

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE
GIORGIO LA MALFA

La seduta comincia alle 11,20.

(La Commissione approva il processo verbale della seduta precedente).

Sulla pubblicità dei lavori.

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

(Così rimane stabilito).

**Audizione di rappresentanti
della Consob.**

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati, l'audizione di rappresentanti della Consob.

Ringrazio il dottor Antonio Rosati, funzionario generale della Consob, il quale è accompagnato dalla dottoressa Silvia Carbone, dal dottor Giovanni Sabattini, dal dottor Giovanni Siciliano, dal dottor Manlio Pisu e dal dottor Riccardo Carriero.

Questa indagine si è sovrapposta con i fatti che sono avvenuti in questi giorni relativi ai *bond* argentini, sui quali abbiamo svolto pochi minuti fa delle audizioni informali e quindi non escludo che qualche collega porrà delle domande specifiche su tale questione.

ANTONIO ROSATI, *Funzionario generale della Consob*. Ringrazio il presidente e la Commissione per l'invito rivolto al nostro istituto. La mia esposizione riguarderà in una prima fase l'operatività delle famiglie e della clientela *retail*, i quali sono ai margini dell'indagine conoscitiva che state svolgendo, perché l'indagine verte principalmente sul rapporto tra intermediari ed imprese.

PRESIDENTE. Mi scusi la precisazione, ma all'inizio dei lavori qualche collega ha chiesto che tale indagine fosse estesa anche ai privati alla pubblica amministrazione e ai prodotti derivati presso la clientela *retail*.

ANTONIO ROSATI, *Funzionario generale della Consob*. Illustreremo inoltre le evidenze sia qualitative che quantitative emerse dall'indagine che la Consob stessa ha autonomamente promosso, e svolgeremo una ricostruzione giuridica del problema sia alla luce della normativa attuale sia nella presumibile evoluzione futura, alla luce della nuova direttiva sui servizi di investimento.

L'ultimo capitolo della mia esposizione riguarderà l'introduzione degli IAS, perché nel progetto dell'indagine conoscitiva proposta si faceva riferimento alla contabilizzazione di questi strumenti e devo dire che a nostro avviso si tratta di un aspetto estremamente importante.

Ancora in premessa vorrei ricordare che nella prestazione dei servizi di investimento, la normativa divide gli operatori tra operatori qualificati e operatori non qualificati. Allo stato attuale delle norme l'articolo 31 del regolamento Consob

n. 11522 chiarisce cosa sia un operatore qualificato: esso è un investitore istituzionale, l'intermediario finanziario, che per esperienza, professionalità, direi per definizione, conosce l'argomento; ma rientrano in questa categoria anche i soggetti e le imprese che, ritenendo di avere una alta professionalità nella materia, si autocertificano: il caso classico è quello del rappresentante legale di una società che rilascia una dichiarazione all'intermediario.

Gli operatori non qualificati sono le famiglie, gli investitori *retail*, e coloro per i quali sostanzialmente l'ordinamento appresta una tutela particolare.

L'articolo 6 del Testo unico della finanza sollecita le autorità interessate a tener conto di queste differenze. Infatti, non possiamo pensare di trovarci di fronte alla stessa realtà. Nei confronti degli operatori non qualificati c'è la massima attenzione, mentre per gli operatori qualificati valgono soltanto alcune regole previste nel testo unico per la finanza.

Passo quindi ad affrontare il primo punto: l'evoluzione del sistema finanziario e l'operatività delle famiglie negli strumenti derivati. Diciamo subito che le famiglie, a partire dagli anni '90, dismessi gli investimenti in titoli di Stato, si sono indirizzate alla ricerca di rendimenti maggiori, attraverso le obbligazioni strutturate e le polizze assicurative. Le famiglie non entrano direttamente nel mercato degli strumenti derivati e soltanto il due per cento delle famiglie, secondo una ricerca condotta dalla Borsa italiana, ha operato direttamente su strumenti derivati, soprattutto sui *covered warrant*, che sono delle opzioni *put and call* cartolarizzate, ma sono quotate su un segmento di mercato della Borsa italiana.

A parte questa modesta operatività, le famiglie non operano in tale mercato. Viceversa, c'è un'esposizione mediata sui derivati attraverso gli investimenti in obbligazioni strutturate e polizze assicurative, perché questi strumenti finanziari hanno un contenuto meno rischioso.

Che cosa ha consentito questo passaggio, a parte, come è ovvio, la ricerca di rendimenti maggiori? Devo subito preci-

sare, come la Consob abbia segnalato in diverse occasioni il fenomeno; quella che sto oggi rappresentando non è una novità: in effetti, sono previste, all'articolo 100 del Testo unico sulla finanza, talune esenzioni per questi prodotti. Esenzioni che consentono di collocare tali prodotti senza il relativo prospetto informativo e che concernono anche la disciplina dei servizi di investimento: in particolare, queste ultime investono i comportamenti dell'intermediario in relazione a questi prodotti, nel senso che quest'ultimo deve sì rispondere alle regole dell'intermediazione, solo, se il servizio offerto riguarda strumenti finanziari quali le obbligazioni strutturate.

Se invece parliamo di polizze assicurative siamo nel campo dei prodotti assicurativi, per cui non trova applicazione in questa sede la disciplina dei servizi di investimento, ovvero quella relativa all'effettività dei principi di correttezza e diligenza dei comportamenti. Esiste quindi una serie di esenzioni che ha consentito un ingresso, a mio parere sin troppo « massiccio », su questi titoli.

Ricordo che, ad esempio, tra questi titoli vi sono le cosiddette *reverse convertible*, che possono anche la mancata comportare la restituzione del capitale. Essendo esse legate ad un paniere di azioni, anche il valore capitale può essere ridotto, o addirittura in teoria, trattandosi di vendere una *put*, la perdita può raggiungere l'intero capitale.

PRESIDENTE. Per correggere questa asimmetria tra prodotti vendibili alla clientela *retail*, coperti dalle regole di trasparenza del Testo unico sulla finanza, e quelli non coperti da tali previsioni, ad esempio le polizze assicurative, sarebbe necessaria una modifica normativa o al limite sarebbe sufficiente un regolamento della Consob? Sarebbe quindi necessaria una modifica del Testo unico sulla finanza?

ANTONIO ROSATI, *Funzionario generale della Consob*. Sarebbe necessaria sicuramente una modifica del Testo unico, e quindi una modifica di natura norma-

tiva. Vorrei aggiungere che per quanto riguarda le obbligazioni bancarie, ovvero strutturate, sarà necessariamente così, considerata la cosiddetta « direttiva-prospetto ». Pertanto, nel recepire quella direttiva, l'iter prevede questa possibilità. Per i prodotti assicurativi, sarebbe invece necessaria una modifica di natura normativa.

