

sono quotate alcune squadre di calcio di cui è nota la forte volatilità. Persino il titolo azionario del famosissimo Manchester United, la squadra inglese con il maggior numero di tifosi e con il *merchandising* più sviluppato, è caratterizzato da una forte volatilità, per cui chi investe in questi tipi di attività si attende oscillazioni piuttosto importanti.

NERIO NESI. Nell'audizione del 5 febbraio il presidente della Assogestioni ha fatto una affermazione molto seria e abbastanza grave. Egli ha sostenuto che la sua associazione costituì un comitato per la *corporate governance*, questo comitato nel marzo 2003 scrisse alla Parmalat e, per conoscenza, alla Consob e alla Borsa italiana, per manifestare la contraddizione della situazione finanziaria venutasi a creare in quella azienda. Gli analisti finanziari avevano colto questa contraddizione?

Fra poco tempo scadranno alcune emissioni di *corporate bond*: la sua associazione ritiene che le aziende emittenti saranno in grado di rimborsarli? E se così non fosse, dovrebbe intervenire il sistema bancario?

FRANCO CARLO PAPA, *Presidente dell'Associazione italiana analisti finanziari*. Per quanto riguarda il discorso dei *corporate bond*, come ho già detto prima, a quanto è dato sapere diverse aziende per ora hanno confermato che onoreranno il rimborso di queste obbligazioni. In riferimento al fatto che gli analisti finanziari avessero o meno colto l'incongruità della situazione in precedenza, ho ricordato che ad inizio 2003 vi fu un tentativo da parte di Parmalat di collocare un *bond* di 400 milioni di euro che, a seguito di tutta una serie di domande e di richieste di precisazioni, che nascevano anche dagli analisti finanziari, non andò in porto.

PRESIDENTE. Ringrazio il dottor Papa e la Associazione italiana degli analisti finanziari per il contributo che hanno fornito alle nostre deliberazioni. Dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta, sospesa alle 11, è ripresa alle 11,10.

Audizione del professor Francesco Capriglione, dell'avvocato Francesco Gatti e del professor Mario Sarcinelli.

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio, l'audizione del professor Francesco Capriglione, dell'avvocato Francesco Gatti e del professor Mario Sarcinelli.

Darei, dapprima, la parola al professor Capriglione, che ringrazio per avere voluto corrispondere all'invito rivolto dagli Commissioni riunite a prendere parte all'odierno incontro; mi corre, purtroppo, l'obbligo di invitare il professore, nonché gli altri nostri ospiti di stamane — l'avvocato Gatti ed il professor Sarcinelli — a contenere, attesa l'economia dei nostri lavori, nella massima sintesi possibile, in 15 minuti circa, i tempi nella loro esposizione introduttiva, alla quale, come è noto, seguirà un dibattito, con gli interventi dei colleghi e le eventuali repliche.

Aggiungo che sarà senz'altro gradita l'acquisizione di pur estesi testi scritti.

FRANCESCO CAPRIGLIONE. A mia volta, la ringrazio, presidente, e ringrazio, altresì, le Commissioni riunite per l'invito rivoltomi a partecipare all'odierna audizione.

I gravi eventi che, nei tempi recenti, hanno scosso l'ordinamento finanziario italiano giustificano una rivisitazione critica del complesso normativo che regola la materia.

La ricerca di nuove e più significative forme di regolazione dell'attività finanziaria postula una riflessione incentrata sull'identificazione delle ragioni che sono a base dell'intervenuta situazione di ridotta tutela dei risparmiatori ed ha, a monte, una verifica sull'adeguatezza della struttura di vertice dell'ordinamento finanziario e, dunque, sulla validità dell'azione di vigilanza che attualmente è svolta dalle competenti autorità di settore.

Il riferimento alle recenti situazioni di crisi che hanno colpito alcuni rilevanti complessi industriali del nostro paese consente di ricondurre tali accadimenti al mancato funzionamento del sistema dei controlli interni alle imprese ed alla concomitante perdita di valenza di quelli esterni, orientati alla verifica della correttezza delle informazioni societarie. Conseguentemente hanno finito col perdere significato anche le valutazioni espresse dalle società di *rating*, che per solito fondano i propri giudizi sui dati di bilancio ovvero indicati nella documentazione contabile delle imprese.

