

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE
DELLA VI COMMISSIONE
GIORGIO LA MALFA

La seduta comincia alle 14,30.

Sulla pubblicità dei lavori.

PRESIDENTE. Avverto che, la pubblicità dei lavori sarà assicurata, oltre che attraverso l'attivazione dell'impianto audiovisivo a circuito chiuso, anche mediante la trasmissione televisiva sul canale satellitare della Camera dei deputati.

(Così rimane stabilito).

**Audizione del ministro dell'economia
e delle finanze Domenico Siniscalco.**

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, ai sensi dell'articolo 143, comma 2, del regolamento, l'audizione del ministro dell'economia e delle finanze Domenico Siniscalco sui temi relativi alla tutela del risparmio.

Desidero, anche a nome del presidente della Commissione Attività produttive, onorevole Tabacci, dare il benvenuto al ministro dell'economia e delle finanze, professor Domenico Siniscalco.

Colgo innanzitutto l'occasione di questo primo incontro delle Commissioni con il ministro, per porgergli a nome nostro e dei colleghi delle Commissioni gli auguri per il suo importante e difficile incarico.

Prima di dare la parola al ministro, desidero svolgere alcune considerazioni preliminari.

In queste settimane il Parlamento è stato oggetto in varie sedi di una critica per il fatto che, a distanza di ormai quasi

un anno dall'esplosione del caso Parmalat, non è stato ancora attivato un intervento legislativo in materia. Qualcuno ha anche aggiunto che di ciò il Parlamento dovrebbe chiedere scusa.

Vorrei fare, con la necessaria fermezza, alcune precisazioni a questo riguardo.

In primo luogo, è improprio riferirsi a responsabilità del Parlamento in quanto tale. Il Parlamento, per sua natura, non è un corpo unitario: non è un governo, un'amministrazione regionale o un'amministrazione comunale.

Il Parlamento è composto da una maggioranza e da un'opposizione, le quali operano autonomamente e portano quindi responsabilità diverse sui risultati dei lavori delle Camere.

Nel mancato cammino di una qualche attività legislativa ritenuta rilevante vi possono essere responsabilità dell'opposizione, se essa blocca il procedere di quell'attività legislativa. Vi possono, per converso, e più frequentemente, essere responsabilità della maggioranza, se essa non ha l'impegno o la coesione necessaria per approvare un provvedimento, o se fra maggioranza e Governo non vi è un comune sentire. Assegnare delle responsabilità al Parlamento in quanto tale, è, dunque, improprio e, in un certo senso, oscura l'individuazione delle stesse, se vi sono, circa il contenuto di interventi legislativi o in merito all'incapacità di definire un provvedimento legislativo.

Aggiungo una seconda considerazione.

Nella materia della quale ci stiamo occupando, le attività puramente parlamentari sono state avviate con estrema sollecitudine e si sono svolte in tempi molto rapidi. Mi riferisco all'indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del

risparmio, svolta congiuntamente dalle Commissioni finanze ed attività produttive della Camera e dalle Commissioni finanze e tesoro ed industria del Senato, deliberata l'8 gennaio 2004 e conclusa il 18 marzo 2004, cioè in due mesi, dopo 30 audizioni, nel corso delle quali sono stati ascoltati 41 soggetti, nel corso di 19 sedute, per complessive 76 ore.

Aggiungo che il documento conclusivo è stato approvato dalle Commissioni della Camera con i soli voti contrari dei deputati Alfonso Gianni e Alfiero Grandi; altrettanto è avvenuto al Senato.

Ricordo altresì che in uno dei passaggi cruciali del documento, si esprime « grave preoccupazione per il fatto che le responsabilità emerse appaiono diffuse a tutti i livelli ». E ancora si legge « L'osservazione che desta maggiore preoccupazione e che accomuna tutti i casi citati è che nessuno dei presidi posti a tutela della correttezza e della trasparenza abbia funzionato: non hanno funzionato certamente i controlli interni alle imprese, né quelli delle autorità di vigilanza sul mercato finanziario ovvero sul comportamento delle banche. Ciò obbliga il legislatore ad interrogarsi sull'adeguatezza dell'organizzazione e dell'assetto di competenze e poteri che presiede all'esercizio di funzioni fondamentali per assicurare il rispetto della legge, la fiducia degli operatori e dei mercati, la corretta formazione delle scelte d'investimento e la tutela del risparmio impiegato in queste attività ».

Proprio sulla base di questa conclusione pressoché unanime che indicava il percorso ed i contenuti di un intervento legislativo, le Commissioni finanze ed attività produttive della Camera, immediatamente dopo la conclusione dell'indagine conoscitiva, hanno avviato l'esame in sede referente dei progetti di legge recanti interventi per la tutela del risparmio e, sulla base del documento conclusivo dell'indagine stessa, i due relatori, appartenenti l'uno al gruppo di Forza Italia e l'altro al gruppo dei Democratici di sinistra, hanno proceduto ad elaborare una proposta di testo unificato che è in linea con quelle

conclusioni e che è stato adottato dalle Commissioni come testo base per il prosieguo dell'esame.

Nel pieno di questo difficile lavoro, che pure procedeva positivamente, è intervenuto un cambiamento nella persona del ministro dell'economia e delle finanze, che ha inevitabilmente inciso sul lavoro delle Commissioni. È chiaro infatti che su questi temi il Parlamento non può che operare in stretto collegamento con l'Esecutivo, non fosse altro per il fatto che per molte materie si era convenuto di conferire al Governo una delega legislativa, necessaria su materie di tale complessità tecnica.

Il Governo, del resto, aveva seguito da vicino l'elaborazione dei testi, con propri funzionari della direzione generale del Tesoro e con la presenza costante di un segretario a ciò delegato. Dopo il cambiamento intervenuto alla guida del ministero, al quale non possiamo sapere se abbiano contribuito le vicende relative agli interventi sulla materia del risparmio, è divenuto necessario accertare l'orientamento del nuovo ministro.

Di questo si è fatto interprete il Presidente della Camera dei deputati, che in data 19 luglio 2004, all'indomani della nomina del nuovo ministro, lo ha convocato, insieme ai presidenti delle due Commissioni, auspicando che alla ripresa dei lavori parlamentari, dopo la pausa estiva, l'esame in sede referente dei provvedimenti riprendesse il proprio corso.

Ciò abbiamo fatto, incontrando il ministro nei primi giorni di settembre e chiedendogli di definire una data per la sua audizione. Egli è stato impegnato da altre incombenze di Governo, come la predisposizione del disegno di legge finanziaria, la riunione del Fondo monetario internazionale, l'Ecofin; si è giunti così alla data di oggi, che è quella che il ministro stesso ha indicato come possibile per la sua audizione.

Nota infine che nel frattempo il Governo ha presentato, sotto forma di emendamento al disegno di legge comunitario, un articolato intervento di recepimento della direttiva 2003/6/CEE, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla

manipolazione del mercato, originariamente contenuta in forma di delega nel testo unificato dei progetti di legge in materia di tutela del risparmio, elaborato da Conte e Gambini, e dopo le dimissioni di quest'ultimo, dai relatori Conte e Saia.