Per quanto riguarda il mercato dei derivati, i soggetti che vi entrano naturalmente sono le banche, gli investitori istituzionali e le imprese non finanziarie. Essi partecipano direttamente sia negoziando strumenti quotati nei mercati regolamentati sia attraverso la conclusione di contratti bilaterali. E qui c'è una prima distinzione di prodotti derivati: prodotti derivati trattati sui mercati e prodotti derivati trattati, per così dire, *one to one*. Nel primo caso parliamo di *exchange traded*, trattati in borsa; nel secondo caso, parliamo di mercato OTC. Quest'ultimo, come vedremo, è il più ampio — *over the counter* —, ed è anche quello che ha registrato i tassi di sviluppo maggiori.

I prodotti trattati sui mercati regolamentati sono standardizzati; i derivati OTC hanno invece caratteristiche opposte. In primo luogo, essi possono essere strutturati in considerazione delle specifiche esigenze delle controparti e, in secondo luogo, comportano un rischio di controparte nel rapporto *one to one* con l'intermediario. Nel caso dei mercati regolamentati, questo non esiste perché normalmente vi è una cassa di compensazione e garanzia.

Quali sono i prodotti derivati di maggiore diffusione? Il Testo unico sulla finanza ne individua tre tipologie di base: i contratti *futures*, i contratti *swap* e i contratti di opzione.

I contratti più diffusi e quindi trattati su mercati regolamentati sono essenzialmente i contratti *futures* e quelli di opzione. Quelli trattati in OTC sono essenzialmente gli *swap*, ma anche i primi due possono essere trattati su tale mercato.

I tassi di sviluppo, sia a livello mondiale sia a livello nazionale, si attestano su cifre estremamente elevate rispettivamente in-

torno al 33 e 51 per cento annui. Diciamo che la gran parte dei derivati in OTC sono derivati *swap* sui tassi di interesse, e, solo in misura assai più limitata, sui tassi di cambio, almeno per quanto riguarda il nostro paese.

La Consob ha promosso una propria indagine sulla base di alcuni esposti ricevuti: tra il 2002 e il 2004 sono infatti pervenuti alla Consob circa 30 esposti in materia da parte delle imprese. Non si tratta di una cifra straordinaria, se si pensa che la Consob, nello stesso periodo, ha ricevuto qualcosa come 9 mila esposti.

Abbiamo tuttavia ritenuto opportuno promuovere tale indagine, dal momento che non è una cosa di poco conto il fatto che un'impresa denunci simili episodi. Le imprese lamentavano in buona sostanza, oltre alle perdite che avrebbero subito a seguito della stipula di tali contratti, una scarsa o mancata informativa preventiva circa le caratteristiche dello strumento finanziario, nonché l'inadeguatezza dell'operazione rispetto alle esigenze effettive di copertura dei loro rischi.

Le imprese sostengono che l'operatività in derivati sarebbe stata svolta dalle banche in stretta connessione con quella creditizia: la stipula del contratto derivato veniva talvolta presentata come necessaria per il buon fine del finanziamento.

Devo preliminarmente chiarire un profilo: quella che abbiamo promosso non è un'indagine campionaria e non ha quindi la pretesa di rappresentare l'universo intero della situazione. Abbiamo comunque interessato le dieci banche più grandi e sappiamo che queste in buona sostanza realizzano il 65 per cento in termini di posizioni in derivati. È quindi una buona rappresentatività, ma in ogni caso l'indagine mirava alla conoscenza del fenomeno e non ad esaminare i rapporti fra singolo cliente e singola banca.

Vorrei aggiungere che è stata promossa tale indagine perché, a nostro avviso, è assente nel sistema una rilevazione sistematica, una base statistica « forte » sulla quale fondare un'attività di vigilanza.

Vorrei inoltre dire, a titolo personale, che è molto importante che la Banca d'Italia, a partire da gennaio di quest'anno, abbia inserito nella Centrale dei rischi i derivati OTC, dal momento che questo consente effettivamente una conoscenza che, resa opportunamente anonima, potrebbe costituire una base statistica per l'intero sistema.

C'è da aggiungere che gli strumenti derivati sono degli strumenti estremamente difficili da inventariare, in quanto sono estremamente sfuggenti. Già negli anni passati — il dottor Sabatini potrebbe testimoniare — a livello internazionale molti tentativi di classificazione sono falliti. Non so se vi siano degli interessi, magari da parte delle grandi banche internazionali, a preferire una linea di opacità, certo è che una base statistica più articolata sulle posizioni dei vari intermediari sarebbe estremamente importante.

Per quanto riguarda gli aspetti qualitativi emersi dall'indagine sugli strumenti derivati OTC, quello svolto dai nostri intermediari è in generale un servizio di negoziazione per conto proprio. Generalmente il rischio di mercato insito nelle posizioni viene contestualmente trasferito dagli intermediari che intrattengono rapporti con la clientela al soggetto del gruppo specializzato. Questa politica di gestione può prevedere sia l'utilizzo di posizioni già esistenti all'interno della banca, sia l'acquisto sul mercato di strumenti derivati che vengono « ritagliati » sulle esigenze del cliente. Alcuni intermediari operano nell'ambito dei servizi di negoziazione per conto terzi, ma è più raro. In questi casi l'ordine viene di regola eseguito all'interno del gruppo.

L'operatività ha avuto ad oggetto in via assolutamente prevalente i derivati su tassi di interesse, anche se vi è una certa operatività su tassi di cambio. È assolutamente marginale, invece, l'utilizzo di strumenti derivati su azioni o su merci. Gli strumenti più utilizzati sono gli *swap* e, secondariamente, le opzioni. Tra gli strumenti in parola assumono rilievo in termini dimensionali le strutture non ele-

mentari ossia, come si dice, *non plain vanilla*, ma piuttosto create *ad hoc* per il cliente, si tratta quindi di opzioni cosiddette esotiche. In particolare, nella categoria degli *swap* risultano diffusi quelli contenenti opzioni implicite, mentre è notevole la presenza di quelle cosiddette esotiche.

Gli intermediari sostanzialmente hanno giustificato la necessità di ricorrere a opzioni esotiche piuttosto che a *swap plain vanilla* in quanto in questo modo la copertura del rischio può essere limitata ad una fascia — ad esempio, si copre il rischio di rialzo del tasso di cambio solo nel limite del 10 per cento — riducendo al contempo il costo dell'opzione. Di contro, la maggiore complessità della struttura si riflette su una maggior opacità dello strumento e una maggiore difficoltà di valutazione.

Gli intermediari generalmente attribuiscono questo compito ad una loro struttura interna. La politica commerciale adottata nella vendita di derivati OTC risulta differente all'interno dei vari gruppi bancari, tuttavia il compito normalmente è riservato alle filiali bancarie che si occupano di rapporti *corporate* o addirittura alla sede centrale. In altre parole, non tutti gli sportelli di una banca sono coinvolti in una politica commerciale di questo tipo. Sostanzialmente ad oggi non abbiamo trovato — anche se quest'indagine ovviamente si basa su dichiarazioni di parte — politiche di incentivazione di questi prodotti da parte delle banche. Forse ve ne sono state nel passato, ma ad oggi questo non è dato rilevare. Naturalmente vi sono dei *budget* e in questo senso si realizza la politica della banca.