Appare intuitivo come tale stato di cose abbia avuto inevitabili ripercussioni sull'azione di vigilanza svolta dalle autorità preposte al settore finanziario. È noto che le medesime, nel loro *agere*, fanno affidamento sulla correttezza delle rappresentazioni contabili e, dunque, dei dati di bilancio, quali sono forniti dagli organi aziendali ed asseverati dai controlli interni ed esterni all'ente societario.

In particolare, con riguardo alla Consob, è il caso di rappresentare come dalle sue modalità d'intervento si desuma l'opzione per forme operative che si raccordano agli organi di controllo, interno ed esterno, dei soggetti presenti nel mercato. La vigente disciplina legislativa orienta in tal senso, come è dato desumere dalla predisposizione di forme di collegamento diretto tra gli organi di controllo (interno ed esterno) e detta autorità di settore, imponendo ai sindaci delle società quotate ed ai revisori contabili, rispettivamente, l'obbligo di comunicare alla Consob le « irregolarità riscontrate nell'attività di vigilanza » (articolo 149, comma 3 del TUF) e di informarla dei « fatti ritenuti censurabili » (articolo 155, comma 2 del TUF).

Tale autorità, da quanto è dato sapere, ha tenuto una linea comportamentale che presupponeva il corretto funzionamento degli obblighi di controllo interno delle società in questione. D'altronde, l'attivazione dei poteri ispettivi previsti dall'articolo 115 del TUF avrebbe richiesto, anche in considerazione delle attuali carenze di

organico della Consob, un *fumus* di violazione della disciplina di riferimento.

L'affermazione di un sistema competitivo implica il riconoscimento di un diritto paritetico dei soggetti impegnati nella gara selettiva imposta dal mercato; essa non comporta, invece, un'alterazione del principio secondo cui il « rischio » dell'investimento deve restare sempre a carico del consumatore dei servizi finanziari, salvo le ipotesi (da accertare, caso per caso) che lo vedano vittima di raggiri posti in essere da venditori di strumenti finanziari senza scrupoli. L'eventuale ribaltamento di tale principio potrebbe facilmente indurre gli investitori a traslare sull'Amministrazione di controllo i rischi degli investimenti; ciò, ovviamente, con incremento delle situazioni di *moral hazard* e, dunque, con inevitabili implicazioni traumatiche a livello di libero esercizio delle funzioni di vigilanza sul settore.

Passando, poi, ad esaminare la posizione della Banca d'Italia, appare del tutto privo di fondamento l'assioma: anomala condotta degli intermediari, responsabilità della Banca d'Italia. È noto, infatti, che i controlli della Banca d'Italia non interferiscono sulle scelte gestionali, ma hanno riguardo alla osservanza delle disposizioni in materia creditizia ed in particolare alle regole concernenti la « sana e prudente gestione », quali si individuano nelle diverse espressioni della cosiddetta vigilanza prudenziale.

Il richiamo, da talune parti avanzato, ad un inadeguato utilizzo da parte della Banca d'Italia delle informazioni della Centrale dei rischi appare del tutto inappropriato, in quanto denota scarsa conoscenza del funzionamento di tale servizio. La Centrale è strumento preordinato ad evitare l'aggravamento dei rischi derivante dal cumulo dei fidi; essa non contiene dati riferiti alla situazione contabile delle aziende, ma si limita a dare un'informazione complessiva dell'indebitamento delle imprese nei confronti delle sole banche che operano in Italia, per cui non è possibile rinvenire nei suoi dati indicazione alcuna della situazione « debitoria » delle imprese industriali nei confronti

delle banche insediate all'estero, né notizie sui debiti contratti da tali imprese nei confronti dei soggetti non bancari.

Sotto altro profilo, appare artificioso voler identificare una qualche responsabilità della Banca d'Italia nel fatto che, versandosi in presenza di titoli emessi per rilevanti importi, essa avrebbe dovuto — in assenza di poteri volti a contingentarne le quantità — allertare comunque le autorità politiche sui pericoli di emissioni che per le loro dimensioni possono recare insidie, ovvero alterare l'equilibrio dei mercati. Si è in presenza di interpretazioni della disciplina di settore che, oltre ad attribuire a tale Autorità compiti che non sono previsti dalla legge, non tengono conto del processo evolutivo del nostro ordinamento, nel quale, anche di recente a seguito della riforma del diritto societario, è in atto una crescente tendenza verso la liberalizzazione delle forme di provvista dei mezzi finanziari da parte del settore produttivo.