In tal modo, il Governo ha recepito un'istanza del Parlamento nel suo complesso, in quanto tutti eravamo d'accordo, ed ha anche giustamente evitato di ricorrere allo strumento della delega legislativa, predisponendo una normativa in merito che è giudicata nel suo complesso buona.

Tuttavia, il Governo ha anche introdotto nelle proprie proposte emendative al disegno di legge comunitaria materie non strettamente connesse al recepimento della direttiva suddetta, materie che sono il cuore stesso del provvedimento di riordino della materia del risparmio e della vigilanza sui soggetti che operano in tale mercato.

A questo riguardo, non posso non rilevare che essendo quella una materia affrontata nei progetti di legge in esame presso le Commissioni, meglio avrebbe fatto il ministro a preavvertire i presidenti delle stesse che egli aveva maturato su questo punto un'opinione, per la quale sebbene si fosse impegnato ad esporre alle Commissioni in via preliminare, alla ripresa dei lavori parlamentari il proprio orientamento, aveva ritenuto di dover estrapolare dal testo quella materia, collocandola in altro provvedimento.

Fortunatamente la decisione di rinviare alla prossima settimana l'esame in Assemblea della legge comunitaria consente di superare questo spiacevole evento. La materia di cui ci occupiamo, per le sue complesse implicazioni, per il terribile danno subito dai risparmiatori, per i delicati problemi di assetto istituzionale del settore, per le implicazioni sulla credibilità interna e internazionale del paese richiede da parte di tutti lealtà e chiarezza di comportamenti.

Noi condividiamo l'auspicio espresso da più parti che il progetto di legge sul risparmio possa essere approvato rapidamente e abbiamo fatto, come Parlamento,

il nostro dovere. Ora, con il concorso di tutti, speriamo che si possa riprendere e concludere questo cammino.

Do la parola al ministro Siniscalco.

DOMENICO SINISCALCO, *Ministro dell'economia e delle finanze*. Grazie, presidente La Malfa. Saluto il presidente Tabacci e gli onorevoli deputati. Vi ringrazio per avermi chiamato a riferire su una materia di così fondamentale importanza per l'ordinato sviluppo dei mercati finanziari e dunque per l'economia del nostro paese. Vi ringrazio per avermi dato il tempo di farlo, raccogliendo, per quanto possibile, le opinioni presenti nel Governo stesso.

Riferirò dunque la nostra opinione sui temi trattati e, se mi consentite, anche su temi più generali, che insistono sulla stessa materia.

Spero che le considerazioni che farò possano, per implicazione, chiarire la confusione che è intervenuta sugli emendamenti al disegno di legge comunitaria, relativi alla direttiva comunitaria sul *market abuse* e alla direttiva «prospetti», temi sui quali vi confesso che la sorpresa non è stata soltanto delle Commissioni.

Se mi consentite, vorrei inquadrare il tema generale; credo infatti che le soluzioni che intendiamo proporre derivino da un quadro generale.

Vorrei partire da una parte generale, relativa alla logica della tutela degli investitori e allo sviluppo dei mercati, parte in cui emergerà come punto fondamentale che il nostro paese non è troppo indietro sul piano della normativa, lo è piuttosto sul piano dell'applicazione di questa normativa. Vorrei inoltre intrattenermi sui modelli di vigilanza per la tutela degli investitori, noti nella letteratura economica e presenti in Europa e nel mondo, contesto nel quale le riforme di questi assetti di vigilanza sono state particolarmente intense e concentrate negli ultimi anni, anche perché non siamo gli unici ad aver affrontato questo tipo di problemi.

Infine, mi concentrerò sui nuovi interventi per la tutela degli investitori presenti nel disegno di legge sul risparmio e in altri provvedimenti ad esso collegati.

Parto da una condivisione completa delle parole che il presidente della Commissione finanze della Camera deputati, Giorgio la Malfa, ha utilizzato. Vi confesso che, avendo condotto nelle ultime settimane la vendita dell'ENEL sul mercato dei capitali in Italia e all'estero, non c'è stato un singolo incontro, fatto da me personalmente o dai nostri funzionari, nel quale non sia stato sollevato il tema della tutela sul risparmio e del relativo decreto.

È un intervento che viene richiesto a gran voce da tutti i mercati, rispetto al quale francamente siamo in ritardo e dobbiamo arrivare ad una soluzione in tempi rapidi, anche perché rischiamo di perpetuare una situazione di sottoprotezione degli investitori, che va a nocimento dello sviluppo del mercato dei capitali. Occorre quindi giungere ad un risultato efficace in tempi rapidi.

La tutela degli investitori è la modalità con cui la normativa protegge da un lato gli azionisti e dall'altra i creditori dalle numerose fattispecie di abuso da parte degli amministratori, degli azionisti di controllo e degli altri *insider* delle società. La tutela legale degli investitori è forse l'elemento costitutivo fondamentale di quello che nella letteratura viene chiamata *corporate governance*.

Le principali tipologie di abuso sono note, e vanno dalle più gravi, come le frodi aventi rilevanza penale o criminale, l'*insider trading*, anch'esso a rilevanza penale, le operazioni con parti correlate (compravendita di *asset* e così via con soggetti legati ad azionisti di controllo da vari incroci), l'estrazione di benefici privati di controllo (uno dei temi che viene maggiormente imputato al nostro ordinamento, in cui si sostiene che gli azionisti di maggioranza e di controllo di un'azienda possono estrarre, a svantaggio degli azionisti di minoranza, benefici che alcuni definiscono addirittura enormi, pur senza essere pe-

nalmente rilevanti o illeciti) a comportamenti opportunistici di vario tipo da parte degli amministratori.

Come dicevo in apertura, la tutela degli azionisti e dei creditori, più in generale la tutela degli investitori, si realizza con due strumenti strettamente complementari: le norme a protezione degli azionisti e dei creditori — vedremo quali sono — e il grado di applicazione di queste da parte degli organi di vigilanza e da parte degli organi giudiziari. Esiste una sorta di complementarietà di cui parlerò più avanti, per cui il paese in cui è più forte la tutela da parte degli organismi di vigilanza vede un minore attivismo da parte degli organismi giudiziari e viceversa, in una sorta di supplenza degli uni con gli altri.