La maggior parte dell'operatività è svolta sia con controparti istituzionali, sia con operatori qualificati. L'operatività con investitori istituzionali sostanzialmente rappresenta la gran parte dell'operatività, circa il 93 per cento, mentre l'operatività degli intermediari con le imprese rappresenta soltanto il 7 per cento. Il dato importante emerso è che gli intermediari si sarebbero dotati di pro-

cedure di classificazione della clientela aderenti a quanto stabilito dall'articolo 31 del regolamento Consob. In particolare, alcuni intermediari si sono dati una politica dimensionale, nel senso che non trattano con la clientela al di sotto di certe dimensioni di fatturato e questo in qualche modo anticipa le previsioni della nuova direttiva sui servizi di investimento.

Peraltro — almeno da quanto dichiarato — sarebbe diffusa presso gli intermediari la prassi di verificare in via autonoma — mediante colloqui con i clienti, analisi dei dati di bilancio e acquisizione di ulteriori informazioni anche presso la centrale dei rischi — l'effettiva capacità di comprensione da parte del cliente degli strumenti derivati proposti e la concreta necessità di porre in essere queste operazioni. Ripeto, i limiti quantitativi che alcune banche hanno fissato e le analisi cui facevo cenno rappresentano due previsioni che poi ritroveremo nella nuova direttiva MiFID.

Quanto alla finalità delle operazioni — sempre secondo quanto dichiarato dalle banche — larga parte dell'operatività è svolta a fini di copertura dei rischi della clientela e, trattandosi di tassi di interesse, il problema è coprirsi dai rischi derivanti dall'aumento dei tassi di interesse. Il fenomeno è tuttavia di difficile quantificazione, in quanto gli intermediari non sempre sono in grado di conoscere le reali motivazioni della clientela, anche per via del fenomeno, tipico del nostro sistema finanziario, del multiaffidamento. In ogni caso, le banche hanno dichiarato che la gran parte delle operazioni poste in essere consiste in operazioni di copertura, quindi non speculative o di arbitraggio.

La maggior parte dell'operatività complessiva in derivati è riferibile ad imprese ed ha avuto ad oggetto strumenti legati all'andamento dei tassi di interesse. Ricordo — ma si tratta di cose dette anche da Banca d'Italia e da Confindustria — che sostanzialmente il problema si è creato perché negli anni 2000 vi erano attese per una ripresa economica — quindi per una crescita dei tassi di interesse — e quindi vi sono state opera-

zioni di copertura mediante l'acquisto di contratti *swap*: l'acquirente ha comprato un tasso fisso contro un tasso variabile. Nel momento in cui queste attese non si sono verificate e i tassi addirittura hanno avuto un andamento decrescente, l'impresa ha dovuto farvi fronte con uscite finanziarie crescenti. Questo è stato sostanzialmente il problema che molte imprese hanno dovuto affrontare.

L'indagine ha anche specificamente approfondito il tema delle cosiddette rinegoziazioni. In effetti, alcuni intermediari hanno consigliato la rinegoziazione di queste posizioni nel momento in cui il cliente ha rappresentato ad essi di trovarsi di fronte ad una situazione finanziariamente insostenibile. Comprando uno *swap* su un tasso di interesse sostanzialmente io fisso il mio tasso, il mio costo del denaro, quindi, da un punto di vista economico non si presenta una perdita: sostanzialmente, l'operazione consente all'imprenditore di fissare il costo. Il problema è semmai correlato agli aspetti finanziari: viene chiamata «perdita» un'uscita crescente di cassa dall'impresa all'intermediario. Questo è quanto si verifica. Evidentemente, nel caso di specie, è accaduto che l'impresa non abbia percepito correttamente ciò che stava comprando al momento della stipula del suo contratto.

PRESIDENTE. Non so se i colleghi riescano a comprendere perfettamente ciò di cui si discute. Ad ulteriore chiarimento, vorrei spiegare con parole mie la questione che lei ha illustrato, nei termini e nei modi con i quali ritengo di averla compresa.

ANTONIO ROSATI, Funzionario generale della Consob. Certamente, signor presidente.

PRESIDENTE. Un'impresa ha contratto un debito a tasso variabile. Per esemplificare, ipotizziamo che il tasso variabile, attualmente, si attesti intorno al 5 per cento. Temendo che possa salire al 10, o al 15 per cento, l'impresa decide di stipulare un contratto con un soggetto che si impegna a praticarle un tasso fisso

del 7 per cento, superiore al 5 per cento del tasso variabile ma inferiore alle attese di crescita relative a questo ultimo. Alla scadenza semestrale, la banca garantirà l'importo del (tasso) variabile, mentre all'imprenditore spetterà pagare l'importo del fisso. In altri termini, l'importo del variabile sarà pagato dalla banca, la quale, però, si rivarrà sull'impresa interessata per l'importo del fisso (pari al 7 per cento, nel caso di specie). Qualora accadesse che il tasso fisso, invece di salire, subisse un decremento, per l'impresa si presenterà un costo, poiché l'imprenditore, a fronte dell'incasso di un tasso variabile, che nel frattempo potrà anche essere sceso, del 5 per cento, sarà tenuto a pagare un tasso fisso pari al 7 per cento, ovvero alcuni punti percentuali in più — si tratta, ovviamente, di numeri meramente ipotetici ed esemplificativi — di quanto avrebbe pagato in altre circostanze. Il dottor Rosati osserva però che un elemento di certezza è comunque presente, essendovi un tasso fisso, con un livello di protezione garantito. È in ogni caso altrettanto vero che quella protezione potrebbe costare — in ipotesi — una cifra crescente rispetto alle aspettative. Pertanto, si potrebbe configurare una sorta di perdita...

ANTONIO ROSATI, *Funzionario generale della Consob*. Vorrei chiarire che in realtà, come evidenziato precedentemente, non si tratta, dal punto di vista economico, di una perdita. In altri termini, l'imprenditore ha un proprio *business* che dovrà ovviamente monitorare. Quanto agli aspetti finanziari e ai profili valutari, se quell'imprenditore vorrà ottenere determinate certezze, dovrà stabilire quale sarà il costo effettivo che verrà a sopportare. Seguendo l'esempio del presidente, l'imprenditore, operando in quel modo, ha stabilito che il suo costo — il costo del denaro — sia pari al 7 per cento: quel costo si tradurrà, in effetti, in uscite dal punto di vista finanziario, le quali risulteranno progressivamente crescenti, poi-

ché, nel corso del tempo, la forchetta dei tassi — fisso da un lato e variabile dall'altro — si è andata allargando.