In una diversa angolazione si colloca, invece, il problema di una possibile configurazione di forme di responsabilità degli intermediari finanziari, qualora sia accertato che il collocamento dei titoli dianzi nominati (da parte di questi ultimi) sia avvenuto senza fornire adeguate informazioni relative agli effettivi profili di rischio degli strumenti finanziari. Mi riferisco, in particolare, all'ipotesi di rapporti che, pur risultando regolari sotto il profilo giuridico formale, ledono in concreto l'affidamento che la clientela ripone nell'intermediario, legittimando almeno su un piano etico il recupero delle somme oggetto dell'investimento.

Per vero, in un contesto finanziario che si è vieppiù caratterizzato per una consistente riduzione del margine d'interesse a favore degli intermediari, la spinta impressa all'incremento dei proventi rivenienti da servizi può, in una qualche misura, aver determinato una sorta di attenuazione della « cura » che gli intermediari devono porre nel collocamento dei prodotti finanziari rispetto ai profili di rischio della clientela. Peraltro, tale evenienza non consente pericolose generaliz-

zazioni, che determinerebbero una sindrome di sfiducia nei confronti del sistema finanziario.

Si è in presenza di una situazione che è indicativa di una carente cultura del mercato; tra le conseguenze negative di tale realtà rileva il possibile incontro tra intermediari preoccupati a tenere elevati i livelli del profitto aziendale ed investitori che, ignorando in molti casi i rischi della finanza creativa, cercano (incautamente, come già ho detto) un'elevata remunerazione del proprio risparmio (nel riferimento forse al regime di alti tassi d'interesse cui erano abituati nel decorso decennio).

Va da sé che eventuali responsabilità degli intermediari finanziari potranno essere accertate nelle sedi competenti; prima di una verifica siffatta appare illogica e contraria al diritto ogni declaratoria che demonizzi l'operato delle banche, a queste imputando su un piano oggettivo colpe la cui ammissione deve risultare da prove inconfutabili.

Di certo, non intendo con tale assunto sminuire talune ipotesi di responsabilità — che rilevano prevalentemente sul piano civilistico — nelle quali banche creditrici di imprese, poi addivenute a situazioni di *default*, vengono a trovarsi in « conflitto d'interesse » con gli acquirenti dei titoli, a seguito dell'emersione di indici di conoscibilità dell'insolvenza delle società emittenti. Tale problematica, a mio avviso, dovrebbe trovare adeguate soluzioni in una rinnovata considerazione del principio di separatezza tra banca e industria, in una più rigida disciplina dei doveri dei collocatori interni al sistema bancario e, da ultimo, nella previsione di forme di conciliazione riguardanti tutti gli appartenenti alla categoria dei risparmiatori danneggiati che intendano avvalersene.

Apprezzabile, dunque, e pienamente condivisibile deve ritenersi l'intento della politica di procedere all'introduzione di idonei « correttivi » nella disciplina dell'attività finanziaria.

Peraltro, tale obiettivo, avuto di mira dal disegno di legge governativo recante

«provvedimenti per la tutela del risparmio», è presupposto di un più ampio intervento riformatore che si è estrinsecato in un complesso di disposizioni nelle quali viene ridisegnato l'assetto istituzionale di «vertice» dell'ordinamento finanziario italiano.

Non v'è dubbio che, qualora il legislatore intenda procedere a mutamenti della logica ordinatrice di determinati settori, come quello bancario e finanziario, esso gode in materia di ampia discrezionalità, sempre che l'azione regolatrice si dispieghi secondo criteri di ragionevolezza, di coerenza sistemica e, comunque, nel più assoluto rispetto dei principi sanciti dalla nostra Carta Costituzionale.

Nello specifico, venendo all'esame del nuovo quadro istituzionale segnato dal disegno di legge in questione, la struttura di vertice dell'ordinamento bancario risulta formata da amministrazioni tecniche, tra le quali, a fronte di alcune già regolate dal nostro diritto positivo, sembra assumere prioritario rilievo un nuovo organismo nell'occasione creato dal legislatore, ed al quale viene assegnata la denominazione di «Autorità per la tutela del risparmio».