Quali sono i principali diritti degli azionisti e dei creditori, mancati in alcuni dei casi e degli scandali che abbiamo considerato? In primo luogo, il diritto di informazione, trasparenza, tempestività e attendibilità di tutte le comunicazioni societarie e dei *rating*; non vi è dubbio che gran parte delle frodi cui abbiamo assistito e dei comportamenti, magari leciti da un punto di vista penale, ma molto discutibili o persino illeciti da un punto di vista civilistico, si basano innanzitutto su insufficiente trasparenza e scarsa tempestività di queste informazioni. In secondo luogo, i diritti patrimoniali, cioè il diritto di proprietà, il diritto agli utili, i diritti in caso di liquidazione e così via. Poi vi sono i classici diritti della *governance*, che sono il voto in assemblea, la nomina e la revoca degli amministratori, la presenza o l'assenza di amministratori espressione delle minoranze e, infine, vi sono i diritti di recesso. Questi diversi diritti possono coesistere in misura diversa all'interno di ogni ordinamento. Ad esempio vi possono essere società, come le società privatizzate in Italia, in cui è previsto un voto di lista con cui le minoranze indicano i propri amministratori, ed altre società, nello stesso ordinamento, in cui vi sono amministratori indipendenti ma nominati anch'essi dalle maggioranze e non dalle minoranze, o addirittura dove non vi sono ammini-

stratori indipendenti. È possibile che esistano più soluzioni e modelli all'interno dello stesso sistema.

I miei colleghi economisti, ed io stesso fino a tre anni fa quando facevo questo mestiere, studiano diversi indicatori quantitativi di tutela degli investitori, considerando numeri per usare questi indicatori all'interno di analisi statistiche, il cui risultato è il seguente: maggiore è la tutela degli investitori, maggiore è lo sviluppo dei mercati. Ciò anche perché, se gli investitori non sono protetti, non si capirebbe per quale ragione dovrebbero investire in quel mercato, dato che potrebbero essere « tosati » o peggio e, inoltre, perché in un mercato globalizzato gli investitori intendono mettere i propri risparmi, le proprie risorse sui mercati dove sono maggiormente tutelati, scegliendo i mercati migliori non soltanto dal punto di vista del rendimento ma anche del rischio, espresso proprio dalla debolezza di questi istituti.

Per chi si interessa di queste cose, i più famosi studi sulle relazioni tra tutela degli investitori, sviluppo dei mercati e, quindi da ultimo, dell'economia, sono fatti da quattro economisti che lavorano in America - La Porta, Lopez, Vishny e Shleifer - tra Chicago e Harvard (uno dei rari casi in cui queste due scuole, essendo tipicamente diverse, si sono trovate d'accordo). Lascio una memoria scritta in cui vi sono i riferimenti, e sintetizzo che tali studi attengono in primo luogo alla presenza di un voto di lista, cioè di amministratori che rappresentano le minoranze. Avendo fatto più volte esperienze sia come amministratore espressione delle minoranze in alcune società controllate dal Tesoro sia come amministratore indipendente nominato dalla maggioranza, vi garantisco che, pur essendo la medesima persona, il tipo di incentivi cui si è sottoposti è completamente diverso e, per quanto in totale buona fede, l'atteggiamento che si assume nei confronti degli amministratori è diverso a seconda che si rappresenti la minoranza o si sia indipendenti.

Inoltre, questo tipo di istituti riguardano l'incisività dell'azione di responsabilità, la presenza o l'assenza dell'obbliga-

torietà del deposito delle azioni prima delle assemblee che rende di fatto molto poco frequentate le assemblee delle nostre società per azioni (dove molte volte non vanno neanche i rappresentanti dei fondi), la soglia minima per la convocazione dell'assemblea, i diritti di opzione sulle diverse emissioni. Alla fine, il grande principio alla base della democrazia societaria è un voto un'azione, *one share one vote*, che non esiste affatto in tutte le situazioni.

Gli istituti di protezione per i creditori sono molto diversi e sono il diritto di prelazione nella liquidazione dell'attivo per i creditori privilegiati, che in alcuni ordinamenti non esiste, la necessità del consenso dei creditori per avviare la procedura fallimentare o fusioni o operazioni di finanza straordinaria, la necessità di nominare un curatore fallimentare esterno alla società quando vi è un fallimento, il diritto dei creditori garantiti di rientrare in possesso del pieno oggetto di garanzia nel caso di ristrutturazione dell'impresa (anche in questo caso si tratta di situazioni in cui gli ordinamenti sono molto diversi).

Tradizionalmente, nel nostro ordinamento, come in tutti gli ordinamenti dell'Europa i cui diritti sono di derivazione francese, la tutela dei creditori è più sviluppata della tutela degli azionisti. Leggendo il codice civile, si può notare che ci si riferisce continuamente alla tutela dei creditori e molto meno alla tutela degli azionisti.

Il tema dell'*enforcement*, cioè dell'applicazione della normativa, è quello su cui il nostro sistema è più debole relativamente agli altri e rispetto agli altri indicatori di cui ho detto.

Il primo indicatore di cui si compone l'indice di efficacia nell'applicazione delle norme è la rapidità ed efficienza del sistema giudiziario civile. Il fatto che, nel nostro sistema giudiziario, se si ha un fallimento o una causa nei confronti della società di cui si è socio o creditore, sono necessari dai sette ai nove anni per giungere in giudicato, rappresenta un formidabile ostacolo ad un'efficace applicazione delle norme ed è ciò che sui mercati internazionali ci chiedono di modificare o

migliorare, in quanto è molto difficile investire in un paese in cui, da un lato, vi sono situazioni meritevoli di tutela giudiziaria e, dall'altro lato, lentezze così macroscopiche nell'applicazione delle leggi.

Il secondo indicatore, complementare a questo, come ho detto prima, è la solidità del sistema di vigilanza. In un certo senso il sistema di vigilanza è preventivo e prudentiale e, quindi, viene prima della questione relativa alla rapidità del sistema giudiziario. Se il sistema di vigilanza funzionasse perfettamente, non vi sarebbe quasi bisogno del sistema giudiziario.

Il terzo indicatore è il grado di corruzione che, nel confronto internazionale, viene rilevato da molti ed è uno dei fondamentali per cui gli investitori si rivolgono ad un paese piuttosto che ad un altro.

Nonostante la diffusione dei siti Internet, ancora deve essere fatto molto sulla trasparenza informativa, nel nostro paese, da un punto di vista regolamentare. Non sempre è obbligatorio indicare tutto in maniera sintetica e complessiva, ma vi è comunque una notevole asimmetria tra le varie società. È possibile, anzi probabile, che alcuni degli scandali, prima brevemente elencati dal presidente, siano dovuti innanzitutto alla mancata trasparenza; quindi, l'inclusione o l'esclusione di alcune voci generali o di bilancio determina questo tipo di attrattività.

Dopo la necessità di informazioni trasparenti viene la questione riguardante l'apparato sanzionatorio o di controllo sull'omessa trasparenza.

Abbiamo delle tabelle in cui sono stati fatti dei confronti internazionali molto estesi tra 40 paesi riguardo la protezione degli azionisti, la protezione dei creditori, l'applicazione delle norme e la trasparenza. Si può vedere che questi indicatori quantitativi, per quanto rozzi, sono talmente diversi e talmente asimmetrici da creare delle differenze comunque eclatanti. I paesi anglosassoni o, meglio, di *common law*, dove i mercati di capitali sono più sviluppati, hanno un grado di protezione degli azionisti quasi doppio rispetto ai paesi di tradizione francese

come il nostro o la Spagna o i Paesi bassi. I primi hanno anche un grado di protezione dei creditori comunque più elevato e un grado di applicazione delle leggi lievemente più elevato; noi tra gli altri, a causa del sistema di vigilanza e della lentezza del sistema giudiziario, siamo particolarmente indietro. Come vedremo è forse su questo ultimo punto che si annidano alcuni dei nostri problemi.