Finanziariamente, è chiaro che una tendenza simile possa rappresentare un costo nella misura in cui l'imprenditore si indebiti e abbia dei tassi di interesse da pagare. Il problema è che evidentemente molte imprese, anche su suggerimento delle stesse banche, hanno avanzato richiesta di rinegoziare la propria posizione, tuttavia, così facendo, quelle imprese hanno cristallizzato le loro perdite alla data della rinegoziazione. In altri termini, nel momento in cui rinegozia la propria posizione, l'imprenditore attualizza le perdite future, mediante una curva per scadenza dei tassi di interesse che potrebbe essere crescente. Oppure, anche se in quel momento la curva fosse addirittura decrescente, tutte le perdite verrebbero attualizzate sino al momento della scadenza. Inoltre, la sensazione è che anche le perdite precedenti, venissero sostanzialmente addebitate in conto corrente all'impresa e, molto probabilmente, nella fase di rinegoziazione, attraverso meccanismi piuttosto complicati, di commissioni *upfront*, finanziate dalla banca. Alla fine, anche su queste operazioni matureranno interessi futuri. Peraltro, aggiungo che sono state riaperte posizioni anche piuttosto complicate, perché basate, come osservavo precedentemente, su opzioni esotiche (in base alle quali, ad esempio, si stabilisce l'assenza di copertura al di sotto o al di sopra di un certo livello di tassi di riferimento), per cui le rinegoziazioni, in concreto, hanno finito per tradursi in perdite ulteriori per le imprese.

Per quanto riguarda gli aspetti quantitativi, l'indagine mette inoltre in evidenza una serie di dati. I soggetti non finanziari che hanno intrattenuto rapporti con i dieci gruppi bancari interpellati sono circa 50 mila, i contratti stipulati ammontano a 78 mila, ed il controvalore nozionale, al 30 giugno 2004, è pari a 146 miliardi di euro. In proposito, per rendere più rapida l'esposizione, vorrei solo ricordare che il taglio medio delle operazioni poste in essere con gli operatori qualificati è pari a 3,6 milioni di euro. Stiamo parlando, lo

ripeto, di « nozionale » — cioè del valore di riferimento del derivato, il suo valore « nominale » — con riferimento alle operazioni poste in essere con gli operatori qualificati. Nel caso degli operatori non qualificati, invece, la dimensione media dei contratti è di circa 390 mila euro. Al 30 giugno 2004, con riferimento ai valori di mercato, le posizioni detenute dalla clientela qualificata rappresentavano circa il 98 per cento del complessivo *mark to market*. Mentre per i derivati sui tassi di interesse il valore medio del contratto è risultato negativo per 98 mila euro (sostanzialmente, la perdita sul singolo contratto è di circa 98 mila euro), per gli operatori non qualificati la perdita risulta invece marginale, inferiore ai 500 euro.

Per ciò che riguarda in particolare le imprese l'indagine fornisce anche la dimensione media dei contratti per fascia dimensionale (grande impresa, media impresa e piccola impresa) e si può notare che — al crescere del nozionale — si incrementa notevolmente anche la perdita registrata sulla posizione. L'unidirezionalità del fenomeno, ovvero la presenza di una perdita conforme su tutte le posizioni, induce a pensare, così come ritengono le banche, che si sia trattato di operazioni di copertura di rischio, dato certamente confortante, e non di operazioni speculative, delle quali sarebbe stata sintomatica la presenza di operazioni molto consistenti in termini di nozionale ma con perdite molto ridotte, a macchia di leopardo.

PRESIDENTE. Se ho ben capito, secondo i dati tratti dall'indagine della Consob, le perdite annunciate in questo campo sono il frutto di un andamento, fondamentalmente dei tassi di interesse ma anche di quelli di cambio, di senso opposto a quanto previsto: in ribasso invece che in salita.

Di conseguenza, si sono avute perdite pesanti, dovute non tanto all'utilizzo o all'introduzione nell'attività finanziaria delle imprese — industriali o artigiane — di elementi di forte speculazione, quanto ad un andamento del mercato inatteso.

Quindi, dovrebbe trattarsi di una situazione che, a fronte di un andamento meno anomalo del mercato, non dovrebbe ripetersi o verificarsi. Siamo, cioè, di fronte a dei contratti privi, in sé, di elementi pericolosi, a differenza di quanto è accaduto per contratti del tipo *My way*, cui faceva riferimento il collega Benvenuto in un'altra occasione.

ANTONIO ROSATI, Funzionario generale della CONSOB. Le banche dichiarano che si tratta di contratti di copertura: noi riscontriamo tale unidirezionalità.

Il presidente faceva poi riferimento agli enti pubblici. Effettivamente, tali soggetti (circa 900) costituiscono quasi il 2 per cento del totale dei clienti non finanziari che hanno operato in derivati con i gruppi bancari.

L'operatività degli enti pubblici ha avuto ad oggetto esclusivamente derivati sui tassi di interesse e il controvalore nozionale delle posizioni, al 30 giugno 2004, ci risulta pari a 12 miliardi di euro sempre con riferimento alle dieci banche interpellate.

Rispetto al settore delle imprese si osserva una dimensione media dei contratti molto più elevata (circa 12 milioni di euro, contro i 2,6 milioni di euro delle imprese) e una perdita media pure più consistente (circa 430 mila euro, contro i 76 mila euro circa delle imprese). Anche tra gli enti pubblici si rileva una percentuale molto elevata di soggetti con posizioni in perdita. All'interno della categoria degli enti pubblici, la parte preponderante è rappresentata dagli enti locali.

Si vede abbastanza chiaramente che questa operatività si è sviluppata dopo la legge finanziaria per il 2002 (legge n. 448 del 2001) che ha introdotto la possibilità per gli enti locali di porre in essere operazioni in strumenti derivati.

Il decreto ministeriale del 1° dicembre 2003 n. 389 e la successiva circolare interpretativa sono intervenuti per rendere più ordinato l'accesso al mercato da parte degli enti locali, in effetti, sono state fissate una serie di regole che hanno reso più ordinato il contesto, posto che in quel

periodo, l'attività degli enti locali è stata piuttosto intensa.

Per quanto riguarda l'inquadramento giuridico di tutta questa attività, l'operatore non qualificato ha diritto ad una tutela sull'attività di servizi di investimento in termini di informazione che deve ricevere sullo strumento finanziario, di rivelazione dei conflitti di interesse di cui l'intermediario può essere portatore e di comportamento, da parte dell'intermediario, corretto, diligente e trasparente. Non da ultimo, l'intermediario deve operare una valutazione sull'adeguatezza dell'investimento che l'operatore non qualificato sta facendo.