Ed invero, il testo normativo non lascia adito a dubbi in ordine al fatto che si è inteso assegnare a tale Autorità una posizione di primato rispetto alle altre cui, al presente, sono riconosciuti specifici poteri in materia di vigilanza sul settore finanziario. Tale constatazione trova conferma nel fatto che per essa il legislatore appare disposto a derogare ad una rigida applicazione del criterio di un riparto di competenze per funzioni; criterio che nella logica disciplinare del disegno di legge dovrebbe presiedere alla definizione del quadro autoritativo di vertice dell'ordinamento finanziario italiano.

Ed invero, a fronte di una rigida applicazione di tale principio, con riguardo al controllo relativo ai «prodotti finanziari» gestiti dalla COVIP e dall'ISVAP, nonché ai poteri in materia di trasparenza riconosciuti dal Testo unico bancario alla Banca d'Italia, il disegno di legge deroga, tuttavia, senza giustificazioni, all'osser-

vanza del criterio in parola allorché trasferisce alla nuova Autorità «i poteri e le competenze previsti dagli articoli 11, 12 e 129 del decreto legislativo n. 385 del 1993», per il cui esercizio, in futuro, è richiesto alla Banca d'Italia unicamente di essere «sentita». Tali articoli si riferiscono alla «raccolta del risparmio», alle «obbligazioni e titoli di deposito emessi dalle banche» ed alla «emissione di valori mobiliari», per cui non v'è dubbio che, almeno nei primi due casi, sono materie riconducibili direttamente alla salvaguardia della stabilità del settore e, dunque, nell'ambito dei controlli che a tale obiettivo si ricollegano. È appena il caso di ricordare che questi consistono in un'attività di verifica globale e continua sul funzionamento degli intermediari; attività che si estrinseca in un insieme di strumenti accertativi ed autorizzativi nella quale di certo si iscrivono quelli afferenti alla raccolta del risparmio tra il pubblico ed alla emissione di obbligazioni da parte di banche. Viene, infatti, in considerazione vuoi la natura riservata dell'attività bancaria (articolo 11), vuoi lo schema delle forme di provvista degli intermediari e della successiva rimborsabilità dei fondi dai medesimi acquisiti (articolo 12).

Nella medesima logica derogatoria della competenza per funzioni si colloca la previsione normativa in base alla quale «i poteri e le competenze previsti dagli articoli 53, comma 4, e 58 del decreto n. 385 del 1993 sono esercitati sentita l'Autorità». Ancora una volta, appare poco coerente con la definizione del ruolo della nuova Autorità il conferimento alla medesima di poteri in tema di limitazioni degli affidamenti bancari agli azionisti rilevanti delle banche (articolo 53, comma 4, del Testo unico bancario) e di cessione dei rapporti giuridici (articolo 58 dello stesso Testo unico); trattasi, infatti, di poteri che investono la problematica del conflitto d'interessi nello svolgimento dell'attività creditizia, ovvero la sottoposizione a controllo di operazioni che incidono significativamente sulla struttura degli intermediari, per cui appare indubbia la loro ricondu-

cibilità nella disciplina della stabilità bancaria. Ho ben presente che l'attribuzione dei poteri sopra menzionati va correlata soprattutto all'esigenza di garantire il risparmiatore dall'insidia di possibili conflitti d'interesse.

L'opzione legislativa in esame tradisce una diffidenza del legislatore nei confronti delle autorità di controllo, in presenza di carenze strutturali legate alla insufficienza di una disciplina generale del conflitto d'interesse, quale emerge anche dalla recente riforma del diritto societario. Il rimedio ipotizzato dal disegno di legge appare, tuttavia, giocato essenzialmente in chiave di procedimento amministrativo di vigilanza; esso potrebbe essere sostituito costruendo in modalità più congrue le forme della *governance* societaria in ambito bancario e finanziario.

PRESIDENTE. Pregherei il professor Capriglione di procedere nel suo intervento limitandosi a dare lettura solo del prossimo paragrafo, che riteniamo di estrema rilevanza ai fini di questa audizione, mentre il documento nella sua veste integrale sarà depositato presso gli uffici delle Commissioni.

FRANCESCO CAPRIGLIONE. Se mi è consentito, vorrei allora leggere soltanto la considerazione successiva e anche le conclusioni del mio intervento tese a focalizzare i punti fondamentali del problema.

PRESIDENTE. Certamente.

