepaschi

ha raggiunto un accordo con le associazioni dei risparmiatori che prevede un esame di tutti i casi ed un'eventuale ristoro con un giudizio congiunto tra Montepaschi ed associazione dei risparmiatori. Questa questione non ha coinvolto la Consob, che è invece interessata ai modi di vendita di prodotti, che avevano una loro singolarità, se posso esprimermi con un eufemismo, in particolare quelli che prevedevano un contratto di mutuo: ho esaminato tali contratti ed i metodi di vendita di una banca estremamente aggressiva come la Banca 121.

SERGIO ROSSI. Alla luce delle osservazioni pronunciate, mi sembra di capire che siamo in presenza di un'individuazione di responsabilità, ma non emerge una lacuna della normativa. Mi sembra che la banca, che è una parte direttamente interessata in operazioni di compravendita di titoli, non sia il soggetto più adatto per informare i risparmiatori sui rischi che corrono. Infatti la banca non è un soggetto neutrale, poiché ottiene un differenziale sulla quotazione del titolo di cui, a volte, si vuole liberare. Forse sarebbe auspicabile che alla normativa fosse apportata una modifica volta ad introdurre un altro soggetto tenuto all'informazione dei risparmiatori, che non deve essere la banca.

LUIGI SPAVENTA, *Presidente della Consob*. Onorevole Rossi, lei ha ragione, ma questi soggetti sono sanzionabili ove le procedure interne non siano state adeguate all'articolo 56 del regolamento intermediari; la maggior parte delle sanzioni che la Consob irroga agli intermediari, di cui forse nessuno si accorge, riguarda proprio la carenza di procedure interne. D'altra parte, il problema che l'onorevole Rossi solleva è corretto, ma pone una tensione tra eccesso di regolamentazione — e quindi dirigismo — ed esigenza di tutela del risparmiatore. Si dovrebbe giungere, forse, ad un divieto da parte delle banche a vendere titoli? Però si consente alle stesse banche di vendere le proprie obbligazioni che, a volte, hanno caratteristiche molto complesse. Non mi risulta che al-

l'estero esistano divieti siffatti e nutro qualche perplessità rispetto ad un esito di eccessiva regolazione.

A volte, si incontrano difficoltà ad ottenere titoli non trattati, ma che i risparmiatori potrebbero desiderare, perché le banche non vogliono spendere troppi sforzi per approvvigionarsi. Se si cercano, ad esempio, gli OAT, le obbligazioni indicizzate del Tesoro francese, si farà una grandissima fatica, perché il sistema informativo delle banche italiane non è attrezzato. Quindi, da un lato i risparmiatori, essendosi allontanati dai titoli di Stato, vogliono nuovi prodotti e, dall'altro, vi sono questi rischi. Il problema esiste, non ho una soluzione elementare e vedo i rischi di un eccesso di regolamentazione e, quindi, di un ingessamento del sistema. Ha ragione l'onorevole Benvenuto nel dire che l'autodisciplina non basta e, quindi, come nel caso degli analisti, bisogna porre gli intermediari di fronte al problema ed, eventualmente, intervenire.

Ad avviso della Consob è opportuno che il Parlamento, in sede di recepimento del regolamento sui principi contabili, estenda anche alle società non quotate e alle società individuali — non solo al consolidato ma anche al bilancio di impresa e d'esercizio — l'adozione degli *International accounting standards*, se non altro perché, altrimenti, un'impresa media che deve quotarsi dovrebbe fare un *pro forma* con i nuovi principi contabili. L'onorevole Benvenuto chiede a che punto si è sul livello due. È molto importante che nella delega si lasci la possibilità di adottare in seguito tali misure: attualmente, il comitato dei regolatori le ha proposte alla commissione, quest'ultima le ha cambiate ma non sono ancora arrivate al *security committee* (che, a questo punto, è l'organo legislativo) e si prevede che saranno pronte non prima della fine dell'anno. A questo fine è sufficiente che la legge-delega comunitaria contenga una clausola di estensione della delega, per recepire immediatamente questi nuovi regolamenti e, quindi, per tenerla in vita per un anno e mezzo o due (si tratta di suggerimento di tecnica legislativa).