Tutto questo non si applica, invece, all'operatore qualificato così come lo abbiamo definito all'inizio. Ad esso, si applica soltanto l'articolo 21 del Testo unico della finanza, cioè, i criteri generali. L'intermediario deve essere diligente, corretto e trasparente ma i singoli presidi non si applicano all'operatore qualificato.

La novità della direttiva MiFID sta essenzialmente nella definizione di operatore qualificato. Oggi l'operatore qualificato è definito dall'articolo 31 del regolamento Consob. Sostanzialmente, si tratta di soggetti che operano nel settore finanziario (principalmente banche e SIM, ossia i cosiddetti investitori istituzionali). Accanto a questi ultimi vi sono poi coloro che chiedono di essere qualificati come operatori professionali autocertificandosi come tali.

Questa è la situazione attuale. Domani la situazione sarà la stessa per gli investitori istituzionali, tuttavia le imprese potranno autodefinirsi come operatori qualificati dal momento in cui raggiungeranno certe dimensioni che la direttiva stabilisce: dovranno avere un attivo di bilancio di almeno 20 milioni di euro, un fatturato di almeno 40 milioni di euro e un patrimonio netto di almeno due milioni di euro. Soltanto al di sopra di questi limiti potremo parlare di imprese come operatori qualificati. Al di sotto di tali limiti sarà comunque possibile per un'impresa chiedere di essere trattata come un operatore qualificato, rinunciando quindi a tutte le

tutele di legge, tuttavia la banca dovrà condurre una sua istruttoria approfondita sull'impresa: sui suoi bilanci, sulla sua attività in strumenti finanziari nell'ultimo anno e via dicendo. Insomma, sarà molto complicato dichiararsi operatore qualificato.

Non solo, la direttiva MiFID introduce anche una terza categoria, la cosiddetta controparte professionale, nel senso che ci saranno essenzialmente delle grandi imprese (un aspetto che però deve ancora essere definito dal secondo livello della direttiva), che potranno operare come controparti professionali. In altre parole, potranno negoziare sul mercato anche soggetti come, per esempio, la FIAT, che potrà essere considerata come una controparte professionale, nel senso, cioè, di un soggetto che non ha bisogno di tutele particolari (tuttavia, per definire la controparte professionale gli elementi e i vincoli devono ancora essere stabiliti).

Questo è quanto previsto dalla nuova direttiva, per cui le cose cambieranno e abbiamo notato che alcune banche si stanno in qualche modo già uniformando al nuovo sistema.

Venendo all'ultimo punto, si può dire che oggi il trattamento contabile in bilancio di un prodotto derivato e degli strumenti finanziari, sostanzialmente, risponde alla natura giuridica di quel contratto. Tuttavia, possiamo affermare — anche se forse i giuristi non lo accetterebbero — che ad essere rilevante è la sostanza economica del contratto. Fino ad oggi i derivati, soprattutto quelli di copertura, sono finiti nei conti d'ordine con una trasparenza praticamente inesistente.

Abbiamo condotto anche una piccola ricerca sui bilanci delle maggiori società quotate non finanziarie al 31 dicembre 2003, contenuta nel documento che lasciamo a disposizione della Commissione, con l'intento di far capire quali differenze di valori si registrano con l'utilizzo degli attuali principi contabili e quelli che dal 2005 dovranno essere adottati dalle imprese, cioè, gli IAS.

La differenza sarebbe notevolissima, quanto meno sul conto economico, per

alcuni aspetti, ma anche sul patrimonio, per altri aspetti che possiamo esaminare. In ogni caso, tornando alla distinzione, ad oggi i criteri contabili rispondono alla natura giuridica del contratto e gli strumenti finanziari sostanzialmente sono rilevati al costo; proventi e oneri relativi a tali contratti sono imputati al conto economico per competenza lungo la durata del contratto. Dal 2005, in base agli IAS, gli strumenti finanziari comunque saranno valutati alle date di riferimento del bilancio, della semestrale e della trimestrale, per cui saranno valutati, come si dice, *mark to market* cioè al valore di mercato. Quindi, l'effetto economico sarà chiaro ogni tre mesi o almeno ogni sei mesi. A nostro avviso, questo offre all'impresa una consapevolezza maggiore degli effetti del prodotto che sta acquistando, perché li subisce e li osserva periodicamente. Fino ad oggi, invece, tali effetti potevano verificarsi anche dopo otto o nove anni, cioè alla scadenza del contratto. L'introduzione degli IAS normalmente induce a valutare in base ai prezzi di mercato (*fair value*) tutti gli strumenti derivati, salvo considerare che l'effetto economico degli strumenti disponibili per la negoziazione o disponibili per la vendita hanno un effetto economico direttamente sull'utile di esercizio mentre quelli di copertura hanno un effetto economico soltanto sul patrimonio dell'impresa.

Concludendo, possiamo affermare che i dati statistici disponibili mostrano come il mercato degli strumenti derivati abbia conosciuto tassi di crescita elevatissimi. Abbiamo ricordato che le famiglie e gli investitori *retail* non sono esposti direttamente sul mercato ma in via mediata. Sarei incline ad affermare che la chiara differenza tra operatore qualificato e operatore non qualificato pone al regolamentatore, cioè alla Consob, un *trade off* molto rilevante, nel senso che, certamente, quest'ultima potrebbe redigere regole molto più stringenti e molto più rigide anche per un operatore qualificato. In effetti, c'è un limite, quello costituito dalla direttiva e dal Testo unico, i quali affermano che la tutela è diversa nell'uno e nell'altro caso. Però, anche volendo

ipotizzare norme più rigide, è chiaro che dobbiamo tenere presente il *trade off* nella introduzione di regole in un rapporto d'affari tra impresa e banca. Infatti, siffatte regole rischierebbero di ingessare questo rapporto e di ingerirsi in qualche modo nella libertà contrattuale. Al contrario, regole troppo lasche finirebbero per consentire comportamenti scorretti. Noi riteniamo, come ho già anticipato, che la direttiva MiFID, da una parte, e l'introduzione degli IAS, dall'altra, danno al sistema una maggiore consapevolezza e conoscenza di questo fenomeno.

PRESIDENTE. Ringrazio molto il dottor Rosati per la sua utilissima esposizione. Dalla lettura della relazione scritta potremo comprendere meglio tutti gli elementi del problema.

Invito i colleghi a formulare le loro domande.