FRANCESCO CAPRIGLIONE. A ben considerare, la previsione di eccezioni al menzionato principio di ripartizione delle competenze potrebbe essere radicata nell'intento politico di ridimensionare la sfera d'intervento della Banca d'Italia. Detto intento — che traspariva in maniera più palese in una « prima bozza » del testo normativo in esame, predisposta dal Ministero dell'economia — sarebbe in linea con la posizione prioritaria che il disegno di legge assegna alla nuova Autorità di cui sopra ho già detto, nonché con talune disposizioni contenute nell'articolo 34

dello stesso; disposizioni preordinate al trasferimento alla nuova Autorità di parte del « personale » della Banca d'Italia e di « dotazioni patrimoniali » e di « immobili » di quest'ultima « strumentali per l'esercizio delle funzioni trasferite ». In tale contesto logico, si comprende, infine, la ragione della peculiare denominazione della nuova Autorità, che sembra volta a riconoscere solo a quest'ultima una prerogativa che, invece, tradizionalmente, da oltre mezzo secolo di regolazione, è stata considerata propria di tutte le amministrazioni di controllo delle banche, degli intermediari finanziari e dei mercati.

Non v'è dubbio che il legislatore è libero di definire, nelle modalità ritenute più opportune, la struttura di vertice dell'ordinamento finanziario e di modificare, ove lo ritenga, la posizione giuridica degli enti che in detta struttura si compendiano, ma è bene che interventi destinati ad incidere sulle sorti di organismi che hanno positivamente qualificato la storia economica del nostro Paese vengano assunti nel più rigoroso rispetto della coerenza sistemica e delle regole del diritto positivo vigente. Al riguardo, suscita notevole perplessità la previsione normativa d'anzì richiamata che riduce la consistenza patrimoniale di un ente pubblico, quale la Banca d'Italia, la cui particolare configurazione giuridica vede il relativo assetto proprietario caratterizzato dalla presenza di soggetti privati, che si vedrebbero vulnerati nella loro autonomia negoziale ed eventualmente indotti ad accettare prezzi di cessione inferiori a quelli di mercato. Ciò prescindendo da valutazioni di carattere più generale riguardanti la ipotizzabile violazione, nella fattispecie, di norme costituzionali e le implicazioni di tale provvedimento normativo sulla appartenenza della Banca d'Italia al sistema europeo di banche centrali.

Nelle pagine che seguono, apprezzo molto l'innovazione del disegno di legge che ha attribuito pariteticamente all'Antitrust e alla Banca d'Italia un'importante competenza; viceversa critico, sotto il profilo della assoluta mancanza di indipen-

denza e di autonomia, al di là della declaratoria enfatizzata dal comma 1 del disegno di legge, la posizione istituzionale della nuova Autorità, che nasce sottoposta al CICR, con una previsione di revocabilità dei commissari che non soddisfano le condizioni per l'espletamento delle loro funzioni e con una diretta riferibilità all'esecutivo del collegio dei revisori. Vorrei, come sottolineavo poc'anzi, procedere nella lettura della considerazione conclusiva, la quale, forse, sintetizza il mio pensiero su questo argomento. Volendo ricercare le motivazioni remote del disegno politico sotteso al provvedimento normativo che ci occupa, è evidente come quest'ultimo sia il risultato di un compromesso tra un originario obiettivo di istituire una « Autorità unica di vigilanza » ed il mantenimento del vigente regime disciplinare, che si caratterizza per un pluralismo autoritativo di vertice dell'ordinamento finanziario. Si è in presenza di una formula organizzativa che riconosce alla nuova Autorità una posizione di maggior rilievo rispetto alle altre, in ragione del fatto che questa è, per certi versi, sostitutiva dell'autorità unica, d'ispirazione anglosassone, ritenuta rispondente all'affermazione di una moderna logica di mercato. Alla base di tale costruzione v'è, dunque, la ricerca di un cambiamento dei meccanismi di controllo, in vista del loro adeguamento a un sistema che si vuole meno « bancocentrico ».

È evidente come, rispetto alle attuali modalità di raccordo tra centri di produzione del risparmio e centri di allocazione dello stesso, venga prospettata una chiara opzione per forme diverse di finanziamento dei settori produttivi, le quali più che nel passato facciano ora riferimento alle dinamiche di mercato, alla cui movimentazione risulta in definitiva condizionato il successo del processo innovativo in parola. Forse, non si tiene conto in tale progetto che il futuro, almeno quello immediato, potrà conoscere un rinnovato reflusso del risparmio verso il settore creditizio, con l'ovvia conseguenza che sarà sempre più difficile per le imprese accedere direttamente alle fonti di forma-

zione del risparmio; pertanto, anche in futuro, il fallimento delle imprese è destinato a trovare un possibile ammortizzatore nella stabilità del sistema bancario.