Attraverso una serie di analisi si può constatare che la tutela degli investitori ha effetti diretti, significativi e notevoli, su tre aspetti molto importanti. Il primo aspetto riguarda la diffusione nella struttura proprietaria: dove non c'è tutela degli investitori essa è molto concentrata nelle mani di gruppi di controllo, i quali internalizzano le esternalità, controllando direttamente come va l'azienda, mentre gli azionisti di minoranza non investono molto principalmente perché non hanno una piena fiducia. Il secondo aspetto attiene allo sviluppo del mercato finanziario complessivo e, di conseguenza, allo sviluppo economico: più protezione degli azionisti porta ad un maggiore sviluppo del mercato dei capitali e degli investimenti con una maggiore crescita. Esiste quindi una correlazione abbastanza evidente fra paesi che hanno preponderanza di capitalismo a carattere familiare, preponderanza di gruppi di controllo molto concentrati e diffusi, basso grado di protezione degli azionisti e basso grado di *enforcement*. Non voglio delineare nessi causali troppo netti, ma è evidente che esiste una relazione tra questi elementi, nel senso che i paesi in cui è presente una tradizione di capitalismo familiare e statale hanno poco bisogno di proteggere in maniera articolata gli investitori o, più probabilmente, i paesi che hanno una scarsa protezione stentano a svilupparsi.

La prima fondamentale innovazione giuridica in questo campo introdotta nel nostro paese è la famosa legge Draghi, che ha individuato degli strumenti di protezione degli azionisti perché occorre portare avanti le privatizzazioni; con le vecchie norme sarebbe stato molto difficile attrarre capitali verso il nostro mercato.

Occorre tenere anche presente che dove l'azionariato è meno sviluppato vi è un maggiore ricorso al credito, perché questo diventa l'unico canale affidabile o relativamente affidabile con cui far arrivare i capitali all'azienda.

Per chi si diverte con questo tipo di ricerche vi è un'analisi quantitativa di correlazione molto chiara tra la protezione degli azionisti e la forma di capitalismo. Il nostro, ad esempio, è un capitalismo con proprietà concentrata, con un ampio ricorso al sistema bancario, con mercati di borsa sostanzialmente sottosviluppati.

Ecco allora che il disegno di legge sul risparmio non è semplicemente una risposta di tipo etico o di tipo repressivo a due o tre frodi societarie di grandi dimensioni. Affrontare questo tema rappresenta probabilmente la chiave di volta per dare possibilità di sviluppo ad un mercato dei capitali, sviluppo oltremodo importante nel momento in cui stiamo introducendo i fondi pensione e occorrono nuovi capitali, proprio perché le due forme classiche di capitalismo italiano, le famiglie da un lato e lo Stato dall'altra, per motivi diversi mostrano evidenti segni di maggiore debolezza o di minore possibilità di controllare la situazione. Proteggere meglio gli azionisti e i creditori all'interno del nostro sistema è una questione connessa forse al passato, ma anche sicuramente connessa al futuro, che dobbiamo affrontare.

Vediamo ora i modelli di vigilanza, come sono cambiati e come si discute di cambiarli da noi, ossia ciò che attiene principalmente all'*enforcement*, all'applicazione di questi istituti. Nell'ipotesi che gli istituti vadano bene vanno rinforzati con i primi 13 articoli del disegno di legge, ma sostanzialmente i nostri problemi sono di applicazione.

Il sistema può essere articolato in tre settori: bancario e finanziario, assicurativo, sistema dei fondi pensione. L'evoluzione dei mercati tende ad integrare in modo progressivo le attività di ciascun settore, mentre fino ad alcuni anni fa ognuno operava in maniera distinta. Oggi chi intende farsi una pensione integrativa

si trova di fronte ad un'offerta di strumenti che è quasi un *continuum* di soluzioni offerto dalle banche, dai fondi di investimento, dalle assicurazioni e da altri soggetti ancora. Stiamo parlando di un mercato in cui i diversi prodotti, offerti da diversi tipi di intermediari, diventano perfetti sostituti e, quindi, vanno guardati tutti assieme se vogliamo avere una visione di insieme. Non solo queste diverse classi di intermediari e questi diversi prodotti operano contemporaneamente, ma operano anche in concorrenza tra loro.

Gli eventi recenti hanno ovviamente messo in evidenza delle carenze sul piano della *governance*, sul piano della trasparenza e sul piano delle frodi. Alla luce di tali eventi e in relazione all'evoluzione dell'integrazione tra vari processi è necessario riconsiderare da un lato l'assetto della normativa, dall'altro la sua applicazione.

I modelli di vigilanza sono di tipo monistico o di tipo pluralistico, con più autorità che vigilano in base a canoni o a criteri diversi. Lasciando da parte il modello monistico, che, a mia conoscenza, è seguito solo in Giappone, i modelli pluralistici dipendono dai criteri con cui sono istituite le varie istituzioni. Esistono il modello istituzionale o settoriale in cui la vigilanza è basata sul tipo di istituzione oggetto di controllo; il modello funzionale in cui la vigilanza è invece basata sul tipo di attività svolta e sul prodotto o servizio fornito dalle istituzioni vigilate, indipendentemente dalla natura di dette istituzioni; infine, il modello per finalità dove un'autorità controlla la stabilità di tutti gli intermediari, un'altra vigila sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti di tutti gli intermediari, mentre una terza vigila sulla concorrenza.

Negli Stati Uniti il modello è improntato sulla vigilanza per soggetti, con funzioni ripartite tra autorità statali e federali: la *Federal reserve* svolge compiti di vigilanza sul sistema bancario, mentre le assicurazioni e il mercato finanziario sono vigilate da autorità di settore e la tutela della concorrenza è affidata esclusiva-

mente ad una specifica autorità; la *Sec* si occupa della trasparenza e della correttezza.

Negli USA esiste un fortissimo ruolo della magistratura. Come tutti sapete, i *prosecutor* a livello statale, come è stato il caso di Rudolph Giuliani e di Spitzer attualmente, sono sempre in competizione con le autorità (Spitzer e Donaldson, Giuliani e Harvey Pitt): la dialettica tra questi soggetti è fortissima.