NERIO NESI. La relazione del dottor Rosati ha richiamato alla mia memoria le mie prime esperienze con gli *swap*, che risalgono a molti anni addietro. Credo che la prima impresa italiana a effettuare operazioni del genere sia stata la Olivetti presso la quale, in quel periodo, ricoprivo la carica di direttore dei servizi finanziari. Allora noi svolgevamo una grande attività nell'America latina, avevamo un grande numero di consociate e, soprattutto, realizzavamo grandi profitti. Eravamo preoccupati del rischio di cambio e, per molti Stati dell'America latina, anche del rischio paese. Per questo cominciammo a studiare le operazioni di *swap* che, quindi, non sono cosa recente, poiché dall'epoca in cui ero direttore finanziario della Olivetti è passato molto tempo. Queste operazioni, allora, erano effettuate soltanto da due banche italiane, la Banca commerciale italiana, certamente la più accreditata per queste operazioni, e la Banca nazionale del lavoro; in pratica, le due maggiori banche italiane dell'epoca. Per come noi lo concepimmo, lo *swap* costituiva un tentativo di stabilizzare le nostre posizioni industriali

e finanziarie contemporaneamente. Giustamente, nella relazione tecnica che ci è stata presentata lo *swap* è stato definito come uno scambio di flussi di cassa derivanti da attività finanziarie con flussi di cassa derivanti da altre attività. Queste altre attività sono le attività industriali, perlomeno secondo il criterio che noi utilizzammo. Le operazioni che si effettuavano in quei paesi — mi riferisco a circa 35 anni fa — erano *over the counter*, cioè senza alcun punto di riferimento, in quanto non esistevano leggi, ma soltanto il mercato delle grandi banche italiane e — ha ragione il dottor Rosati — delle grandi industrie italiane. Infatti, nessuna piccola impresa poteva entrare in operazioni di questo genere, all'epoca; forse, adesso sarebbe possibile, ma allora non lo era affatto. Noi cercavamo di fare una scommessa con la banca in quanto avevamo bisogno di riportare nei nostri bilanci di previsione e nei consuntivi della *holding*, della capogruppo, cifre il più possibile certe mentre, operando in tali paesi, questa certezza era impossibile. La banca, perciò, con le operazioni di *swap*, ci garantiva flussi finanziari costanti. Naturalmente, in cambio noi cedevamo gli introiti delle consociate. In tal modo, spostavamo sulla banca il rischio di cambio e il rischio paese e la banca ci faceva pagare un prezzo altissimo. Però, in quel momento, attraverso lo *swap*, l'Olivetti aveva l'opportunità di inserire nei propri bilanci di previsione cifre assolutamente più attendibili di quanto lo sarebbero state se non ci fosse stata l'operazione finanziaria di base.

Non so come si possano regolamentare oggi queste operazioni; allora non lo erano affatto. Periodicamente, mi recavo in Brasile e in Argentina per capire cosa prevedessero i governatori delle banche centrali locali in merito all'inflazione nei loro paesi, perché si passava da tassi pari a zero a tassi pari al 200 per cento e non c'era alcuna sicurezza. Noi costruivamo anche sostenendo costi locali ed il problema era proprio il rapporto tra i costi locali e il denaro della madrepatria. Con

questo modesto esempio, penso di aver fornito qualche idea della situazione relativa agli *swap*.

GIORGIO BENVENUTO. Ringrazio molto il dottor Rosati e la Consob per la completezza del prospetto, anche perché ci fornisce alcuni dati che già avevamo richiesto alla Banca d'Italia. Infatti, nella interessante audizione svoltasi con i rappresentanti della Banca, che ci hanno preannunciato la realizzazione di questo archivio, ci sono stati forniti dati riferiti, praticamente, al 2002 e ad uno scenario mondiale piuttosto che italiano.

Invece vedo che lei ha presentato dei dati aggiornati. Mi riferisco alla pagina 11 della sua relazione. In Italia avremmo un'esposizione di 146 miliardi di euro, per quel che riguarda il sistema delle imprese, esclusi gli enti locali.

Lei inoltre sostiene che se tutte le sofferenze dovessero rientrare, ci sarebbe in pratica una posizione debitoria di 4 miliardi di euro. Vorrei sapere se è possibile avere un'indicazione più particolareggiata, perché ho riscontrato che le maggiori difficoltà sono concentrate nell'area del Veneto e della Lombardia. Si può avere da quest'indagine da voi condotta qualche ulteriore indicazione più articolata, come fatto dalla Banca d'Italia? Per la Banca d'Italia il maggiore indebitamento deriva dalle piccole aziende, ma dalle sue indicazioni emerge un quadro che non è particolarmente preoccupante e vorrei avere una sua conferma al riguardo.

Ho invece qualche preoccupazione per quel che riguarda il settore degli enti locali. A pagina 11 della sua relazione si parla di 12 miliardi di euro. *Il Sole24ore* ha pubblicato l'attività di ricerca di Dexia-Crediop, che ha collocato molti derivati con particolare attenzione. Mi risulta che ci sarebbe qualche problema relativo ad altre collocazioni e vorrei essere rassicurato al riguardo. Mi riferisco alla regione Sicilia, che avrebbe un'esposizione sui derivati molto ampia. È possibile avere delle indicazioni più precise?

Ho apprezzato molto le riflessioni relative alle modifiche introdotte dal 2005 in materia di IAS, fatto che sicuramente avrà un effetto positivo nella valutazione della contabilità per chi è tenuto a farlo. Vorrei conoscere la sua valutazione sull'applicazione della direttiva fatta dal Governo.

Non ho poi capito un riferimento nel testo, fatto a pagina 18, relativo alla normativa comunitaria. Si dice che « la nuova normativa comunitaria, come introdotta dalla procedura Lamfalussy, comporta un livello di dettaglio ben più ampio di quanto non avvenisse in passato. Al legislatore nazionale quindi rimangono ridotti margini di manovra laddove volesse adottare un regime più rigoroso ». Non comprendo bene questo punto.

Per quel che riguarda l'Argentina, avevamo già chiesto alla Consob se aveva svolto delle indagini sulla collocazione dei titoli argentini da parte di alcune banche e vorremmo quindi conoscere i risultati di queste indagini.

Abbiamo visto poi che la Consob ha precisato che il parere favorevole circa la proposta di rinegoziazione dei *bond* argentini riguardava soltanto gli aspetti tecnici e non quelli politici, ma al riguardo vorremmo avere qualche ulteriore elemento. Stamani sono rimasto colpito dalla mole di documenti esistenti. Ci è stato detto che la Consob ha chiesto e ottenuto 40 pagine di chiarimenti e vorrei sapere se sia possibile conoscere il contenuto di questi documenti. Vorrei inoltre sapere per quale motivo questa proposta di rinegoziazione è stata ritenuta perfetta dal punto di vista tecnico.

MARIO LETTIERI. Vorrei esternare anche io la mia preoccupazione per il dato emerso dalle parole del dottor Rosati. Emerge una situazione di grande opacità complessiva di questi prodotti finanziari e il fatto che la maggior parte delle imprese, come ricordato dal collega Benvenuto, sia collocata in un'area geografica più favorevole alla cultura finanziaria, come il nord dell'Italia, la dice lunga sulla situazione esistente.

Il dato relativo agli enti locali è preoccupante, non soltanto per la Sicilia, ma anche per tantissimi piccoli comuni, che sono stati spinti a fare questo tipo di scelta. Gli enti locali sono ritenuti operatori qualificati?

SERGIO ROSSI. I dati al 31 dicembre 2001 indicavano che i titoli obbligazionari argentini collocati in Italia erano in mano alle banche per 473 milioni di euro e ai risparmiatori per 14 miliardi di euro per cui le banche avevano in portafoglio un'inezia rispetto a ciò che già era stato collocato.

Chiedo, quindi, se la Consob abbia recentemente svolto un'indagine, o se abbia intenzione di promuoverne una, per sapere come nel frattempo si sia « spostato » questo portafoglio dai risparmiatori alle banche. Infatti, in questi anni sicuramente i risparmiatori hanno venduto i propri titoli quotati sul mercato intorno al 25-30 per cento del valore nominale: si tratta di coloro che non potevano chiaramente aspettare le calende greche per la conclusione della trattativa! Chi sono stati gli acquirenti in questi anni? Le banche o altri risparmiatori privati che hanno tentato operazioni speculative?

Se infatti emergesse che questo portafoglio si è in modo sostanzioso « spostato » dai risparmiatori alle banche, forse questa sarebbe la ragione per la quale le banche non gradiscono in questo momento la chiusura di un accordo con l'Argentina ed un rimborso intorno al 25-30 per cento, dal momento che così incasserebbero quanto in buona sostanza esse hanno pagato per acquistare i titoli sul mercato in questi tre anni. Puntano quindi piuttosto alla chiusura della vertenza con l'Argentina al fine di incassare una somma superiore, intorno al 40-50 per cento, così da guadagnare sulle operazioni che in questi tre anni hanno compiuto nel rastrellare i titoli « svenduti » sul mercato.

La Consob ritiene di effettuare quest'indagine o magari l'ha già effettuata?

PRESIDENTE. Pur essendo l'argomento relativo all'Argentina fuori dai fini di

quest'indagine, sarebbe tuttavia cosa gradita se i funzionari della Consob rispondessero egualmente sul tema. In ogni caso, ho personalmente ottenuto la disponibilità del presidente della Consob ad essere audito dalla Commissione sulla questione.

In particolare, se posso riformulare la domanda posta dall'onorevole Benvenuto, in quali condizioni — se esistono condizioni di questo genere — la Consob avrebbe potuto negare la pubblicazione del prospetto, sapendo che la Consob non può entrare nel merito economico e finanziario della proposta? Vi sono condizioni relative al prospetto che avrebbero potuto, o potrebbero tuttora, consentire alla Consob di non far pubblicare questo documento e dunque di impedire lo svolgimento di quest'offerta?

ANTONIO ROSATI, *Funzionario generale della Consob*. Per quanto riguarda la domanda posta dall'onorevole Benvenuto, molti elementi risolutivi sono contenuti nel documento che lasciamo all'attenzione della Commissione. Sicuramente possiamo dire che le quarantamila imprese che hanno operato su questi prodotti sono così ripartite: 19 mila piccole imprese, 14 mila 700 medie imprese e 6 mila 300 grandi imprese. Nella relazione la Commissione potrà trovare cosa si intenda, in termini di fatturato, per grande, media e piccola impresa.

Quindi, in termini percentuali, abbiamo il 48 per cento per le piccole imprese, il 16 per cento per le grandi ed il 36 per cento per le medie.

PRESIDENTE. Se ho ben compreso, non si tratta dei contratti in essere, bensì di quelli delle 10 banche che la Consob ha ascoltato e che, rappresentando il 65 per cento, potrebbero indurre a pensare che il numero sia superiore di un terzo rispetto a tale dato, se le altre banche operassero allo stesso modo.

ANTONIO ROSATI, *Funzionario generale della Consob*. Questo è chiaro rispondendo alla domanda su chi opera in derivati. In termini di nozionale, per le piccole imprese abbiamo il 20 per cento,

per le medie imprese il 40 per cento e per le grandi imprese il 40 per cento. Per quanto riguarda la perdita media sulle singole posizioni, al 30 giugno, essa risulta stimabile, per quanto riguarda le piccole imprese, sui 30 mila euro, per le medie sui centomila euro e per le grandi sui 260 mila euro. La media totale è quindi di 76 mila euro.

Le perdite sono dunque crescenti al crescere del nozionale e delle dimensioni delle imprese.

Viceversa, non siamo in condizione di dare una ripartizione geografica del fenomeno.

MARIO LETTIERI. Per l'inserimento di quei derivati nella centrale rischi?

ANTONIO ROSATI, *Funzionario generale della Consob*. I derivati *over the counter* saranno inseriti a partire da quest'anno. Per quanto riguarda gli enti locali, come ricordato dall'onorevole Benvenuto, la perdita, rispetto ad una valutazione *mark to market*, è assai più grande; anche il contratto medio è assai più grande. La perdita è stimabile intorno ai 430 mila euro.

GIORGIO BENVENUTO. Credo ci sia anche il comune di Milano. Infatti, credo che nella vostra indagine non vi siano i dati relativi alla movimentazione della Dexia-Crediop, almeno da quello che posso capire. È un capitolo che dovremo approfondire.

PRESIDENTE. Sicuramente, onorevole Benvenuto!

ANTONIO ROSATI, *Funzionario generale della Consob*. Rispondendo all'onorevole Lettieri, vorrei dire che se una preoccupazione è quella relativa al fatto di ritenere gli enti locali enti qualificati, allora si tratta di una preoccupazione fondata, nel senso che per questi vale l'autocertificazione: la Corte dei conti lo rileva nella sua indagine.

Al contrario, sia nella disciplina attuale, sia in quella futura della cosiddetta MiFID,

chiunque, anche un operatore di per sé qualificato, può richiedere di essere trattato come un operatore non qualificato e quindi avere diritto alla massima tutela.

Venendo all'Argentina, quando sono stato audito da questa Commissione nell'aprile del 2004, avevamo in buona sostanza ultimato le ispezioni presso due grandi soggetti bancari.

Come dicevamo, i problemi erano sostanzialmente due: in primo luogo, valutare se vi era stato un collocamento per così dire abusivo — giacché prospetti di sollecitazione non ve ne erano stati — e, in secondo luogo, verificare la rispondenza del comportamento di queste banche alle norme sui servizi di investimento.

Secondo la valutazione della Consob, non vi è stato un collocamento abusivo, perché, come ho anticipato tra le righe della mia relazione, per esserci un collocamento vi deve essere una proposta promozionale, una standardizzazione dell'offerta. In altre parole, la banca sostanzialmente offre pacchetti di un certo titolo, ad un certo prezzo, in un certo periodo. Vi deve essere una certa standardizzazione peraltro accompagnata da un'attività per così dire di sollecitazione. Dal momento che non abbiamo rilevato niente di tutto questo la Consob ha escluso il collocamento abusivo. Viceversa, abbiamo proposto al Ministero dell'economia un nutrito numero di sanzioni per i componenti dei consigli di amministrazione e dei collegi sindacali di una banca — che per la verità è un aggregato di banche — perché i comportamenti, secondo la nostra valutazione, non sono stati conformi alle norme di legge, in particolare per quanto riguarda l'idoneità delle procedure, la mancata conoscenza degli strumenti finanziari e l'informazione fornita alla clientela su tali prodotti finanziari.

Per un altro soggetto abbiamo fatto delle contestazioni. Il procedimento sanzionatorio è piuttosto lungo (di questo si occupa anche il nuovo disegno di legge in materia e noi speriamo che i termini possano essere abbreviati): vi è una fase di contestazione, riceviamo le deduzioni, proponiamo le sanzioni. Per quanto riguarda

il primo procedimento abbiamo esaurito tutta la pratica presso il Ministero dell'economia e delle finanze; per l'altro invece abbiamo fatto le contestazioni al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale, sostanzialmente per gli stessi motivi cui accennavo prima.

Per ciò che riguarda il parere favorevole al prospetto, il parere espresso dalla Consob sul prospetto informativo non attiene al merito dei contenuti, ma alla qualità delle informazioni che vengono fornite, alla coerenza e alla rispondenza di queste informazioni all'operazione. In altre parole, si tratta di una procedura squisitamente tecnica.

L'onorevole Benvenuto ha fatto riferimento alle 40 pagine di chiarimenti, ma credo vi sia stato un *misunderstanding*. Ritengo infatti che le 40 pagine siano relative alle premesse e alle avvertenze per l'investitore che la Consob ha chiesto di pubblicare per intero e che infatti sono state pubblicate da *la Repubblica* e dal *Corriere della sera* domenica scorsa. Un prospetto generalmente riporta nelle prime pagine le avvertenze sui rischi dell'operazione, avvertenze con cui si richiama l'attenzione dell'obbligazionista sulle possibilità che ha a disposizione (si spiega all'obbligazionista che cosa comporta l'adesione e che cosa comporta la mancata adesione). Non vi sono 40 pagine di richieste di informazioni. Forse i fax partiti sono anche più lunghi, tuttavia ritengo che il dottor Stock facesse riferimento alle avvertenze pubblicate domenica scorsa sul quotidiano *la Repubblica*...

GIORGIO BENVENUTO. Non ha parlato di 40 pagine. Il dottor Stock ha detto che la Consob aveva chiesto dei chiarimenti e che questi chiarimenti erano contenuti in 40 pagine circa. Almeno questo è quello che io ho capito.

ANTONIO ROSATI, *Funzionario generale della Consob*. Ho qui l'intero prospetto: c'è una premessa e una sintesi dell'offerta, con le avvertenze che occupano circa 44 pagine.

MARIO LETTIERI. Il dottor Stock si riferiva alle richieste di chiarimenti per-

venute prima di dare l'assenso alla pubblicazione di queste avvertenze. Si tratta di un atto interlocutorio.

GIORGIO BENVENUTO. Il dottor Stock non ha dato giudizi. Ha testualmente detto: l'Italia è stata una delle prime a rispondere, rispetto al Lussemburgo e rispetto alla Germania. Risulta che vi siano state delle richieste di chiarimenti e che, dopo avere prodotto questi chiarimenti, sarebbe stato dato l'assenso da parte della Consob. Invece non è così...

ANTONIO ROSATI, *Funzionario generale della Consob*. Intendiamoci, onorevole, l'istruttoria è stata lunga e i chiarimenti richiesti sono stati tantissimi. Le avvertenze pubblicate sui giornali, nella gran parte dei casi, sono frutto di nostre richieste. È chiaro che l'offerente non è mai portato a rivelare i rischi dell'operazione! Deve essere sempre indotto, sollecitato, dalla Consob o dall'autorità interessata. Ad esempio, vi è stato il problema del *rating*: noi abbiamo chiesto ed ottenuto che la relazione di *rating* sul paese venisse tradotta in italiano, perché non c'è un *rating* sul debito, ma c'è un *rating* sul paese. Abbiamo formulato tale richiesta proprio perché fosse a disposizione di tutti.

Vorrei precisare tuttavia che la Consob non è stata la prima a concedere questa autorizzazione. La SEC ha dato già da qualche mese la sua autorizzazione, per quanto riguarda la parte del prospetto relativa all'emittente, l'Argentina. Dopodiché la Consob — poiché noi non abbiamo questa scissione in due parti del prospetto — ha dato l'autorizzazione all'intero prospetto, quindi sia per quanto riguarda la parte relativa all'Argentina, sia per quanto riguarda la parte relativa all'offerta. Il Lussemburgo e la Germania hanno dato l'autorizzazione lunedì 10 (la Germania l'ha data solo ora perché le è stata richiesta più tardi). Giovedì 13 gli Stati Uniti — che non daranno l'autorizzazione sull'offerta perché tale autorizzazione non è prevista — depositeranno presso la SEC il prospetto relativo all'offerta.

Quindi, tutte le autorità si sono pronunciate in senso favorevole, seppure l'autorizzazione non possa essere considerata un atto dovuto. Relativamente alla possibilità che la Consob possa rifiutare il proprio *nulla osta* — ipotesi a cui si era riferito il presidente — rispondo che non ricordo si sia mai verificato un caso simile. In altri termini, una volta ottenuto ciò di cui chiede la pubblicazione, la Consob non può rifiutare il *nulla osta*. Potrebbe non concederlo solo se una sua domanda non venisse soddisfatta. Ed è chiaro che una soluzione così drastica sarebbe adottata soltanto per richieste inerenti a dati particolarmente importanti.

GIORGIO BENVENUTO. Mi sembra di aver inteso che la Consob abbia chiesto e ottenuto delle risposte. Valgono soltanto per l'Italia oppure anche per la Germania e gli altri paesi?

ANTONIO ROSATI, *Funzionario generale della Consob*. Valgono per la generalità dei territori interessati, come dimostra il fatto che l'aggiornamento sulla situazione economica del paese richiesto dal Lussemburgo costituirà integrazione del prospetto italiano.

PRESIDENTE. Mi consenta di porle un'altra domanda. Qualora una delle autorità non avesse espresso la propria autorizzazione, ciò avrebbe costituito impedimento per l'avvio dell'offerta?

ANTONIO ROSATI, *Funzionario generale della Consob*. La risposta dipende, ovviamente, dall'offerente. Secondo l'impostazione che il Governo argentino ha dato all'operazione, questa sarebbe partita comunque, salvo per il paese la cui autorità non avesse espresso il proprio *nulla osta*. Un caso particolare, di cui potrà fornire chiarimenti la dottoressa Carboni, è quello del Giappone, ove l'offerta è stata presentata con ritardo.

SILVIA CARBONE, *Funzionario della Consob*. L'offerta in Giappone verrà effettuata in una fase successiva, proprio