PRESIDENTE. Ringrazio il professor Capriglione per questa corposa e densa memoria e mi scuso ancora una volta per l'accelerazione impressa ma le assicuro che le Commissioni considereranno con molta attenzione non soltanto la parte riguardante la struttura degli enti, ma anche le considerazioni *de iure condendo* molto utili, che lei formula nell'analisi del disegno di legge, sempre che il provvedimento esista, dato che il Parlamento non ha ancora ricevuto il testo.

Mi fa particolarmente piacere dare il benvenuto al professor Sarcinelli, essendo egli rappresentante di una stagione molto nobile del nostro paese e delle nostre istituzioni finanziarie ed anche per la sua conoscenza molto profonda delle problematiche italiane ed europee dei mercati finanziari e per l'esperienza diretta che ha avuto nelle attività riguardanti le banche e la vigilanza su di esse.

Do quindi la parola al professore per la sua esposizione, riservandoci eventuali domande cui certamente risponderà con l'ingegno che gli è noto.

MARIO SARCINELLI. Grazie, signor presidente La Malfa, signori presidenti delle Commissioni, onorevoli membri del Parlamento presenti, non ho preparato una memoria né densa né poco densa, perché le poche cose che avevo da dire le ho affidate ad articoli di stampa che penso gli uffici abbiano provveduto a far circolare. Non ho preparato appositamente una memoria perché ritengo che questi incontri debbano servire soprattutto allo scambio di opinioni piuttosto che alla citazione di posizioni già prese che, comunque, per quanto mi concerne, ho reso di pubblica ragione in tre articoli apparsi sul maggiore quotidiano economico italiano.

Poiché, comunque, la tradizione vuole che si faccia una presentazione iniziale, spiegherò le ragioni per cui il futuro disegno di legge, o almeno quello che ho

potuto « scaricare » dal sito di Palazzo Chigi, non mi soddisfa. Il motivo fondamentale è che stiamo attraversando una fase molto critica dei rapporti tra i risparmiatori che hanno investito i loro risparmi e la struttura finanziaria deputata alla intermediazioni dei medesimi. Quindi, ciò che è necessario fare, a mio modesto e subordinato avviso, è rafforzare i meccanismi di difesa del risparmiatore e, possibilmente, quelli di rivalsa del risparmiatore, nel caso in cui fosse danneggiato.

Mi è parso, invece, che l'obiettivo principale del disegno di legge sia quello di riallocare il potere tra agenzie di supervisione sul sistema bancario e finanziario in generale. Una simile riallocazione è stata già oggetto di varie proposte di legge e disegni di legge, e credo che sia anche giusto, almeno per alcuni punti. Però, gabellare come rafforzamento della tutela del risparmio qualcosa che ha a che vedere con la ristrutturazione del potere di vigilanza sul medesimo non mi pare corretto e, soprattutto, non mi pare che possa condurre ad una effettiva, migliore tutela del risparmio.

Ovviamente, vi sono anche nel disegno di legge proposte da me abbastanza condivise. Ad esempio, se si vuole addivenire ad una distribuzione dei compiti di supervisione in base al principio di « un ente, un obiettivo » è evidente che molte delle cose proposte siano condivisibili, come condivisibile è il fatto che vi sia una sorta di parità di poteri in merito alle concentrazioni bancarie tra Autorità antitrust e Banca d'Italia. Ciò viene a modificare una tendenza di lungo periodo nel corso della quale, in Italia, si è sempre data la prevalenza alla stabilità.

Oggi, in una vicenda storica e in un periodo economico completamente diversi, si tende a dare più peso alla concorrenza; l'innalzamento del potere dell'Autorità antitrust mi sembra vada in questa direzione. È evidente che, se la stabilità ne dovesse soffrire, ciò comporterebbe dei prezzi. La società italiana e il potere politico in Italia devono essere consapevoli che questo spostamento non riguarda soltanto due agenzie, ma il modo di operare

del sistema. Bisogna avere presenti i rischi e i costi che questa riallocazione potrà comportare. Ciò detto, non posso che essere abbastanza favorevole alla proposta. Durante la laboriosa elaborazione del disegno di legge, le « teste » da tre sono tornate ad essere cinque. Naturalmente il Parlamento nella sua sovranità potrà giudicare se è opportuno mantenerne 5 o ridurle a 3.