Non sono in grado di rispondere all'onorevole Benvenuto sulla questione delle piccole e medie imprese e dell'iniziativa di anticipo — comunque, mi pare che non riguardi le quotate — mentre sono completamente d'accordo con lui sul problema della modifica delle procedure concorsuali. Si tratta di uno dei costi più gravi del sistema italiano, anche per la lunghezza delle procedure concorsuali, che variano da regione a regione e che, in parte, sono la causa di un aumento del costo del credito (ad esempio, per escutere una garanzia reale sono spesso necessari dieci anni). Inoltre, rilevo che in Italia è del tutto carente la tutela legale dei risparmiatori perché costa e dura moltissimo e il suo esito è modesto. Recentemente sono stati pubblicati degli articoli interessanti sulle ragioni di tale lungaggine: vi sono una coincidenza di interessi e, forse, una rigidità del sistema di remunerazione della professione legale. Senza arrivare per intero al sistema americano, che è quota lite allo stato puro (solitamente supera il 50 per cento), da noi il divieto assoluto di tale sistema provoca un incentivo distorto perché, essendo gli avvocati pagati ad atti compiuti, non si ha alcun particolare incentivo ad accorciare i tempi di giudizio: si tratta di un sistema di incentivi sbagliato.

Il giudice specializzato servirebbe, come pure si dovrebbero agevolare i sistemi di *class action*, da noi molto complicati perché è necessario il 5 per cento dei soci per avviare un'azione di responsabilità degli amministratori. Comunque, quello della tutela legale è un problema importante sia per la vita delle imprese, tanto quanto le procedure concorsuali, sia per la tutela dei risparmiatori.

L'onorevole Visco chiedeva cosa mancasse ai poteri di indagine della Consob. Innanzitutto, l'articolo 185 del Testo unico è equivoco: non sono mai riuscito a capire se si richieda un'iniziativa *top down* (per cui il magistrato dice alla Consob di fare le indagini e, in questo caso, la stessa ha tutti i poteri affidategli dal magistrato) oppure *bottom up*, in cui la Consob rileva se ci sia stata un'anomalia, svolge le sue

indagini e trasmette il tutto al magistrato. In questo caso, la Consob ha poteri solo sui soggetti vigilati; infatti, se l'intermediario dicesse di aver ricevuto l'ordine da un privato, la Consob potrebbe invitare quest'ultimo a rispondere a delle domande ma il privato potrebbe rifiutarsi o dire quello che vuole perché non vi è alcun obbligo legale.

Tralascerei il sistema americano perché è molto diverso. La SEC ha il ruolo di *public prosecutor*, tant'è che nei processi interviene come pubblico ministero e, quindi, ha dei poteri giudiziari che in Europa non esistono. Faccio presente che in tutta Europa esiste un'inefficienza delle norme in materia di *insider* e credo che, da quando fu approvata la prima direttiva su tale questione, i casi di condanna siano stati non più di quindici e noi abbiamo contribuito con due o tre episodi.

Allora, i poteri sono importanti e, siccome la direttiva lo richiede, fra questi dovrebbe esserci l'uso della Guardia di finanza, il potere della Consob di chiedere all'autorità giudiziaria informazioni sul traffico telefonico, la sanzione penale per chi rifiuta di collaborare con la Consob. Quindi, nella direttiva vi sono una serie di poteri che possono essere utili, precisando che non si deve parlare solo di *insider*, perché è il reato più difficilmente provabile mentre sulla manipolazione si interviene con maggiore precisione. Sul *quantum* delle sanzioni pecuniarie — gli americani richiedono la totale restituzione dei profitti — si può prevedere un minimo e un massimo, aumentabili nei casi di particolare gravità: in questo caso si può tenere presente il profitto realizzato o realizzabile.

Per quanto riguarda la distinzione fra istruttoria e sanzioni, tali ambiti posso essere mantenuti all'interno dell'autorità di vigilanza, ma chi delibera le sanzioni deve avere una terzietà rispetto a chi ha compiuto l'istruttoria. Quindi, deve esserci questa separatezza e rammento che la Cob è stata paralizzata per sei mesi proprio per tale mancanza. Tutto ciò richiederà una riorganizzazione interna di non pic-

cola portata, ossia si dovrà avere un'iniziativa di indagine, una funzione da pubblico ministero o da istruttore ed, infine, la sanzione.

Oggi questi problemi non si pongono perché è il Ministero dell'economia che eroga le sanzioni e, quindi, esiste una terzietà.