In Inghilterra, dove è intervenuta la riforma forse più profonda, nel dicembre 2001 è stata creata un'unica autorità - anche in quel caso in seguito ad uno scandalo, quello della Barings -, competente su tutto il settore finanziario, con eccezione di alcuni specifici settori caratterizzati da peculiarità significative (credito al consumo, schemi pensionistici aziendali, eccetera). Alla Banca di Inghilterra restano, invece, attribuite le competenze in materia di stabilità complessiva del sistema, in collaborazione con l'FSA. Avrete svolto numerose audizioni in proposito, in ogni caso, sarà mia cura depositare presso questi uffici la relativa documentazione, che illustra in dettaglio quali siano le competenze dell'una e dall'altra. Come ho già evidenziato, resta il fatto che in Inghilterra si è intervenuti solo molto recentemente in direzione di una riforma del settore.

In Germania, si è addivenuti ancora più recentemente, nel 2002, alla previsione di un'autorità unica, la Bafin la quale è subentrata nelle funzioni di tutte le istituzioni preesistenti. La Banca centrale resta incaricata di affiancare la nuova autorità nella supervisione da svolgere nel settore bancario. La Bafin risponde direttamente al Ministero delle finanze tedesco e l'organizzazione interna dell'autorità è basata su articolazioni corrispondenti ai settori vigilati. In proposito, ricordo che la stessa FSA, per quanto sia un'autorità assolutamente indipendente, è tenuta a rispondere al Treasury.

Quanto alla Francia, nel 2003, dunque ancora più recentemente di quanto sia accaduto nei due casi richiamati, è stata istituita un'autorità unica competente in

materia di protezione del risparmio, informazione degli investitori e buon funzionamento del mercato. Si chiama *Autorité des marchés financiers*, in essa sono confluite le tre diverse autorità preesistenti, mentre i compiti di vigilanza sul settore bancario sono svolti in collaborazione con la Banca di Francia.

Il coordinamento fra le diverse autorità è affidato a comitati consultivi. Mi limiterò a citare solo questi esempi per risparmiarvi le esperienze di tutti gli altri paesi - tra cui è compresa la Cina - dove è intervenuta la riforma dell'autorità, come testimoniano i casi di Danimarca, Irlanda, Austria, Svezia. La vigilanza sui fondi pensione rappresenta, invece, uno degli aspetti su cui si riscontrano le principali diversità. In alcuni casi, essi sono vigilati dalla stessa autorità competente per il settore assicurativo perché assicurazioni a vita e fondi pensioni sono quasi identica cosa; in altri, è stata prevista un'autorità *ad hoc*, come avviene addirittura nel Regno Unito, paese tra quelli in cui la riforma è intervenuta più di recente.

A livello europeo, esiste un solo sistema di vigilanza di tipo regolamentare, senza specifica autorità di controllo sovranazionale, fatta eccezione per il ruolo svolto dalla Banca Centrale Europea; l'approccio di vigilanza regolamentare è basato sul modello istituzionale sia per quanto riguarda la normativa primaria - le direttive - sia per quanto riguarda la secondaria. Da poco più di un anno è inoltre intervenuta una nuova direttiva sui conglomerati, che prevede l'intervento dell'autorità unica quando la percentuale di banche di assicurazione superi una certa soglia.

In Italia, lo sapete tutti, il sistema vigente deriva dalla stratificazione di norme successive, dalla disciplina sulla Banca d'Italia alle previsioni sulla Consob, dando luogo ad una coesistenza, di fatto, di modelli di vigilanza per finalità e per soggetti. Il modello per finalità vale per la ripartizione delle competenze sui servizi finanziari, divise tra Banca d'Italia e Consob, con compiti in parte sovrapposti; tuttavia la prevalenza è quella del modello

istituzionale per soggetti, il quale implica, la presenza di un'autorità sostanzialmente per ogni industria, a prescindere dal fatto che i prodotti di queste siano in concorrenza tra loro. Da questa analisi, dunque, si evince che la tutela degli azionisti e dei creditori è fondamentale per lo sviluppo dei mercati, oltre che per proteggere i cittadini. Tutelare il risparmio, oltre a rappresentare un importante valore in sé, appare anche essenziale alla crescita del mercato dei capitali, requisito determinante ai fini dello sviluppo: lo dimostra il fatto che quasi tutti i paesi sviluppati analizzati abbiano registrato, recentemente, cioè dopo il 2000, una tendenza a promuovere riforme dirette a razionalizzare il sistema delle autorità. L'integrazione tra i diversi modelli è, dunque, una tendenza attuale e comune alle esperienze esaminate.

Vengo, quindi, al disegno di legge sul risparmio e alle considerazioni sul testo discusso più volte dalle Commissioni qui riunite. I temi principali affrontati sono i seguenti: *corporate governance*, che interessa i primi 13 articoli, da cui poi è stata estratta la parte sul *market abuse*; concorrenza tra ordinamenti e tutela dell'investitore; modello di vigilanza a cui conformarsi; norme specifiche a tutela dei creditori. Ho dimenticato di sottolinearlo in apertura, ma qualsiasi tipo di rapporto con gli investitori si intenda stabilire o qualsiasi *road show* si faccia, ci viene riproposta la questione del diritto fallimentare e della sua riforma, ancorché inerente a poche norme ritenute da tutti gli interlocutori molto importanti.

In ordine ai profili inerenti alla *corporate governance*, gli aspetti trattati nel testo all'esame delle Commissioni riguardano sostanzialmente: l'organo di amministrazione, quello di controllo, il conflitto di interessi - cioè il rapporto tra banche ed impresa -, i finanziamenti a soggetti collegati (è il caso di una banca che finanzia i propri azionisti), oppure il controllo da parte di imprese di aziende bancarie, anche attraverso patti di sindacato, gli abusi di mercato di cui abbiamo parlato e infine

altre disposizioni a tutela delle minoranze (come l'azione della responsabilità), revisori esterni e sanzioni.

Se escludiamo alcuni gruppi di interesse, pur vivaci, nel nostro paese sostanzialmente si ritiene che su questa parte sia necessario apportare solo qualche aggiustamento tecnico, semplificando e razionalizzando alcune disposizioni; in particolare, si reputa necessario rafforzare il sistema dei controlli societari interni e migliorare alcuni istituti di *governance*, approfondire le questioni relative ad amministratori indipendenti *versus* amministratori espressione delle minoranze (personalmente, ritengo sia meglio prevedere amministratori di minoranza che amministratori indipendenti: si tratta di un dibattito internazionale ancora aperto, non è un problema italiano, ma sulla effettiva possibilità di avere amministratori veramente indipendenti mi sembra ci sia molto da discutere, mentre è certo che gli amministratori di minoranza siano espressione - appunto - di una minoranza individuata, ed è per questo che propendo per la seconda ipotesi). Si dimostra disponibilità, inoltre, a considerare la collocazione di alcune disposizioni - come le operazioni con le parti correlate - nei provvedimenti di modifica del diritto societario, sebbene personalmente riterrei preferibile inserirle in questo provvedimento, soprattutto in caso di approvazione dello stesso.

Una volta apportate le modifiche del caso, dunque, non intravedo particolari ostilità al provvedimento. Si riscontrano, però, resistenze preoccupate da parte di alcune organizzazioni, sostanzialmente società quotate in borsa. Se questo costituisce motivo per bloccare l'*iter* del disegno di legge, una possibile soluzione alternativa ai 13 articoli potrebbe essere quella di normare il codice di autodisciplina delle società quotate per il banale motivo che sono quelle stesse ad averlo votato. Le due ipotesi, dunque, sarebbero: i 13 articoli rafforzati e migliorati da un lato, oppure - se fosse impossibile procedere nella prima direzione, posto che appare comunque necessario intervenire a

riordinare la materia -, trasformare in legge il cosiddetto « codice Preda » delle società quotate, seppure rafforzato in alcune parti (è evidente, ad esempio, che manchi, nel codice, una parte sanzionatoria), dall'altro, in quanto si tratterebbe di un atto condiviso e già applicato da tutte le società quotate. Questa ultima soluzione disinnescerebbe la mina qualora una mina fosse stata innescata. Ripeto, però, che i 13 articoli già esaminati dalle Commissioni sembrano sostanzialmente rispondenti alle esigenze di riforma del settore. Non mi pare che le resistenze menzionate siano tali da poter rappresentare uno dei grandi motivi di arresto del disegno di legge.

Quanto ai rapporti fra banche ed impresa, questo è un tema molto importante da affrontare.

Appare appropriato un intervento regolamentare che, da un lato, ampli il novero dei soggetti collegati alle banche e dall'altro introduca una piena *disclosure* della situazione debitoria e creditoria dei soci, eventualmente - e qui sono state avanzate ipotesi diverse - introducendo limiti di fido più stringenti. Io sono convinto che una completa *disclosure* sui siti delle banche della situazione debitoria e creditoria dei soci industriali sia già molto - perché è così in teoria, ma non in pratica - e che la completa trasparenza da questo punto di vista rappresenti già un notevole deterrente per risolvere i problemi tipici del conflitto di interessi. Tuttavia, c'è sicuramente nel dibattito l'ipotesi di limiti di fido più restrittivi per le imprese azioniste di banca.

Poi c'è un problema simmetrico (forse sono disattento nella lettura dei giornali, ma leggo poco): non è tanto il fatto che la banca presti i soldi all'impresa propria azionista, ma che molte imprese azioniste di banche superino i limiti quantitativi del possesso azionario attraverso patti di sindacato. Voi sapete che c'è un limite del 15 per cento; ma se noi tre facciamo un patto di sindacato, diventiamo impresa proprietaria di una banca. Forse questo è un tema che richiede una attenzione specifica perché, ripeto, ho visto che non è stato

troppo analizzato ed è un caso che in questi giorni non leggo spesso da un punto di vista teorico, ma dal punto di vista pratico.

Poi c'è il problema degli abusi di mercato; dirò più avanti come la pensiamo generalmente su questo assetto. Nei giorni scorsi, abbiamo visto ripartire una battaglia di emendamenti e controemendamenti che riecheggiava una certa situazione. Io credo che il nostro compito sia quello di disinnescare i conflitti e risolvere in maniera cartesiana le diverse opzioni esistenti, facendole discendere da un approccio di tipo generale, che mi riservo di approfondire tra breve.

Devo dire peraltro che se noi riuscissimo, depurandola o modificandola appropriatamente, ad arrivare ad una approvazione dei principi di delega - che adesso sono nell'articolato -, saremmo comunque il primo paese europeo a recepire la *market abuse*, perché mi pare che nessun paese europeo lo abbia ancora fatto nella completezza.

Veniamo rapidamente al tema della concorrenza tra ordinamenti che, in un mercato integrato come quello europeo, è molto importante. Il testo che voi avete trattato contempla il tema delle società estere e quello delle obbligazioni estere. Le norme corrispondono in gran parte al testo originariamente proposto dal Governo. Ho riscontrato la necessità che l'autorità preposta al controllo - la Consob o l'Amef, chiamatela come volete - abbia poteri di attuazione sufficientemente ampi e flessibili, soprattutto in tema di obbligazioni, per tener conto dell'evoluzione pratica dei mercati. Per quanto riguarda le norme sull'obbligazione, abbiamo piena disponibilità a considerare la loro collocazione nei provvedimenti di modifica e di riforma del diritto societario. Ripeto, io cercherei anche qui di prendere il veicolo più rapido per risolvere questa situazione.

Vengo al sistema di vigilanza che è uno dei temi che ha maggiormente ostacolato una soluzione rapida di questa questione. Innanzitutto, alla luce dell'esperienza di tutti i paesi, il sistema normale di vigilanza

si articola su due livelli: vi è un livello politico, Parlamento e Governo - non esiste paese in cui l'indipendenza dell'autorità si spinge al punto che non vi è alcuno scrutinio di tipo politico - e poi il livello amministrativo, basato ovviamente sull'autorità di vigilanza.

Il sistema italiano non è chiarissimo, l'abbiamo già detto, perché l'attribuzione delle responsabilità tra le autorità non è sempre chiara e risulta da legislazioni successive e credo sia importante mettere ordine in questa vicenda, pur tenendo conto delle specificità storiche e del luogo in cui si trovano le capacità tecniche e le dotazioni in grado di svolgere le specifiche funzioni. È ovvio che il peggiore di tutti i mondi possibili è attribuire ad un'autorità dei compiti magari molto pesanti senza fornirle le competenze che la mettano in condizione di farlo.

In teoria, se noi ragioniamo concettualmente, il modello più appropriato a me pare quello pluralistico e per finalità, un modello che abbia la stabilità da una parte, la trasparenza e la correttezza di tutti gli intermediari dall'altra e la concorrenza dall'altra ancora. Se ragioniamo cartesianamente è difficile discostarci da questo modello. Però devo anche dirvi che il modello descritto non risulta facilmente attuabile per i rischi connessi alla transizione da un sistema all'altro. In altre parole, se venissi qui a dire che l'opinione del Governo piuttosto che l'opinione preferibile è quella di una vigilanza strettamente per finalità, come dicevo, da un lato vi sarebbe un rischio concreto di reintrodurre nel provvedimento dei detonatori o delle barriere in grado di impedirne una rapida approvazione, dall'altro vi sarebbero dei rischi di transizione da un modello all'altro che, da ministro dell'economia, non mi sentirei di correre, in un momento in cui, come tutti sapete, il mercato degli intermediari in Europa rischia di entrare in una fase di turbolenza. È meglio arrivare in una fase di turbolenza come quella in cui stiamo per entrare con delle istituzioni solide, preposte ai loro compiti, anziché con un modello teorico che però non funziona. Avete visto

sul *Financial Times* - ne cito uno per tutti - le opinioni delle banche straniere sul mercato creditizio italiano.

Il modello che a me appare più pragmaticamente attuabile - dopo un'ampia ricognizione, non si tratta di idee personali - può essere così descritto. Attribuiamo ad un'autorità rafforzata e rinnovata - anche nelle dotazioni - la vigilanza sulla correttezza dei comportamenti e sulla trasparenza di tutte le attività connesse ai servizi di investimento e di tutti i prodotti finanziari offerti sul mercato. Chiamiamola Consob, chiamiamola Amef, chiamiamola SEC, non è questo il punto: tutta la trasparenza e soprattutto la correttezza dei comportamenti sui servizi di investimento è affidata a quest'autorità riformata. Alla stessa autorità, in coerenza, attribuiamo poteri di controllo sull'emissione dei valori mobiliari - i famosi *corporate bond* -, disciplinati attualmente dall'articolo 129 del testo unico bancario, tema che ho discusso anche con la Banca centrale, che non dissente da questa ipotesi dello spostamento di competenze su quest'area. Ripeto, tutto ciò in un'ottica funzionale e senz'altro non punitiva dei comportamenti passati.

Per ciò che non attiene a questa parte di trasparenza su quelli che si chiamano i servizi finanziari, il modello rimane ispirato alla vigilanza istituzionale: la Banca d'Italia mantiene ovviamente la vigilanza sulla stabilità complessiva del sistema finanziario, sulla sana e prudente gestione di banche e di intermediari finanziari e immobiliari e, in questa fase transitoria, anche sulla concorrenza, perché ritengo che il momento sia molto delicato e non particolarmente ideale per cambiamenti istituzionali che potrebbero esporre il paese a dei rischi; l'Isvap mantiene la vigilanza sulle imprese di assicurazioni; la Covip sui fondi pensione; l'Autorità garante della concorrenza e del mercato naturalmente dice la sua anche nel campo della concorrenza bancaria, come avviene già oggi. Ripeto, trasparenza di tutti i prodotti e di tutti i servizi finanziari, compresi i *corporate bond*, attribuita all'Amef (o Consob); sostanzialmente per il

resto il modello resta quasi invariato rispetto a quello che è adesso, a meno della transazione dell'articolo 129.

I principi ispiratori della nuova autorità dei mercati finanziari che sono nel testo per il Governo vanno sostanzialmente bene. Ritengo che i poteri dell'autorità dei mercati finanziari-Consob vadano rafforzati con riferimento ai prodotti bancari e assicurativi. Se viviamo in questo paese, abbiamo un evidente problema che non è la dotazione di soldi, ma di attrezzatura, di *capability* di questa autorità, che va sicuramente rafforzata se vogliamo conferirle più compiti. Non commetterei mai l'ingenuità di raccomandare più compiti in capo ad una autorità senza rafforzarla adeguatamente.

Veniamo ora ai principi comuni a tutte queste autorità. Sicuramente ci vuole indipendenza e autonomia finanziaria; infatti, non si possono avere delle autorità che dipendano dal Governo per avere l'allocazione di fine anno o condizioni di sopravvivenza minime o dotazioni. Io stesso quando ero direttore generale del tesoro mi sono trovato, più volte, in imbarazzo con il presidente della Consob che chiedeva ripetutamente il mio intervento; non è giusto! Bisogna che queste autorità posseggano proprie dotazioni per avere la loro indipendenza, ovviamente, in sobrietà di costumi. Non ritengo che debbano dipendere finanziariamente dal Governo e dalla legge finanziaria.

Occorre inoltre: partecipazione del Parlamento con ampie maggioranze ai procedimenti di nomina (in proposito, tempo fa era stato fatto più volte l'esempio dell'Autorità per l'energia come paradigma di questo genere di cose); trasparenza dell'azione che significa motivazione degli atti e controllo giudiziario sugli stessi; consultazione degli operatori di mercato e del consumatore in relazione all'emanazione dei provvedimenti; infine, potere di erogare autonomamente le sanzioni per le irregolarità riscontrate, anche perché, poi, il ministero fa un controllo di tipo formale, per cui tanto vale che possano essere autonomamente erogate.

Un modello di vigilanza così pluralistico, cioè basato sulla coesistenza di autorità diverse, deve prevedere efficaci meccanismi di coordinamento e raccordo tra questi in modo che si evitino arbitraggi regolamentari, per esempio che i fondi pensione di un tipo siano regolamentati diversamente da quelli di un altro tipo; su questo, dobbiamo stare molto attenti. La collaborazione può venire e, nel mondo viene realizzata, o attraverso collegamenti funzionali tra le autorità (comitati) o con partecipazione di tutte le autorità e, non solo di una, al CICR dove il Governo realizza la propria funzione politica.

Infine, avendo parlato più volte con intermediari finanziari sia italiani sia stranieri, con riferimento al nostro ordinamento, tutti raccomandano di anticipare in qualsiasi veicolo legislativo - io proporrei il farlo in questo - almeno due norme di diritto fallimentare: la prima è quella sulle azioni revocatorie, mentre la seconda è quella dell'eventuale responsabilità della banca che offre il credito nella procedura di bancarotta. La seconda serve ad evitare che una banca che aiuta un'impresa in difficoltà sia poi chiamata in un provvedimento penale, caso possibile di sovrapprotezione, mentre la prima, quella sulle revocatorie è, ovviamente, a voi ben nota.

Per il momento mi sembra di aver detto tutto, avendo ben chiaro che questo è l'inquadramento generale da cui poi scendono tutte le implicazioni possibili.

PRESIDENTE. Ringrazio il ministro per la sua ampia esposizione, che credo sarà molto utile poter leggere. Do la parola ai colleghi che intendono intervenire, pregandoli di fare interventi brevi visto che i nostri lavori coincidono con quelli dell'Aula.

MAURO AGOSTINI. La ringrazio signor ministro per la sua relazione, su cui mi riservo naturalmente di riflettere meglio perché lei ha affrontato molti temi. Devo dirle che ascoltandola mi è venuto un dubbio: perché dovremmo avere bisogno di una legge sul risparmio, se le cose

stanno nei termini in cui dice lei? Faccio un po' fatica!

I mercati aspettano una risposta, lei ha ragione. Io sono assolutamente convinto di questo; infatti, il mio gruppo, i Democratici di sinistra, ha presentato per primo, in febbraio, una proposta di riforma del risparmio che ha carattere sistemico, proprio perché convinti che sia necessario dare una risposta immediata ai mercati. Oggi, questa risposta è assai più urgente di allora perché, per mesi, il Parlamento non è riuscito - per responsabilità precise, ma non è questa la sede per chiarirle - a soddisfarla.

Francamente, però, mi sembra che la « montagna partorisca il topolino ». Che cosa voglio dire?

Lei ha insistito molto e giustamente sul tema della tutela degli investitori e dello sviluppo dei mercati. La tutela degli investitori - per quanto mi riguarda - è la garanzia delle minoranze organizzate. Stupisce un po' - io, invece, questo lo considero come un fatto positivo e lo sottoscrivo nuovamente - che il nuovo ministro dica di essere favorevole alla soluzione degli amministratori di minoranza. Io ritengo che questa sia una scelta giusta, però le segnalo che, nella discussione politica che si è svolta sulla proposta di legge in esame, la posizione della maggioranza e del Governo non è stata questa; ritengo comunque positiva questa respiscenza perché è importante che gli azionisti di minoranza possano esprimere degli amministratori. Le segnalo anche - ma questo fa parte di una discussione più generale - che il diritto societario modello Vietti-Tremonti non va in questa direzione, ma anche questo è un dibattito positivo che possiamo fare guardando al futuro.

C'è un altro punto che io considero importante: la rapidità del sistema giudiziario civile. Anche su questo, però, mi consenta un po' di stupefazione. La riforma del sistema giudiziario civile significa due cose, non una: la prima riguarda le sezioni specializzate perché non può riguardare soltanto il diritto fallimentare. Allora, sulle sezioni specializzate ex arti-

colo 11 della legge Mirone, poi di una proposta iniziale Gambini-Conte, noi non abbiamo mai avuto una risposta positiva da parte della maggioranza e del Governo. Questo è un tema importantissimo se vogliamo avere snellezza e rapidità nei procedimenti; altrimenti, parlare della concorrenza tra ordinamenti è bello e *trendy*, ma, poi, diventa un discorso vuoto, se non si va alle questioni vere dell'implementazione di queste affermazioni nel sistema normativo nazionale.

La riforma del diritto fallimentare segna l'insuccesso di tre anni e mezzo di lavoro delle varie commissioni che avete insediato (sia al Ministero della giustizia sia a quello dell'economia) che non hanno « cavato un ragno da un buco »; questo insuccesso, però, non è dovuto ai tecnici, ma ai politici e al Governo che non sono riusciti a risolvere niente. Oggi lei ci propone come riforma del diritto fallimentare le azioni revocatorie e la revisione della responsabilità delle banche nel procedimento di bancarotta.

Credo sia necessario compiere uno sforzo. Per affrontare il problema della crisi di impresa, questione molto più complessa di questa parziale riforma che lei propone, vi sono i tempi e le proposte di legge presentate, fra cui una riguardante il diritto fallimentare, presentata nel mese di luglio di questo anno da parte del gruppo dei Democratici di sinistra-L'Ulivo.

Ritornando ai temi della *governance*, le confesso di aver provato un forte stupore in merito a quella che, mi auguro, sia soltanto un'affermazione da conversazione accademica. Lei ha affermato che se si dovessero trovare ostacoli (non capisco, fra l'altro, a quale tipo di ostacoli abbia inteso riferirsi, politici, lobbistici od altro) per portare a compimento una « miniriforma » - di questo si tratta - il Parlamento dovrebbe trasformare in legge il codice Preda. Di fronte a questa affermazione allargo le braccia. Ritengo il codice Preda assolutamente insufficiente come codice di autoregolamentazione di un moderno paese avanzato, ed infatti non ha ottenuto niente e non ha risposto alle esigenze delle società più dinamiche e dei

mercati. Le questioni debbono essere affrontate più alla radice. Quando è stato affermato che il problema è sistemico, non si intendeva fare un'affermazione solo per il gusto di farla. Bisogna che affrontiamo complessivamente le questioni della *governance* societaria, dei controlli, di cui lei non ha parlato affatto. In merito a ciò, vorrei sapere cosa ne pensa del collegio sindacale o delle società di certificazione, quale ritiene debba essere il percorso di nomina delle società di certificazione e quale il conflitto di interessi da impedire in capo alle società di certificazione. Lei spesso si è riferito allo scenario anglosassone; questi sono temi all'ordine del giorno della discussione e delle decisioni politiche, che non è possibile ignorare.

Nello sforzo compiuto nella prima fase di discussione della riforma del risparmio, quella condivisa della cosiddetta proposta Conte-Gambini, era emersa una soluzione, per quanto riguarda i modelli di vigilanza, tripartita per finalità, che ebbe anche un riconoscimento nella « famosa » lettera della BCE in cui si affermava che finalmente anche l'Italia si metteva sul terreno comune agli altri paesi. Il modello organizzativo cui lei faceva riferimento è un'altra questione. In quel caso stiamo considerando l'organo monocratico o le suddivisioni ed articolazioni all'interno di questo organo, in merito al quale esistono diverse esperienze, come quella francese, quella tedesca ed altre ancora. Vorrei invece capire con precisione quali siano gli ambiti degli assetti di vigilanza, più che i modelli organizzativi e di *governance* delle autorità di vigilanza, per i quali mi appare chiara la ripartizione per finalità. Lei potrebbe considerare semplicistica la soluzione ma non ritengo che sia così; nel mondo funziona. Ciò che non capisco riguarda l'aspetto ibrido, che lei critica in dottrina e ripropone nella pratica, cioè il fatto che rispetto all'attuale assetto la competenza in merito alla trasparenza dei fondi passi alla Consob.

DOMENICO SINISCALCO, *Ministro dell'economia e delle finanze*. I fondi e le *corporate bond*.

MAURO AGOSTINI. Quindi, anche i fondi comuni. Tutto il resto rimarrebbe immodificato compresa la stabilità e la concorrenza nel settore bancario che resterebbero competenza della Banca d'Italia, compresa l'Antitrust e l'ISVAP. (Aggiungo una questione di dettaglio ma è una domanda che mi è venuta mentre lei parlava: le assicurazioni non hanno un problema legato alla trasparenza?). Di fronte a queste considerazioni mi chiedo se sia necessario un provvedimento legislativo per realizzare ciò.

Per quanto riguarda il rapporto tra banca ed impresa lei insiste molto sulla trasparenza, la *disclosure* e l'informazione. Ne abbiamo discusso molto; è un terreno da affrontare. Mi sembra, però, che l'esempio che lei ha fatto, di società ordinarie che controllano le banche attraverso patti di sindacato, sia già normato dal testo unico bancario con la nozione di controllo prevista dall'articolo 23. Forse vi è un problema di *enforcement*, come direbbe lei?

Proseguendo nelle considerazioni, le obbligazioni bancarie e quelle non bancarie sono un tema delicatissimo su cui le Commissioni riunite hanno lavorato tantissimo. Gli aspetti da valutare sono due, uno dei quali riguarda le obbligazioni bancarie. Scopro oggi che lei non sa nulla degli emendamenti proposti al disegno di legge comunitaria. Voglio vedere cosa faremo la settimana prossima - lo dico senza spunti polemici - se il Governo esprime pareri favorevoli su emendamenti che stravolgono l'impianto e poi afferma di non saperne nulla. Come deputato, mi preoccupa. Vedo, inoltre, dal *market abuse* che le obbligazioni bancarie continuano ad essere nel regime attuale, cioè senza prospettive. Le pare una risposta adeguata ai problemi incontrati?

Per quanto riguarda le obbligazioni in senso più ampio, i *corporate bond*, qual è la proposta? Lei propone la « Vietti », cioè nel caso in cui siano rivenduti sul mercato nazionale (le « famose » vicende del Lussemburgo) emissioni e prodotti emessi all'estero lei afferma che vi sia una garanzia, sulla base appunto del modello Vietti.