Vorrei sottolineare il fatto che, da tempo, nel nostro paese, si parla di riforma della previdenza, in modo da passare da un sistema esclusivamente pubblicistico ad uno misto, in cui la previdenza diventi responsabilità per una parte minima dello Stato e per una parte, probabilmente maggioritaria in futuro, dell'individuo o delle organizzazioni di cui esso faccia parte. Vorrei ricordare che negli Stati Uniti lo sgonfiamento della « bolla » sui mercati finanziari ha creato problemi gravissimi ai detentori di piani di pensione costituiti ai sensi del 401K della legislazione americana. Poiché continuiamo a discutere di previdenza complementare senza di fatto realizzarla, probabilmente è un bene sapere sin dall'inizio quale sarà il tipo di supervisione e vigilanza cui la previdenza complementare sarà sottoposta. Si può senz'altro mantenere la Covip, tuttavia, a mio avviso, l'obiettivo dell'agenzia, quale che sia il suo *status* e il suo nome, che avrà competenza in materia di previdenza complementare, deve essere quello di mirare alla stabilità degli enti e alla possibilità che essi facciano fronte nel tempo alle loro obbligazioni nei confronti degli iscritti. Quindi, una vigilanza che si limitasse puramente e semplicemente a guardare che siano osservate le norme di trasparenza e che sia stato detto, per esempio, a un giovane di venticinque anni, che probabilmente potrebbe avere una pensione « x » volte superiore alla media a « y » di età, non serve assolutamente allo scopo. Serve soltanto a evitare confusione e aspettative eccessive. Bisogna che la COVIP sia orientata verso un sistema che privilegi la stabilità e la possibilità di onorare le obbligazioni.

PRESIDENTE. Quindi, più simile all'ISVAP?

MARIO SARCINELLI. Esattamente. Adesso è difficile entrare nei dettagli. Io stesso non sono la persona più adatta. Mi chiedete se possono stare insieme o debbono essere separate? Ritengo che questo faccia parte di quella ingegneria che il Parlamento è in grado di apprezzare meglio di uno studioso modesto come il sottoscritto.

Una cosa che onestamente mi ha molto colpito nel disegno di legge governativo è il reato di nocumento al risparmio. Io non sono un penalista, però immaginare che un reato penale scatti soltanto se è stato colpito l'uno per mille della popolazione censita dall'ISTAT è assurdo.

I censimenti si fanno una volta ogni dieci anni. La popolazione si muove e, sperando che in Italia torni a crescere, il reato si configura in base ad una scala che cambia nel tempo. Se poi addirittura la popolazione residente in Italia si riduce, il reato scatta prima. Non parliamo poi del PIL, che tutti sanno essere una stima che viene revisionata ogni anno e ogni volta che ci sono dei cambiamenti metodologici. Come ci comportiamo? Prima della prescrizione facciamo scattare le manette a qualcuno che non è stato perseguito cinque o sei anni prima?

Ammesso anche che queste problematiche di tipo statistico, che mi angosciano, siano superate, è veramente logico prevedere che, se, anziché essere colpito un millesimo della popolazione, fossimo al di sotto di questa cifra, non si configurerebbe più il reato penale? Ciò è veramente abnorme.

Di solito nella struttura del diritto penale, quando vi è un forte impatto sociale o un grave danno economico, questo comporta delle aggravanti. Qui, invece, se si è al di sotto di una certa soglia si va esenti da pene criminali. Il Parlamento può configurare i reati come vuole, però poi non ci dobbiamo lamentare se i giudici ne applicano le norme anche peggio di come sono state formulate.

Vorrei fare un'ultima considerazione, altrimenti il presidente La Malfa questa volta avrebbe veramente titolo a togliermi la parola. Un presidente è una persona che ha dei doveri e quello suo è di zittire i logorroici come me!

Spero di scrivere un articolo, ma non l'ho ancora fatto, con il quale affrontare il problema seguente. Oggi, già nel disegno di legge e nella prassi della FSA londinese, vi è la tendenza a dare la responsabilità agli intermediari finanziari per i titoli che questi hanno venduto ai risparmiatori.

Mi permetto di osservare che una tendenza che si sta affermando nel mondo è quella di creare delle strutture di vendita al dettaglio di una molteplicità di prodotti finanziari. Già oggi, se un risparmiatore va in banca, può comprare un titolo, un deposito o un'assicurazione sulla vita.