PRESIDENTE. Questo forse risolverebbe anche il problema di sapere a cosa si può appellare il cittadino o l'impresa dopo la decisione di questo organo.

LUIGI SPAVENTA, Presidente della Consob. L'onorevole Visco chiede come organizzare le autorità e, correlativamente, il presidente La Malfa parla di funzionalità in relazione ad una pluralità di attività di vigilanza. Certamente esiste un problema: soprattutto nel caso dei fondi di investimento, abbiamo una sovrapposizione di autorizzazioni, perché esiste un meccanismo che prolunga l'iter autorizzativo (non a caso, una serie di gestori vanno in Irlanda, dove in 15 giorni ottengono un'autorizzazione). Tuttavia, ricordo che, laddove il testo unico prevedeva una sovrapposizione di funzioni, si è collaborato con la Banca d'Italia per evitare ad esempio, soprattutto negli ultimi due anni, che due ispezioni si abbattessero sul medesimo soggetto. Se la Consob trasmette alla Banca d'Italia quanto di competenza di quest'ultima, e viceversa, la situazione viene alleviata. Si tratta di una questione che riguarda soprattutto intermediari e gestori di fondi.

Quanto all'organizzazione delle autorità, non intendo entrare nel merito dei criteri di nomina. È una questione molto dibattuta e vi sono numerose proposte al riguardo; attualmente abbiamo una pluralità di criteri, come le leggi elettorali: l'Italia ha il maggior numero di leggi elettorali al mondo perché c'è una legge diversa per ciascun organo (regioni, province, comuni, Senato e Camera). Analogamente, abbiamo una pluralità di sistemi di nomina delle autorità: la Presidenza del Consiglio (nel caso della Consob), i presidenti delle Camere, le Camere. Non sono

un costituzionalista, mi limito a segnalare il problema: si adotti un criterio (ad esempio la nomina da parte dei Presidenti delle Camere, ma la mia è un'osservazione del tutto incolta).

Sarebbe inoltre importante (adesso lo posso dire senza destare il sospetto di interesse privato in atti d'ufficio!) intervenire sui sistemi di remunerazione dei membri delle autorità, che attualmente sono i più svariati, con la Consob sul gradino più basso e altre autorità, i cui componenti sono equiparati ai fini del trattamento economico ai giudici costituzionali, sul gradino più alto. Un adeguamento è opportuno anche in considerazione del fatto che vi sono responsabilità non piccole, anche in sede civile.

Passando a una questione più specifica, attualmente vi sono due modelli di vigilanza: il *twin peak* e il *single peak*. Nel *twin peak* c'è chi si occupa della stabilità e chi si occupa della trasparenza; nel *single peak*, che è il modello adottato da una pluralità di ordinamenti, fra cui quello inglese e quello tedesco, i due compiti vengono svolti da una sola autorità. Ho sempre ritenuto sana la distinzione fra la vigilanza sulla stabilità e la vigilanza sulla trasparenza (senza entrare nel merito delle questioni trattate da alcuni disegni di legge recentemente presentati, che mi pare non interessino questo punto), poiché avviene spesso che le due esigenze siano in contrasto fra loro.

Esigere la trasparenza può, a volte, pregiudicare la stabilità: si pensi al caso di una banca quotata che viene obbligata a rendere note le proprie difficoltà; d'altra parte, chi si cura della stabilità, normalmente si cura meno della trasparenza. Qualcuno intelligentemente ha detto che la tutela del consumatore non è nel DNA delle banche centrali: è così fatalmente, dal momento che la stabilità del sistema può richiedere, a volte, un sacrificio per i depositanti. Pertanto, a mio avviso, è opportuna la distinzione fra stabilità e trasparenza, evitando però le sovrapposizioni:

ad esempio, l'articolo 100 del testo unico toglie alla Consob la vigilanza sulla trasparenza per i prodotti bancari e assicurativi, ma le esigenze di stabilità non c'entrano proprio niente. Vi sono dunque alcune falle in questo sistema, che tuttavia ritengo essere il migliore.

PRESIDENTE. Ringrazio il professor Spaventa, anche per la franchezza con la quale ha risposto alle nostre domande.

Dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 13.15.

*IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO RESOCONTI
ESTENSORE DEL PROCESSO VERBALE*

DOTT. VINCENZO ARISTA

*Licenziato per la stampa
il 18 giugno 2003.*

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO