

intensificati a partire dai primi mesi del 2000, a seguito del rilevante incremento (circa 550 miliardi di lire tra il 1998 e il 1999) dei crediti finanziari netti verso società correlate facenti capo direttamente al dottor Sergio Cragnotti. Tale incremento era imputabile all'acquisizione, a dicembre del 1999, — così veniva documentato — da parte della Cirio della Bombril S.A., società quotata brasiliana già di proprietà dello stesso dottor Cragnotti, che in questo modo entrava a far parte del gruppo quotato italiano. La Bombril già da tempo presentava una forte esposizione creditoria verso tali società correlate.

La Consob, nei mesi precedenti l'approvazione del bilancio 1999, avviò un'intensa attività di acquisizione di informazioni nei confronti sia degli amministratori sia degli organi di controllo (sindaci e revisori), culminata con una richiesta di integrazione delle informazioni da fornire in occasione dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio 1999. In tale occasione venne, fra l'altro, richiesta un'approfondita disamina dei crediti vantati dal gruppo Cirio verso parti correlate, con particolare riguardo alle motivazioni economiche sottostanti e alle valutazioni formulate dagli amministratori a giustificazione della loro recuperabilità.

Come ampiamente riportato dagli organi di stampa (si veda per tutti l'articolo de *Il Sole-24 Ore* del 28 giugno 2000 intitolato «Faro Consob sui debiti ed i pgni Cirio»), nel corso della predetta assemblea gli amministratori fecero presente che i crediti in questione non risultavano assistiti da garanzie ed erano considerati interamente recuperabili sulla base delle situazioni economico-patrimoniali delle società debentrici e dei progetti di valorizzazione delle attività possedute da queste ultime.

I revisori della Deloitte & Touche, da parte loro, espressero il proprio giudizio sul bilancio 1999 senza formulare alcun rilievo sulla recuperabilità dei crediti in discorso. Tali valutazioni vennero confermate dagli stessi revisori in una memoria trasmessa alla Consob su specifica richiesta di quest'ultima.

Il quadro emerso dall'informativa resa nel corso dell'assemblea di approvazione del bilancio 1999 del 26 giugno 2000 indusse la Consob ad acquisire informazioni direttamente dal dottor Sergio Cragnotti, allo scopo di avere indicazioni in merito alle iniziative previste per la sistemazione delle posizioni creditorie nei confronti delle società controllanti e consociate e delle garanzie concesse.

Ad esito di tale richiesta venne trasmesso alla Consob e reso pubblico un complesso piano di riassetto del gruppo brasiliano Bombril, fondato anche sulla vendita di una parte rilevante del gruppo stesso ad una multinazionale americana, che avrebbe dovuto generare la liquidità necessaria a sistemare le posizioni debitorie. L'informativa in proposito, resa al mercato nei primi mesi del 2001, risultava comunque frammentata e incompleta; la Consob decise pertanto di richiedere ancora, in sede di approvazione del bilancio 2000, la predisposizione di una specifica memoria da mettere a disposizione dei soci.

In sede assembleare i sindaci, su specifica richiesta della Consob, dichiararono di ritenere il piano formulato dall'azionista di riferimento rispondente all'interesse sociale. I revisori Deloitte & Touche, da parte loro, espressero il proprio giudizio sul bilancio 2000 senza formulare alcun rilievo sulla recuperabilità dei crediti verso parti correlate.

Poco dopo, ad agosto del 2001, gli accordi con la società americana vennero meno improvvisamente (secondo quanto riferito) in ragione di un secco rifiuto da questa opposto a richieste modificative da parte della Cragnotti & Partners Capital Investment NV, azionista indiretto di maggioranza della Cirio Finanziaria.

Anche nella relazione semestrale al 30 giugno 2001, resa nota il 12 settembre, venivano riportate informazioni sulla rottura delle trattative con la società americana e sulla circostanza che sarebbe «proseguita la ricerca di un *partner* industriale affidabile insieme al quale fronteggiare il mutato ed impegnativo scenario».

Nel 2002, in occasione dell'assemblea convocata per approvare il bilancio 2001, la Consob chiedeva ancora agli amministratori della società di riferire sulla mancata realizzazione dei piani. Poiché le informazioni fornite in assemblea erano apparse poco dettagliate e non chiare, la Commissione richiese alla Cirio l'emissione di un comunicato stampa contenente le considerazioni degli amministratori in ordine allo stato dell'indebitamento finanziario a data aggiornata, alle prospettive di rientro e all'eventuale esistenza di un nuovo piano finanziario.

Anche in tale occasione la Deloitte & Touche — che pur riportava nella propria relazione di revisione un richiamo di informativa, come già nell'esercizio precedente — non sollevava dubbi circa la recuperabilità dei crediti verso le parti correlate.

Gli interventi finora sintetizzati hanno consentito, in attuazione del compito istituzionale della Consob, di realizzare la massima trasparenza possibile sui punti critici della situazione finanziaria del gruppo Cirio. Le vicende successive, tuttavia, hanno dimostrato che anche il realizzarsi di condizioni di trasparenza non è elemento sufficiente ad impedire situazioni di crisi.

Nel novembre 2002, come è stato ricordato, veniva dichiarato il *default* di uno dei prestiti obbligazionari emessi, primo atto di una serie di fatti che, dopo il giugno 2003, sono culminati con l'ammissione della società all'amministrazione straordinaria, tuttora in corso.

Dopo il *default*, la Consob dava inizio a una nuova fase della propria attività, volta a dare la massima trasparenza informativa alla situazione di crisi e ad individuare l'esistenza di violazioni della normativa da parte dei diversi soggetti coinvolti nella vicenda.

Alla società ed al suo presidente-amministratore delegato venne richiesto di dare al mercato un completo aggiornamento sulla situazione finanziaria, sui crediti/debiti infragruppo, sui prestiti obbligazionari ancora in essere, sulle iniziative della società per superare lo stato di crisi.

A fine novembre 2002 la Consob richiedeva alla società di emettere mensilmente un comunicato stampa concernente, tra l'altro, l'aggiornamento dell'indebitamento finanziario netto, delle procedure concernenti il *default* del prestito obbligazionario scaduto e degli altri in essere, nonché lo stato di avanzamento di trattative per le annunciate cessioni di partecipazioni.

Contestualmente, la Consob deliberava lo svolgimento di una urgente verifica ispettiva presso la società, svoltasi poi nel periodo dal 15 al 28 novembre 2002. Anche alla luce di quanto emerso da tale verifica, la Consob ha impugnato (con atto in data 20 gennaio 2003) i bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2001, avendo rilevato irregolarità nella valutazione dei crediti con parti correlate e nella descrizione degli impegni derivanti dai prestiti obbligazionari. Nello stesso tempo la Consob ha altresì effettuato verifiche ispettive nei confronti delle società di revisione (Deloitte & Touche e Grant Thornton); si stanno concludendo i procedimenti volti all'eventuale applicazione di provvedimenti sanzionatori.

La Consob ha posto altresì l'attenzione sul comportamento tenuto dagli amministratori della Cirio, con particolare riguardo alla relazione semestrale al 30 giugno 2002 (datata 13 settembre 2002) nella quale mancavano riferimenti alle incertezze esistenti sulla capacità del gruppo di far fronte ai propri impegni finanziari (in particolare al prestito obbligazionario in scadenza nel novembre 2002) ed era fornita una descrizione rassicurante della situazione economico-patrimoniale del gruppo medesimo. Su tale profilo la Consob ha messo in discussione anche la correttezza del comportamento dei sindaci che non hanno evidenziato alcuna irregolarità all'Autorità (secondo quanto previsto dall'articolo 149, comma 3, del TUF, da me già richiamato e che obbliga gli stessi a comunicare senza indugio le irregolarità riscontrate nell'attività di vigilanza e a trasmettere i relativi verbali delle riunioni e degli accertamenti svolti e ogni altra utile documentazione) o ai soci. I sindaci, infatti, essendo tenuti a

vigilare, fra l'altro, sulla completezza e chiarezza informativa della relazione semestrale e avendo assistito alle riunioni dell'organo di gestione, erano a conoscenza nel caso di specie dell'esistenza di incertezze in merito al rimborso del prestito obbligazionario.

Oltre che sul fronte dell'informativa societaria, la Consob ha svolto un'intensa attività di vigilanza sul comportamento tenuto dagli intermediari che, nel triennio 2000-2002, hanno collocato o negoziato obbligazioni del gruppo Cirio. In quel periodo, infatti, il gruppo Cirio aveva emesso sette prestiti obbligazionari sull'euromercato per un controvalore complessivo di 1,125 miliardi di euro, tutti privi di *rating*, collocati attraverso offerte riservate ad investitori istituzionali e quotate sulla borsa del Lussemburgo.

Secondo la documentazione formale predisposta per quelle offerte (*offering circular* e *subscription agreement*), le obbligazioni erano destinate ad investitori professionali, a cui gli intermediari (*lead manager* e *manager*) incaricati del collocamento avrebbero venduto i titoli su base individuale; in quei documenti si dava conto che, proprio in ragione di tali peculiarità dell'offerta, non era stato predisposto un prospetto informativo di sollecitazione.

La Consob ha sviluppato su tali aspetti una intensa attività di vigilanza, finalizzata a conoscere le effettive dimensioni del fenomeno della diffusione di *corporate bonds* presso investitori italiani, in particolare nella fase del cosiddetto « mercato grigio » o *grey market* (ossia nel periodo compreso tra la data di lancio e la data di primo regolamento dell'emissione). Partendo da un gruppo di oltre cento intermediari, sono stati selezionati dieci intermediari più attivi sui titoli in questione.

La Consob, nell'aprile 2003, ha avviato accertamenti ispettivi nei confronti di sei dei dieci intermediari individuati, al fine di valutare eventuali violazioni della disciplina vigente in materia di « sollecitazione all'investimento » e di « prestazione di servizi di investimento ». Per i restanti quattro intermediari, nei confronti dei quali

erano già in corso, ad altri fini, accertamenti ispettivi da parte della Banca d'Italia, la Commissione ha richiesto a quest'ultima — come previsto dagli articoli 4, comma 1, e 10, comma 2, del TUF (che stabiliscono la reciproca collaborazione tra le due autorità anche in sede ispettiva) — di effettuare specifici accertamenti.

È appena il caso di rilevare che le sei ispezioni condotte tra il mese di aprile e quello di settembre 2003 hanno sostanzialmente assorbito l'intera « capacità produttiva » dell'ufficio ispettorato, così come gli esiti ispettivi relativi ai dieci intermediari stanno ancora impegnando, di fatto pressoché totalmente, le risorse degli uffici di vigilanza. Come segnalerò più diffusamente nella parte finale del mio intervento, questo rappresenta certamente un caso particolarmente evidente dell'assoluta necessità di rafforzare la dotazione di uomini e mezzi della Consob.

Allo stato attuale, le ispezioni sono concluse e i documenti e le informazioni acquisiti sono in fase di sottoposizione all'esame della commissione. Ove se ne individuino i presupposti, si procederà all'avvio di procedimenti sanzionatori a carico di soggetti ritenuti responsabili ed alla conseguente proposta al Ministero dell'economia delle relative sanzioni. Sulle determinazioni che saranno assunte, quali che esse possano essere, la Consob dovrà comunque tempestivamente riferire all'autorità giudiziaria con la quale, a partire dal marzo 2003, è in corso una vasta, puntuale e intensa attività di collaborazione. Quindi, ritengo che nella prossima settimana (e se necessario anche nella seguente) vi sarà l'esame di una prima relazione di base e generale sulle risultanze ispettive dei dieci istituti bancari e, successivamente, vi sarà l'analisi sulle risultanze delle ispezioni specificatamente riguardanti i dieci istituti.

Si tratta di una attività improba per difficoltà, per l'esigenza di svolgere bene il lavoro e per la vastità e la delicatezza della materia. Comunque si tratta di una attività che la commissione conta di portare a termine nel più breve tempo possibile. Su ciò, naturalmente, vige il segreto istrutto-

rio; io stesso non sono a conoscenza delle risultanze emerse e le esaminerò soltanto quando gli atti saranno distribuiti. È costume della Consob che gli uffici siano lasciati lavorare in piena responsabilità e indipendenza. L'intervento del presidente o degli organi della commissione è volto soltanto a conoscere i tempi entro i quali gli uffici ritengono di poter portare a termine la propria attività. Si tratta di un ottimo sistema di funzionamento reciprocamente rispettoso.

In relazione a tale vicenda, si segnala che alcuni primari istituti di credito hanno avviato iniziative volte a rimborsare in tutto o in parte i risparmiatori che avevano acquistato obbligazioni del gruppo Cirio, sulla base di valutazioni, caso per caso, circa l'eventuale non corretta o non completa rappresentazione dei rischi dell'investimento e circa la sua adeguatezza rispetto alla situazione patrimoniale complessiva dei singoli risparmiatori; un altro istituto ha invece individuato un diverso sistema di ristoro.

PRESIDENTE. Propongo di sospendere la seduta per cinque minuti.

LUCA VOLONTÈ. Vorrei sapere se al termine della relazione del presidente Cardia si continuerà con le altre audizioni, aggiornando le domande al presidente ad un'altra giornata.

PRESIDENTE. No, prevedo di far porre ai colleghi le domande; vi sono già venti richieste di intervento.

Sospendo brevemente la seduta.

La seduta, sospesa alle 10,30, è ripresa alle 10,35.

PRESIDENTE. Onorevoli colleghi, ricordo che al termine della seconda parte della relazione del presidente della Consob Cardia passeremo alle domande. I colleghi iscritti a parlare sono al momento già venti; i deputati e i senatori interverranno tenendo conto dell'appartenenza ai diversi gruppi. Ai fini di una migliore comprensione, come abbiamo già fatto con il

ministro Tremonti — se il presidente della Consob è d'accordo —, divideremo gli interventi in gruppi di cinque, ai quali il presidente Cardia potrà rispondere, continuando successivamente con le altre domande.

Il tempo a nostra disposizione non è poco, ma pregherei comunque i colleghi di essere sintetici nell'esposizione e di formulare le domande in maniera da poter concentrare il massimo di contributo informativo nel minor tempo possibile.

Do nuovamente la parola al professor Cardia, presidente della Consob.

LAMBERTO CARDIA, Presidente della Consob. Vorrei soltanto fare una precisazione in relazione a una domanda che mi è stata fatta. Ho svolto alcune considerazioni a braccio sul fatto che dal presidente della Parmalat a tutti i vari organismi che ho citato — tranne il primo, che ho dichiarato fraudolento — gli altri sono stati conniventi o silenti. Per fugare ogni dubbio vorrei precisare che quando ho parlato degli uffici finanziari, mi stavo riferendo agli uffici di contabilità della società e non certo all'Amministrazione finanziaria dello Stato.

La vicenda Cirio, e ancor più quella Parmalat pongono in evidenza l'esigenza di intervenire con sollecitudine per ripristinare la fiducia dei risparmiatori e per non demonizzare uno strumento, le obbligazioni societarie (*corporate bonds*), che — come riferito all'inizio — costituisce una componente importante del mercato finanziario. Già nell'audizione parlamentare del 7 ottobre scorso davanti alla Commissione Finanze della Camera dei deputati ho ritenuto di sottolineare tale esigenza e di formulare una ipotesi, fra le varie possibili, atta a concorrere al ripianamento dei danni subiti dai risparmiatori nel collocamento delle obbligazioni.

Rilevo che la semplice proposta, che allora forse è apparsa azzardata, sta avendo un seguito crescente presso i più importanti intermediari bancari. Elementi di quella proposta sembrano anche con-

fluire nelle ipotesi di riordino del sistema dei controlli, attualmente in fase di elaborazione da parte del Governo.

Detto questo, più delicato appare il problema del cosa fare per agire con tempestività ed efficienza. Consegnerò poi agli atti della Commissione non soltanto il testo che sto leggendo, ma anche un altro documento: si tratta di un documento che è in fase di definizione e che è in qualche punto più esplicativo rispetto alla relazione da me letta. Nel documento, che verrà consegnato agli atti delle Commissioni con il consenso della Presidenza, verranno indicate singole proposte tecniche di riforma della legislazione.

Mi preme però fin d'ora segnalare che, quale che sia il sistema delle norme dei controlli, eventi come quelli del *crack* Parmalat, in cui si sono intrecciate connivenze e soggezioni tutte finalizzate a commettere illeciti penali di rilevante frodolenza, ben difficilmente sarebbero stati evitabili. Si tratta, quindi, di agire per spingere al massimo livello la soglia di prevenzione.

Inoltre, può essere utile considerare alcuni insegnamenti che ci vengono dallo sviluppo e dall'applicazione che la normativa sul mercato finanziario ha avuto nel nostro Paese. Per quel che riguarda il contributo della Consob all'attuale quadro normativo va detto che, per molti anni a partire dalla sua costituzione nel 1974, essa ha operato sulla base di un disegno normativo ridotto ai minimi termini, in cui mancavano molte delle componenti necessarie per poter considerare la regolamentazione del mercato finanziario esistente almeno compatibile con quella dei principali paesi europei.

La presenza istituzionale della Consob ha, però, contribuito alla diffusione della cultura della regolamentazione che, nel corso del tempo, anche grazie alla collaborazione con i governi e i Parlamenti, ha reso possibile un progressivo rafforzamento della disciplina.

Dell'inizio degli anni '90 sono le prime leggi sull'intermediazione finanziaria, sugli abusi di informazione privilegiata e sulle offerte pubbliche di acquisto. Ricordo che

prima di tale fase gli unici intermediari mobiliari riconosciuti erano gli agenti di cambio-persone fisiche e che altri soggetti attivi sul mercato non avevano alcuna regolamentazione in quanto intermediari in valori mobiliari.

Il Testo unico della finanza del 1998, a cui la Consob ha collaborato fattivamente, ha dato per la prima volta un assetto ordinato e completo alla regolamentazione del mercato finanziario, intervenendo anche su alcuni rilevanti aspetti di *corporate governance* delle società quotate. Per tale ragione esso è stato salutato unanimemente come un'evoluzione estremamente positiva nel quadro normativo nazionale.

Sulla base del Testo unico il controllo della Consob sugli emittenti quotati è un controllo di trasparenza, finalizzato ad assicurare la corretta informazione dei risparmiatori, per un consapevole compimento delle scelte di investimento o disinvestimento. Il parametro di giudizio di tale controllo è la correttezza intesa come completezza, chiarezza, coerenza e adeguatezza delle notizie fornite al mercato. Esso è necessariamente fondato sulle informazioni di cui l'Autorità dispone, su quelle che — nei limiti consentiti dalla normativa — può acquisire e, in particolar modo, sul presupposto normativo di un corretto funzionamento dei controlli endosocietari.

Non spetta invece alla Consob giudicare della veridicità dell'informazione — un controllo siffatto sarebbe del tutto incompatibile con i tempi del mercato e rappresenterebbe un *unicum* nel panorama internazionale — né pronunciarsi sul merito o sulla convenienza delle operazioni societarie.

La disciplina prevede, da una parte, obblighi informativi che devono essere adempiuti direttamente dalle società emittenti; dall'altra, poteri di richiesta di diffusione di ulteriori informazioni o di acquisizione di dati e notizie che la Consob può esercitare. Riguardo ai primi l'Autorità non svolge solo il compito di verifica dell'esatto assolvimento dell'obbligo ma contribuisce, attraverso il potere regolamentare, a definire un assetto normativo

di regole che sia idoneo a soddisfare le esigenze informative del mercato e che sia rapidamente aggiornabile, anche con il contributo degli operatori.

Per perseguire l'obiettivo della correttezza e della trasparenza dei dati societari forniti al mercato, il Testo unico della finanza ha definito un articolato sistema di controlli sugli emittenti quotati. In questo sistema i revisori e i collegi sindacali, ciascuno nell'ambito delle rispettive competenze (per la prima volta chiaramente distinte), costituiscono il primo livello di controllo.

Nel sistema delineato dalla legge la Consob si attiva principalmente sulla base delle segnalazioni ricevute da sindaci e revisori, il cui corretto operare costituisce quindi il presupposto dell'intervento della Commissione. Esso è volto ad assicurare la « chiusura » del sistema dei controlli, che comprende anche la possibilità per la Consob di sanzionare i sindaci e soprattutto i revisori iscritti all'albo da essa tenuto.

Ognuno deve fare la sua parte. Ma se coloro che agiscono all'interno della società non individuano i sintomi di una possibile criticità e, quindi, non li segnalano, ma anzi attestano la piena regolarità dell'agire della stessa, allora gli ulteriori presidi vengono ad essere privati del presupposto necessario per un efficace e tempestivo funzionamento. Di conseguenza l'effettiva situazione dell'impresa potrebbe anche non emergere fino al momento dell'insolvenza.

Coerentemente con la scelta operata dal TUF di prevedere diversi livelli di controlli e con le tecniche utilizzate dagli omologhi organismi europei di vigilanza sulla base di principi riconosciuti in ambito internazionale, l'intervento della Consob si fonda su metodi di campionamento per selezionare gli emittenti e i documenti da esaminare ed è ordinariamente successivo alla diffusione di documenti societari.

Queste scelte dipendono anche dal numero di risorse disponibili, che nel caso della Consob è notoriamente limitato. Del resto la definizione di un efficiente sistema di controlli non può non tener conto

anche dei costi che gravano sulla collettività e quindi sui soggetti controllati e dell'esigenza di non ostacolare i tempi del mercato.

La disciplina degli intermediari è essenzialmente fondata su regole di correttezza e trasparenza nei rapporti con gli investitori e sulla qualità dei servizi resi. Principi fondamentali del comportamento degli intermediari sono l'adeguata conoscenza degli strumenti finanziari trattati e la conoscenza del cliente, entrambe preliminari alla valutazione dell'adeguatezza agli interessi e agli obiettivi di investimento dei clienti delle operazioni concluse per loro conto.

Il controllo del rispetto di tali regole non può essere evidentemente concomitante, ma può essere svolto a posteriori e su base campionaria. Per tali ragioni la regolamentazione emanata dalla Consob pone un'enfasi particolare sugli aspetti organizzativi e procedurali degli intermediari, la cui efficienza ed adeguatezza è indice di un corretto svolgimento dell'attività.

Nel caso di collocamento di obbligazioni societarie, in assenza di un'offerta pubblica di vendita, sono quindi le regole di condotta e di trasparenza ad assumere rilievo e la loro osservanza costituisce il presidio essenziale per la tutela degli investitori.

Le esperienze applicative delle leggi che si sono susseguite ed il continuo contatto con l'evoluzione comunitaria ed internazionale hanno sempre indotto la Consob ad evidenziare tempestivamente, nelle proprie relazioni annuali o attraverso la propria partecipazione a sedi istituzionali, le correzioni o integrazioni necessarie. Ciò è avvenuto anche dopo l'approvazione del Testo unico del quale — fermi restando gli aspetti largamente positivi — furono da subito segnalate alcune mancanze su cui sarebbe stato il caso di intervenire tempestivamente: il mantenimento dell'opacità su alcune parti del sistema finanziario, rientranti nel mondo bancario ed assicurativo; la mancata attribuzione alla Consob di poteri ispettivi e di accertamento più forti, che pure erano stati ipotizzati

sulla base di consolidate esperienze estere; la debolezza dell'apparato sanzionatorio, elemento quest'ultimo di particolare rilievo.

Vorrei chiarire meglio il mio pensiero su questi tre punti, anche per evitare interpretazioni non volute. Per « opacità su alcune parti del sistema finanziario » si intende la sottrazione, da parte dell'articolo 100 del Testo unico, di alcuni prodotti finanziari — principalmente le obbligazioni bancarie e le polizze assicurative a contenuto finanziario — agli obblighi stabiliti dalla disciplina in materia di sollecitazione all'investimento, e dunque principalmente a quelli di comunicazione alla Consob e di redazione di un prospetto informativo contenente le informazioni necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sull'investimento loro proposto. Ciò comporta la non completa realizzazione della vigilanza per finalità, che rappresenta una delle linee di fondo del Testo unico: alla Consob la vigilanza sul rispetto delle norme di trasparenza e correttezza dei comportamenti e alla Banca d'Italia, come è noto, la vigilanza sul rispetto delle norme di adeguatezza e stabilità patrimoniale. In qualche caso l'obiettivo della stabilità può confliggere con quello della trasparenza verso l'investitore.

Passo ora a chiarire il concetto di mancata attribuzione alla Consob di poteri ispettivi e di accertamento più forti. Alla Consob non sono stati attribuiti alcuni poteri di cui dispongono autorità di altri paesi e previsti, limitatamente all'*insider trading*, nello schema di decreto legislativo relativo al Testo unico prima del parere delle Camere. Ricordo fra questi i poteri di effettuare richieste e disporre ispezioni nei confronti di chiunque; richiedere perquisizioni o sequestri; richiedere l'accompagnamento coattivo di chi non avesse collaborato con le richieste presentate.

Per quanto riguarda la debolezza dell'apparato sanzionatorio, chiarisco che le sanzioni amministrative pecuniarie si sono rivelate poco efficaci, in particolare per la loro ridotta entità. Attualmente la sanzione massima in materia di intermediari

è di 50 milioni delle vecchie lire, mentre in materia di emittenti sale a 200 milioni. Ricordo poi: la lentezza della procedura che coinvolgono più istituzioni, Consob e Ministero dell'economia e delle finanze (quando si fa una proposta si deve trasmetterla al suddetto Ministero, che provvederà a vagliarla, approfondirla e trasformarla in decreto); la scarsa pubblicità, dovuta alla possibilità per i soli emittenti di far ricorso alla cosiddetta oblazione (in caso di pagamento in misura ridotta non viene pubblicizzato quello che è stato un comportamento scorretto); l'impossibilità per la Consob di anticipare la pubblicità del proprio accertamento circa l'esistenza di violazioni.

Inoltre sono limitatamente presenti sanzioni di tipo diverso da quello pecuniario o di natura interdittiva (ad esempio l'impossibilità di ricoprire cariche sociali per chi abbia violato le norme) o reputazionali; sarebbe meglio un loro ampliamento.

L'evoluzione delle norme, il progressivo rafforzamento della tutela dell'investitore da esse perseguito e i limiti rimasti non sono d'altra parte il prodotto di attività puramente accademiche o di scelte di singole persone o istituzioni: esse sono in gran parte il frutto del lento diffondersi di una cultura di protezione del risparmio e dei cambiamenti del mercato finanziario, imposti da un'economia sempre più orientata al mercato. Ogni cambiamento, ogni minima tutela in più per gli investitori ha incontrato ostacoli, obiezioni, radicate avversità culturali. Le soluzioni che ne sono scaturite sono a volte soddisfacenti, a volte meno, ma sono in buona parte il frutto del grado di evoluzione del mercato finanziario italiano nel suo complesso.

Del resto, vi è una componente fondamentale per la buona riuscita di ogni regolamentazione che non va mai dimenticata, ed è quella della sua corrispondenza al comune sentire dell'ambiente in cui deve essere applicata e della sua convinta adesione. Come è stato già detto in una lontana relazione della Consob dell'anno 1997, « se il principio della fiducia non riceve sostegno dal mondo degli ope-

ratori finanziari e se chi lo tradisce non è colpito dalla sanzione della disistima nel suo stesso ambiente, il sistema dei controlli pubblici viene caricato di un compito impervio ».

Passo ora al tema dei conflitti d'interesse. L'esperienza acquisita consente di individuare nell'esistenza di conflitti di interessi un aspetto critico comune, riguardante tutti gli operatori del mercato finanziario e che, nei casi in questione, è emerso con particolare forza.

Vi è in primo luogo un forte rischio di conflitti di interessi nell'attività di intermediazione finanziaria, nel cui svolgimento l'operatore professionale, di solito una banca, dovrebbe, secondo i principi di legge, dare priorità all'interesse del cliente.

Il rischio endemico di conflitti di interesse nell'attività delle banche è stato ripetutamente segnalato alla Consob nelle relazioni annuali, almeno dal 1998 in poi. Tale rischio è cresciuto negli ultimi anni, in conseguenza del concentrarsi nelle banche italiane di molte funzioni ulteriori rispetto a quella tradizionale di esercizio del credito: prestatori di servizi di investimento in via diretta; soci di controllo delle principali società di gestione del risparmio; organizzatori e collocatori delle più importanti emissioni azionarie ed obbligazionarie; soci di riferimento della società di gestione del mercato regolamentato (Borsa italiana) cui spetta, secondo l'attuale normativa, di pronunciarsi sull'ammissione a quotazione delle società. L'argomento della composizione dell'azionariato di Borsa Italiana, in relazione ai conflitti di interesse, meriterebbe un maggior approfondimento. La Consob ha competenza a deliberare sul prospetto di ammissione a quotazione delle società, ma l'ammissione alla borsa compete a Borsa Italiana i cui azionisti sono sostanzialmente le banche. Questa mia affermazione non vuole essere altro che la testimonianza di un dato di fatto.

Si tratta di un insieme di interessi e attività, frutto in parte dell'evoluzione naturale del mercato, su cui è possibile intervenire in modo non episodico soltanto con una decisa collaborazione degli istituti

bancari stessi. Nessuno, infatti, può pensare di poterli risolvere soltanto con un intervento dall'alto, sia esso di natura normativa o repressiva.

Vi è poi un conflitto di interessi interno alla vita delle società e al sistema dei controlli. Esso riguarda, ad esempio, i comportamenti del socio di controllo/amministratore delegato, che effettua operazioni con parti correlate; dell'amministratore non esecutivo o del sindaco che si limita a controlli formali sull'attività degli amministratori esecutivi nominati dal medesimo socio; del revisore che si preoccupa di mantenere l'incarico e/o di instaurare o ampliare rapporti di consulenza correlati.

Naturalmente ciò non avviene sempre, ma comunque può avvenire.

In particolare, i titolari di funzioni di controllo interno e contabile sono i soggetti ai quali la normativa vigente assegna il compito principale di prevenzione dei comportamenti irregolari di chi gestisce le imprese. La Consob, con i poteri riconosciuti dalla legge e con le limitate risorse disponibili, ha nel corso degli anni compiuto vari interventi, talvolta regolamentari o sanzionatori, talvolta, e per quanto possibile, soltanto di *moral suasion*. Spero che la *moral suasion* della Consob possa crescere con il progredire dei tempi; forse all'inizio non esisteva per nulla, ma mi piace immaginare che si sia avviato un suo sviluppo. Ad esempio sui sindaci e amministratori non esecutivi, almeno dal 1997 e in più occasioni, la Consob ha, con proprie comunicazioni, chiaramente esplicitato dettagliati principi operativi di *best practice* per l'effettuazione dei controlli, pur consapevole della limitatezza dell'apparato sanzionatorio esistente in caso di loro violazione.

La prevenzione e la riduzione al minimo dei conflitti di interessi, nelle loro diverse forme e modalità, può costituire l'obiettivo di fondo dei miglioramenti da apportare alla disciplina, sia che essi riguardino l'indipendenza degli amministratori non esecutivi, dei sindaci, degli altri titolari del controllo interno o dei revisori contabili, sia che riguardino la scelta da parte delle banche degli strumenti finan-

ziari da vendere ai clienti o da conservare nel proprio portafoglio, o, ancora, i comportamenti da sanzionare o i tipi di sanzione più efficaci.

Possono poi ipotizzarsi altri interventi, sia di natura legislativa, ad esempio sul funzionamento del sistema di responsabilità civile e sulle sanzioni penali, sia di natura diversa, ad esempio con riguardo alle regole per le quotazioni delle società. Inoltre, come dimostrato dal forte profilo internazionale delle vicende Cirio e Parmalat, alcuni problemi richiedono l'intervento e la collaborazione da parte di organismi ed autorità sovranazionali, anche perché soluzioni solo italiane potrebbero risultare inefficaci e/o rischierebbero di creare svantaggi competitivi per le nostre imprese. Fra questi, particolare rilievo sta assumendo sempre di più il ruolo dei cosiddetti centri *off shore*.

Venendo al contesto internazionale, qualsiasi ragionamento sulla modifica degli assetti normativi vigenti non può prescindere da una attenta valutazione degli sviluppi intervenuti in sede internazionale negli ultimi anni. Infatti, sia in sede IOSCO sia in sede europea si è registrata, negli ultimi anni, una crescente produzione normativa, intesa a porre rimedio a talune delle disfunzioni già evidenziate e rafforzare la cooperazione tra autorità di vigilanza per individuare e reprimere comportamenti illeciti in un'era di finanza globale. Per quanto attiene alla IOSCO, rilevanza assumono i recenti principi in materia di analisti finanziari e agenzie di *rating*, di cui il CESR ha raccomandato l'introduzione anche in Europa (in aggiunta ai principi generali già contenuti nella direttiva sugli abusi di mercato del 2003 che deve essere, come è noto, recepita dal nostro ordinamento entro l'ottobre di quest'anno) e l'accordo multilaterale per lo scambio di informazioni riservate tra autorità di vigilanza al quale, nel novembre 2003, risultavano aderire già 24 autorità, tra cui la Consob.

Particolare rilievo assume, inoltre, per l'importanza del mercato, la risposta che è stata data alla crisi della Enron negli Stati Uniti d'America. Il cosiddetto *Sarbanes-*

Oxley Act, in particolare, ha introdotto nuovi obblighi in capo agli amministratori, ai responsabili finanziari delle società e ai revisori, prevedendo importanti sanzioni sia di natura pecuniaria sia di natura penale in caso di violazioni; ha portato all'introduzione di nuove regole in materia di conflitti di interessi (con particolare riguardo agli analisti finanziari) e ha realizzato un rilevante rafforzamento della SEC, sia in termini di risorse umane che di mezzi finanziari.

In sede europea vige il principio della libera circolazione sul territorio dell'Unione di operatori e di « prodotti finanziari », in base al cosiddetto « controllo del paese di origine »; importanti iniziative sono state assunte al fine di ravvicinare le normative vigenti nei diversi paesi e di dotare le autorità di vigilanza dei necessari poteri al fine di assicurare che gli obblighi di cui alle direttive siano rispettati.

Il nuovo *corpus* normativo europeo che comprende dettagliate disposizioni adottate nella forma di direttive e regolamenti, secondo il modello *Lamfalussy*, e cui ha contribuito in misura rilevante anche il CESR — il Comitato che riunisce le autorità di vigilanza di settore —, pone particolare enfasi sul ruolo dell'autorità di vigilanza e sui suoi poteri di indagine. La direttiva sugli abusi di mercato già richiamata, così come la posizione comune sulla proposta di direttiva sui servizi di investimento, raggiunta sotto la presidenza italiana, contengono una dettagliata lista di poteri la cui titolarità deve essere attribuita ad un'unica autorità amministrativa indipendente di vigilanza, oggi non ancora previsti dalla legge italiana. Fra essi: la possibilità di chiedere informazioni e di effettuare ispezioni nei confronti di chiunque; l'accesso ai dati relativi al traffico telefonico; la richiesta o l'adozione di provvedimenti cautelari, quali il congelamento dei beni e l'inibizione alla prosecuzione di attività in violazione delle norme.

PRESIDENTE. Mi sia consentita una breve interruzione, professor Cardia. La parte che sta per leggere riguarda il *de*

iure condendo. Ho l'impressione, però, che l'interesse e l'attenzione dei commissari siano rivolti sostanzialmente all'accertamento dei fatti. Propongo, pertanto, di considerare acquisita la parte finale del relazione, pubblicandola eventualmente in allegato al resoconto stenografico della seduta odierna, e proseguire illustrando i punti principali relativi a quanto avvenuto.

ROBERTO PINZA. Sarebbe molto interessante sentire anche la parte propositiva, signor presidente.

PRESIDENTE. Sta bene.

LAMBERTO CARDIA, *Presidente della Consob*. Provvederò a illustrare il cuore della relazione per poi lasciare spazio alle domande dei signori commissari. Potremo così conciliare entrambe le esigenze. Cercherò di enunciare soltanto alcuni punti per poi leggere le ultime pagine della relazione.

Vi è fondamentalmente una richiesta di rafforzamento dei controlli societari e ciò implica: rendere obbligatoria la presenza di amministratori indipendenti; rendere effettivo l'obbligo di nominare almeno un rappresentante delle minoranze nell'organo societario deputato al controllo interno (collegio sindacale o altro); rafforzare ulteriormente le incompatibilità dei sindaci o degli altri controllori nei modelli alternativi societari; rendere ancora più chiaro che tali soggetti costituiscono l'interlocutore privilegiato della Consob per la tempestiva segnalazione di irregolarità e sanzionare adeguatamente il venir meno a tale obbligo di segnalazione; affidare alla Consob il compito di approvare le delibere di revoca degli incarichi alle società di revisione e di disporre direttamente la revoca; trasformare in norme cogenti i suggerimenti contenuti nel rapporto della commissione Galgano sulla durata dell'incarico delle società di revisione, prevedendo il regime delle incompatibilità da applicare alle società stesse ed a quelle facenti parte del loro *network* e l'attribuzione alla Consob di poteri regolamentari in materia; rimodulare il sistema sanzio-

natorio sui revisori, prevedendone una maggiore graduazione oltre ad interventi di natura cautelare.

Per quanto riguarda la disciplina degli intermediari e del collocamento delle obbligazioni societarie, ritengo di dover richiamare alcune ipotesi di modifiche legislative riguardanti: limiti alla diffusione delle obbligazioni societarie presso il pubblico, consentendola solo qualora vi sia una valutazione di affidabilità (*rating*) da parte di agenzie indipendenti; limiti civilistici ulteriori all'emissione delle obbligazioni, tenendo conto — come già segnalato — delle emissioni realizzate a livello di gruppo e delle garanzie rilasciate dalla capogruppo; il divieto temporaneo di negoziare con il pubblico obbligazioni oggetto di collocamento privato, stabilendo un periodo minimo (ad esempio un anno) di possesso delle obbligazioni stesse da parte dell'intermediario, in analogia a quanto previsto dalla regolamentazione statunitense, sempreché ciò in futuro possa essere in linea con le direttive europee.

Si parla poi di rafforzamento dei poteri e delle risorse della Consob: segnalo in proposito l'esigenza di un ampliamento dei poteri ispettivi di richiesta di dati e notizie a tutti i soggetti in possesso di informazioni utili, ciò che costituirebbe realmente uno strumento di approfondimento.

Riferendomi al caso Parmalat, osservo che la Consob, allo stato attuale, è priva dei poteri necessari per sentire direttamente quel soggetto che ha dichiarato di conoscere l'esistenza di circa 7 miliardi di euro. La Commissione, infatti, è tenuta esclusivamente ad inoltrare una segnalazione all'autorità giudiziaria. Diversamente, qualora tale potere ci fosse riconosciuto, disporremo di un strumento immediato ed efficace di intervento.

Inoltre, occorre procedere alla rimozione degli ostacoli tuttora presenti nei rapporti con altre autorità estere. Alcune di esse, peraltro, eccepiscono che nel nostro ordinamento vi sia un'assenza di vincoli di segreto compatibili con gli accordi e la prassi internazionale della coo-

perazione. Occorre anche operare una revisione del sistema sanzionatorio, stabilendo sanzioni più adeguate.

Inoltre, come a tutti è noto, la consistenza dell'organico della Consob è molto ridotta. L'attuale limite delle risorse di organico utilizzabili rappresenta un obiettivo vincolo alla definizione di un assetto organizzativo della Consob adeguato ai compiti ad essa attribuiti. È da aggiungere poi che eventi eccezionali, quali quelli oggetto della presente indagine, hanno comportato la necessità di destinare un considerevole numero di risorse alla loro trattazione, con effetti negativi anche sull'attività ordinaria, ma non certo di modesto rilievo, dell'Istituto.

Le difficoltà di funzionamento sono aggravate dal continuo esodo di personale. Quanto segnalato non vuole essere una lamentazione, ma è un fatto oggettivo. Si tratta di un esodo che, nel solo anno 2003, ha interessato 21 unità (per essere esatti 20 nel 2003 ed una alcuni giorni fa), la quasi totalità delle quali di alto profilo professionale e assegnata a settori strategici della struttura. Quando in una struttura di ridotte dimensioni ci sono 20 persone di fascia medio-alta che vanno via e vengono meno le seconde e le terze linee, potrebbe frantumarsi il suo sistema di funzionamento. Questo è un fatto oggettivo di cui non si può non tener conto. Devo dire che questo stato di disagio è stato segnalato sia al Governo sia al Parlamento anche in occasione di audizioni e che, con la recente finanziaria (in tabella C), la Consob ha ottenuto un incremento dei trasferimenti statali di 5 milioni di euro. Ritengo comunque che tutto il sistema vada potenziato, con la facoltà di consentire l'acquisizione di personale non solo attraverso concorsi, che sicuramente sono un sistema corretto da utilizzare e da mantenere, ma anche attraverso acquisizioni dal mercato di personale altamente specializzato a costi di mercato.

Nel corso dei lavori di una delle commissioni sulla riforma delle Autorità indipendenti a cui ho avuto l'onore di partecipare, così come peraltro ho anche avuto modo di vedere in altri disegni di riforma,

è stata segnalata l'esigenza che una certa entità percentuale di personale altamente specializzato possa essere acquisita dal mercato a prezzi di mercato; altrimenti il personale da noi formato come in una scuola e lascia poi l'Istituto perché retribuito meglio o attratto da posizioni maggiormente valide; ciò comporta che la Consob si trova a svolgere un qualificato addestramento dei giovani leve ma poi a perdere la fascia operativa medio-alta. Credo che questa sia una delle cose più preoccupanti per quanto riguarda il buon funzionamento della Consob. Non è da escludere anche la possibilità di temporaneo distacco di magistrati; in un incontro a Parigi, il presidente della COB francese mi ha detto che loro traggono un ottimo risultato dai cosiddetti *stage* di magistrati che, distaccati per due anni presso le loro strutture, danno un importante apporto giuridico e al termine del loro mandato tornano alla loro attività di istituto avendo acquisito una elevata specializzazione sul controllo dei mercati. È un'esperienza che potrà certamente essere valutata.

Riguardo alla riforma delle autorità di vigilanza, l'attuazione delle modifiche succintamente indicate, se accompagnata da una revisione di altre parti dell'ordinamento intesa a contrastare i conflitti di interesse fra più funzioni ed attività degli operatori e da un sostanziale adeguamento delle risorse in uomini e mezzi, consentirebbe di rendere più effettiva la tutela dei risparmiatori e più incisiva l'azione di vigilanza.

La Consob ritiene che il modello di vigilanza per finalità presenti indubbi vantaggi: evita i possibili conflitti di interessi tra finalità dei controlli intrinseci ai modelli di vigilanza accentrata e di vigilanza per soggetti e, attraverso la specializzazione delle autorità rispettivamente competenti, aumenta l'efficacia dei controlli stessi. Il Testo unico della finanza ha scelto tale modello per la vigilanza sugli intermediari. La Consob ritiene con ferma convinzione che tale modello vada mantenuto, pur se necessita di adeguamenti. In esso, infatti, sono presenti eccezioni non in linea con la *ratio* sostanziale del sistema.

Alcuni aspetti dei controlli riguardanti i fondi comuni di investimento sono stati riferiti esclusivamente alla regolamentazione prudenziale, mentre possono coinvolgere rilevanti profili di trasparenza e di correttezza nelle gestioni.

Anche per altri prodotti finanziari esiste nel Testo unico della finanza una disciplina non omogenea. Come è noto, l'articolo 100 del suddetto Testo unico esonera le obbligazioni bancarie e gli altri prodotti di natura finanziaria, emessi dalle banche e dalle imprese di assicurazione, dalla disciplina degli obblighi di prospetto e, quindi, dai controlli di trasparenza della Consob; gli stessi prodotti sono anche sottratti, dall'articolo 30 del Testo unico della finanza, alla disciplina riguardante l'offerta fuori sede, con accentuazione delle asimmetrie normative in termini di tutela degli investitori.

Oltre alla correzione di tali anomalie, a parere della Consob, la presenza di autorità separate, rispettivamente competenti per tutti gli aspetti rilevanti ai fini della tutela del risparmio, richiede un ampliamento e un rafforzamento delle forme di collaborazione e di coordinamento, peraltro già esistenti, tra le singole autorità in modo da orientare reciprocamente gli interventi di vigilanza. Il senso di quella proposta — più che proposta, si tratta di una segnalazione — è quello di costruire in modo coordinato le banche dati allo scopo di soddisfare le esigenze informative di tutte le autorità, minimizzando i costi della vigilanza a carico degli operatori. In tal modo l'accesso sarebbe diretto e tempestivo, senza necessità di richiedere specifiche collaborazioni peraltro assolutamente e sempre prestate.

Nel quadro così delineato, che richiede un intervento legislativo, va inquadrato l'accesso al flusso informativo sulle emissioni obbligazionarie e quanto in altre occasioni ipotizzato a proposito della Centrale dei rischi.

Si ritiene che le riforme e i principi di coordinamento sopra indicati — parte dei quali la Consob ha più volte segnalato, anche con carattere di urgenza — consentirebbero una positiva evoluzione dell'ope-

rare della Consob stessa. In tal modo l'Istituto verrebbe ad acquisire una più ampia e migliore capacità di intervento, mettendosi quindi nelle condizioni di assicurare una più efficace tutela del mercato e dei risparmiatori. È l'intero processo di vigilanza e di controllo che verrebbe rafforzato. Ne risulterebbero una maggiore possibilità di percepire le nuove tendenze del mercato, un tempestivo scrutinio della loro conformità alle regole vigenti, un'azione di correzione attraverso efficaci strumenti di vigilanza ed un apparato sanzionatorio fortemente dissuasivo.

Il rapido recepimento della Direttiva comunitaria in materia di abusi di mercato, un tempestivo potenziamento di personale e di mezzi, insieme a forme più strutturate di collaborazione con le altre autorità, Guardia di finanza compresa, potrebbero costituire una risposta immediata, pragmatica ed efficace, per un sostanziale recupero della fiducia dei risparmiatori e per un positivo apprezzamento della comunità finanziaria. Interventi più radicali richiederebbero tempi di avvio inevitabilmente più lunghi, porrebbero problemi organizzativi di non agevole soluzione e potrebbero pregiudicare, almeno nell'immediato, la piena operatività dei sistemi di vigilanza.

Con riferimento a quanto detto e ancor più a quanto specificatamente esposto nella relazione che lascerò agli atti, ho sottolineato con convinzione due elementi. Da una parte l'esigenza che venga rivisto l'attuale sistema dei controlli attribuiti alla competenza delle diverse autorità, con un sensibile potenziamento delle funzioni della Consob, in direzione della correttezza e della trasparenza delle operazioni di mercato. Dall'altra, la necessità di uno stretto coordinamento tra le diverse autorità nello scambio di elementi di rispettiva conoscenza, oltre alla facoltà normativamente prevista di avvalersi anche del supporto della Guardia di finanza e ciò al fine di svolgere al meglio le proprie funzioni e di prevenire al massimo possibile le patologie che possono presentarsi.

Ritengo anche che solo in una più ampia prospettiva di riforma potrebbe essere presa in esame un'applicazione generalizzata del sistema della vigilanza per finalità a tutti i comparti del mercato finanziario, riducendo il numero delle autorità oggi esistenti, ridefinendo e chiaramente specificando le competenze sulla base di un « sistema a tre teste » (Banca d'Italia, Antitrust e Consob potenziata), ma ritengo altresì che oggi una tale soluzione non potrebbe dare i risultati ricercati e necessari in tempi brevi. Inoltre, tale soluzione potrebbe creare difficoltà di accorpamento, depotenziando, almeno nella prima fase, la funzionalità di soggetti e di settori che al presente appaiono già produrre buoni frutti o essere avviati verso un efficace operare.

PRESIDENTE. Ringrazio il presidente della Consob per la sua ampia relazione. Do ora la parola ai colleghi che intendano porre domande o formulare richieste di chiarimento.

VINCENZO VISCO. Presidente Cardia, innanzitutto mi pare che nella sua esposizione lei abbia espresso una valutazione di continuità assoluta nell'attività della Consob, da febbraio fino ai giorni nostri. Quindi, sostanzialmente lei non è d'accordo o, comunque, dà un'interpretazione diversa da quella che ci ha prospettato il ministro dell'economia su questo punto: è così oppure no?

In secondo luogo, agli atti della Consob esiste materiale che mostri qualche rapporto polemico fra l'istituzione ed il ministro su attività della commissione relative alla sua autonomia? In altre parole, ci sono state occasioni di polemica o di conflitto tra il ministro dell'economia e la Consob, in relazione a richieste del ministro che la stessa poteva ritenere, eventualmente, non coerenti con il suo statuto di autonomia?

La terza domanda riguarda una questione più rilevante, perché ci troviamo in una situazione in cui i risparmiatori italiani si sono visti piazzare dei titoli che non sarebbero mai dovuti andare nei loro

portafogli, e questo vale soprattutto per la vicenda Cirio. Vorrei ricordare che l'articolo 21 del TUF e l'articolo 29 del regolamento degli intermediari attribuiscono in modo inequivoco all'esclusiva responsabilità della Consob il controllo su questi fatti. Il comma 3 dell'articolo 29 del regolamento dispone che « gli intermediari autorizzati, quando ricevono da un investitore disposizioni relative ad un'operazione non adeguata, lo informano di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione. Qualora l'investitore intenda, comunque, dare corso all'operazione, gli intermediari autorizzati possono eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un ordine impartito per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrati su nastro... ». Vorrei sapere che tipi di controlli preventivi e che disposizioni dissuasive avete messo in atto nei confronti degli intermediari che hanno rapporti di vendita al minuto con il pubblico, perché tutta la questione sorta nelle ultime settimane è relativa a questo punto, che è di chiara ed esclusiva competenza dell'autorità che lei presiede.

In quarto luogo, il caso Cirio, a differenza di Parmalat, è stato per molto tempo all'attenzione dell'opinione pubblica e degli esperti; in particolare, abbiamo assistito ad uno svuotamento progressivo delle società controllate a beneficio del capogruppo, senza che questo venisse comunicato al mercato. La Consob ne era consapevole, se ne è accorta oppure no? Lei ritiene che questa dovrebbe essere una modifica, cioè imporre, comunque, una *disclosure* totale su questi punti?

Vorrei capire se la mia interpretazione della sua relazione sulla proposta di riforma delle autorità — lei mi sembra molto prudente rispetto ad innovazioni radicali — sia corretta oppure no.

ROSARIO GIORGIO COSTA. In forza della sua esperienza, al momento la sua opinione va nella direzione di una Consob potenziata o di un nuovo organismo? In secondo luogo, ammesso che le fosse dato desiderare, riterrebbe più opportuna una soluzione analoga a quella adottata in

America, pressoché assimilabile alla nostra Consob, o un modello di tipo inglese? In terzo luogo, recentemente la Consob ha attuato una cooperazione virtuosa tra autorità simili a livello internazionale: come mai non si è pensato di avviarla anche in tempi più remoti?

MARIO LETTIERI. Visto che la collaborazione in sede internazionale ha sostanzialmente funzionato, vorrei sapere se abbia prodotto risultati quella con le altre autorità indipendenti del nostro paese, perché ciò era un obbligo previsto dagli articoli 4 e 5 del Testo unico di finanza. In pratica, vi è stata una collaborazione puntuale con la Banca d'Italia?

Per eliminare le asimmetrie dell'attuale legislazione, ritiene che sia necessario, per esempio, verificare l'opportunità di non quotare quelle società che hanno molte ramificazioni nei cosiddetti paradisi fiscali, così come qualche autorevole studioso ha suggerito recentemente?

Infine, vorrei sapere se esista continuità nell'attività della Consob, perché il ministro dell'economia l'ha rimarcata in senso positivo da luglio in poi e, precedentemente, in senso negativo. Per quanto è di mia conoscenza e per i rapporti che abbiamo avuto con la Consob — con lei e con il suo predecessore — in Commissione finanze, questo non mi sembrerebbe vero, ma vorrei che lei lo confermasse.

ROBERTO SALERNO. Sinceramente, mi aspettavo una relazione che, in qualche modo, concludesse in maniera « più forte » su alcune realtà che abbiamo trattato, come Cirio e Parmalat.

Non ci sono collegi sindacali o società di revisione silenti. Ci siamo trovati di fronte ad un'enorme associazione a delinquere (bisogna chiamarla con il suo nome) tesa a dissimulare in certi casi, a simulare in altri, al fine di trarre vantaggi che vedremo, alla fine di quest'indagine, a beneficio di chi andranno.

Parto dal caso Parmalat e Cirio anche per dire ciò che, poi, dovrebbe essere un compito più forte della Consob o, perlomeno, per verificare se vi siano situazioni

in cui Consob avrebbe dovuto intervenire in modo più efficace, più forte e più puntuale.

Dalla documentazione che ci è fornita dalle Commissioni, leggo che la Consob ha un ruolo estremamente forte di controllo e di vigilanza in merito a trasparenza e correttezza dei comportamenti degli intermediari che operano in strumenti finanziari, controllo e vigilanza sulla trasparenza dei mercati regolamentati e ordinato svolgimento delle negoziazioni. Mi sembra che alcuni istituti di credito — nel caso Cirio e Parmalat — abbiano collocato titoli addirittura in data 1° dicembre, in un momento in cui non si è più nell'ipotesi di alcuni indicatori che potevano essere definiti legittimi (anche in relazione alla definizione di legittimità di risposta da parte del gruppo Parmalat, quando gli sono stati contestati alcuni indicatori di bilancio, quali il fatturato e il monte debiti, per cui l'impiego del monte di liquidità fosse più utile rispetto al pagamento dei debiti, poiché rendeva più di quanto potesse esser pagato alle banche per l'esposizione).

Mi sembra, signor presidente, che si stia facendo un po' acqua. Quando vi è una cassaforte di garanzia di un gruppo (oggi è Parmalat, ma potrebbe essere anche un altro gruppo, fra qualche mese) in cui sono presenti 4 miliardi di euro presunti (poi accertati falsi), è possibile che un gruppo di tali dimensioni la possa detenere alle isole Cayman? Si può ammettere che, nel nostro sistema, la Consob non ritenga ciò inaccettabile, visto che vi sono miliardi di *bond* in circolazione, acquisiti dai risparmiatori, sapendo che alle isole Cayman non vi è nulla, eccetto alcune caselle postali? È possibile che siano emessi *bond* a scadenza trentennale, quando persino lo Stato ha difficoltà a pensare ad un periodo così lungo per un titolo obbligazionario?

Signor presidente, bisogna forse cercare di capire cosa poteva già essere fatto e non si è fatto e ciò che si dovrebbe attuare in casi analoghi. Vorrei non essere banale nel dire che si possono istituire *authority*, *super-authority*, legislazioni severe e san-

zioni, ma se vi è una sistematica associazione a delinquere in cui tutti i passaggi sono falsificati non è possibile pensare di risolvere il problema solo attraverso gli strumenti offerti dalla legislazione.

Oltre a richiedere documenti, nel caso in questione, se si fosse effettuato il controllo fisico dei documenti contabili, con un semplice incrocio dei dati (estratti conto, fatture, debiti, crediti, movimenti bancari) in una mezza giornata, il castello messo in atto sarebbe stato smontato. La Consob è già in grado di effettuare un controllo fisico della documentazione della contabilità? Se non lo è, lei, presidente, non ritiene che ciò sarebbe un passaggio fondamentale?

LUIGI CASERO. Signor presidente Cardia, lei ha presentato un'analisi precisa dei controlli effettuati nel 2003. Vorrei sapere quali controlli sono stati compiuti e quale attività ispettiva è stata condotta dalla Consob dal 1998 al 2002.

La seconda domanda che le pongo riguarda le società di revisione. Risulta che tali società non abbiano svolto il proprio lavoro. Sintetizzando ciò che ha detto il senatore Salerno, sarebbe bastato incrociare i dati e il problema si sarebbe scoperto. Cosa ha fatto la Consob, o quale organo di vigilanza sarebbe dovuto intervenire per controllare l'attività (non svolta) delle società di revisione?

La terza domanda riguarda i Cirio *bond*. Lei ha detto che sono stati collocati titoli che non potevano esserlo ai risparmiatori. Anche in tal caso, chi doveva intervenire? Perché non si è intervenuto? Probabilmente ciò non rientra nella competenza della Consob.

Ultima domanda: nel passato, verso la fine degli anni '90, sono state quotate società che (lo ricordo per ragioni di studio) non avrebbero potuto esserlo (era necessario che presentassero alcuni bilanci in attivo e tutta una serie di vincoli). Sono state quotate società che non avevano ancora presentato un bilancio, tutte quelle relative alla *new economy*. Sono state quotate società calcistiche, che molto probabilmente, non avevano bilanci in utile.

Desidero conoscere la sua opinione, come presidente della Consob, su tale azione e le chiedo se non sia necessario tornare alla modifica dei criteri di quotazione di alcune società.

PRSDENTE. Do la parola al professor Cardia per le risposte a questo primo gruppo di domande.

LAMBERTO CARDIA, *Presidente della Consob*. Per quanto riguarda la prima domanda dell'onorevole Visco circa la continuità assoluta dell'operare della Consob, mi è già capitato di affermare, in occasione di un'audizione svoltasi presso la Commissione finanze della Camera, che esiste una continuità assoluta nello svolgimento dell'attività della Consob. Ciò in linea di principio ed in linea reale, nel senso che non vi sono state né cesure, né contrasti, né diversità di azione nei diversi periodi di attività. Ho anche avuto occasione di dire che i lavori si sono svolti, sia per quanto riguarda la Commissione, che per l'intera struttura, in un rapporto armonico di collaborazione. Ciò vorrei che fosse tenuto presente. L'ho detto in tempi precedenti e lo confermo in modo assoluto e convinto.

Aggiungo che determinati periodi possono aver richiesto approfondimenti di una particolare materia ed altri di altre. Ciò non mi consente di vedere differenze di volontà nell'operare. Naturalmente, ognuno opera secondo le proprie preferenze, le proprie tendenze, le proprie caratteristiche e le proprie specializzazioni.

L'onorevole Visco mi chiede altresì se esista materiale che confermi polemiche tra il Ministro e la Consob, tali da inficiare un rapporto di autonomia. È veramente una domanda a cui non mi sento di rispondere, nel senso che certamente non mi risulta vi siano atti tali da giustificare tali polemiche. Se, poi, vi siano state situazioni specifiche *inter partes*, per correttezza, non mi sento di rispondere. Posso solo dire che alcune esigenze della Consob possono essere state rappresentate in precedenza così come lo sono state in

momenti successivi. Da un punto di vista operativo, quando la Consob riteneva di segnalare qualcosa all'Amministrazione dell'economia o alla Presidenza del Consiglio, ciò è avvenuto. La questione dei rapporti la lascio alle valutazioni o a ciò che i soggetti interessati possono dire.

Per quanto riguarda la responsabilità della Consob in riferimento ai fatti Cirio, ho esposto e rimane documentato agli atti l'atteggiamento tenuto dalla Consob in merito alla vicenda. La parte più delicata riguarda la fase successiva al *default*, che ha visto tra l'altro l'inizio di una attività di vigilanza su dieci istituti bancari coperta dal segreto d'ufficio della Consob che riguarda anche il segreto istruttorio imposto dalle numerose Procure che stanno indagando sulla vicenda; ciò non mi consente di dire alcunché al momento attuale. Posso tuttavia affermare che in riferimento ai *corporate bond* emessi dalla Cirio la Consob non ha potuto esaminare alcun prospetto, in quanto queste obbligazioni sono state emesse all'estero e destinate a investitori istituzionali; quindi, la Consob ne è venuta a conoscenza solo indirettamente, perché la normativa stabilisce che quando le obbligazioni vengono emesse all'estero devono essere accompagnate solo da un breve documento in lingua inglese utilizzato dagli investitori professionali.

Una volta acquisite dagli investitori istituzionali, le obbligazioni possono essere mantenute in portafoglio o ricollocate; ho ricordato prima come negli Stati Uniti sia previsto che gli investitori istituzionali debbano mantenere per almeno un anno questo tipo di obbligazioni prima di poterle ricollocare presso i risparmiatori: si tratta, a mio avviso, di una norma preziosa, da tenere presente anche per il nostro ordinamento. I comportamenti degli investitori istituzionali che hanno ritenuto poi di collocare le obbligazioni Cirio alla propria clientela saranno giudicati dalla Consob nell'ambito della propria competenza e riferiti, se del caso, all'autorità giudiziaria. Ove dovesse constatarsi che vi siano stati comportamenti non conformi alle regole da parte degli istituti presso i quali i titoli sono stati collocati o

da parte di alcuni di essi, la Consob avrà anche il dovere di proporre sanzioni al Ministero dell'economia, che potrà valutarle ed emanare un proprio decreto.

Certamente la Consob non ha il potere-dovere di intervenire se l'emissione di obbligazioni avviene all'estero; mentre se l'emissione è effettuata in Italia ed è destinata al pubblico, la Consob può analizzare preventivamente il prospetto e far inserire in esso tutte le informazioni necessarie sulla società emittente. Pertanto, colui che vorrà acquisire queste obbligazioni, se avrà avuto la preveggenza di leggere il prospetto, potrà stabilire se esse siano acquistabili serenamente o con un rischio variabile più o meno alto. Purtroppo devo sottolineare che la maggior parte delle obbligazioni sono emesse all'estero principalmente e sistematicamente per due motivi. Intanto perché le procedure sono più veloci e facili, in quanto comportano una minore esigenza di trasparenza; inoltre, all'estero potevano essere superati i limiti stabiliti fino a qualche tempo fa dalla normativa italiana. Ancora oggi, infatti, l'ordinamento italiano consente di emettere obbligazioni solo entro un limite ragguagliato al capitale della società emittente, mentre le emissioni effettuate per il tramite di società controllate estere sono libere da questo vincolo.

VINCENZO VISCO. Chiedo scusa, ma il punto di fondo della questione è l'articolo 29 del regolamento degli intermediari.

PRESIDENTE. Anche io qualche volta avrei il desiderio di seguire le risposte, ma in una seduta come questa non possiamo adottare una procedura di tal genere.

LAMBERTO CARDIA, *Presidente della Consob*. Il senatore Costa mi ha chiesto se sia preferibile il potenziamento della Consob o la creazione di un nuovo organismo. Ritengo che i tempi con i quali si deve rispondere ai problemi attuali, ristabilendo la fiducia, non siano compatibili con i tempi lunghi necessari per l'istituzione di un nuovo organismo, che non avrebbe un avviamento facile. Infatti accorpare l'Isvap,