Immaginare che chiunque sia allo sportello bancario sia in grado di conoscere ogni e qualsiasi prodotto venduto e, soprattutto, sia in grado di valutare la capacità di apprezzamento del rischio e il profilo del rischio dell'acquirente, significa richiedere l'impossibile, e andare incontro ad una serie di delusioni.

A mio sommesso avviso, la legislazione di domani dovrà indirizzarsi sempre di più nel settore finanziario come si è regolata nei confronti nel sistema della farmacopea. Chi produce il farmaco ha la responsabilità di dire chiaramente quali sono i rischi connessi e di fare le prove che attestino che non ci sono rischi collaterali molto forti e, se ci sono, se riguardano per esempio, i soggetti ipertesi o quelli ipotesì, eccetera.

La responsabilità dovrà sempre di più fare capo agli emittenti, i quali dovranno certificare, continuamente o a date precise, che i loro prodotti hanno determinate caratteristiche di rischio. È chiaro che se dovessimo ritenere responsabili il farmacista o, peggio ancora, il medico per aver prescritto un medicinale che non è stato testato, credo che andremmo incontro allo sfacelo della medicina e dei rapporti fiduciari tra medico e paziente.

Bisognerà cercare di avere una legislazione che permetta di stabilire che cosa un

prodotto finanziario effettivamente è e qual è il suo contenuto di rischio. È evidente che il medico, nel caso della medicina, e il promotore finanziario o l'impiegato bancario, nell'altro caso, se somministra o vende un prodotto che sia chiaramente indicato come inadatto per il risparmiatore o per il paziente, dovrà risponderne civilmente e, in qualche caso, anche penalmente.

PRESIDENTE. La ringrazio, professor Sarcinelli, per la sua testimonianza. Naturalmente ci dispiace aver dovuto accelerare i tempi, perché lei ha una grande conoscenza di questi temi. Era stato suggerito di includere tra i nostri esperti, oltre agli studiosi qui presenti, chi potesse dare un'esperienza concreta nel settore dell'emissione dei *bond*, dei collocamenti azionari, eccetera.

Quindi l'avvocato Gatti, che vanta una lunga esperienza nell'ambito dell'attività di cui stiamo parlando, è qui per portare un punto di vista meno scientifico e più operativo, può offrire un utile contributo alla comprensione, da parte della Commissione, della fisiologia e della patologia di questi problemi.

Do ora la parola all'avvocato Francesco Gatti.

FRANCESCO GATTI. Dopo che il professor Sarcinelli ha richiamato la farmacopea e quindi, in qualche misura, la medicina, a me spetta ora il compito di ritornare alla patologia.

In altre parole, vorrei cominciare a descrivere gli elementi fondamentali degli strumenti di cui stiamo parlando. Tale descrizione può essere utile per individuare i meccanismi che non hanno funzionato ed elementi di intervento che potranno essere utili per il futuro.

Quando si parla di *bond*, normalmente, ciò che viene posto al centro dell'immagine è il rapporto fra gli emittenti e i sottoscrittori. In realtà, poi, anche nelle successive riallocazioni si parla sempre di responsabilità dei primi ovvero dei secondi per le successive riallocazioni dei *bond*.

La realtà è che un *bond* è l'oggetto di una negoziazione molto più complessa e

molto più allargata. È un prodotto finanziario in cui interviene l'attività di altri soggetti: ci sono gli *auditors* che devono, ovviamente, dare le loro indicazioni per quanto riguarda i dati del soggetto emittente; ci sono le banche di affari che collocano i *bond* presso i sottoscrittori (per lo più stiamo parlando di sottoscrittori istituzionali); ci sono le società di *rating*; ci sono gli analisti e via dicendo.

In realtà, nella pratica e anche nella dottrina americana, tutti questi soggetti vengono normalmente denominati come *gate keepers*, cioè controllori, perché è dalla loro interazione che fuoriesce un prodotto finanziario dotato di sufficiente valore informativo, da un lato, e di sufficiente tenuta e garanzia nei confronti dei sottoscrittori iniziali e successivi, dall'altro.

Desidero ora sottolineare in particolare un punto estremamente importante. I *bond*, così come tutti i prodotti finanziari di cui stiamo parlando, sono in realtà l'effetto di un combinato molto ampio di attività di negoziazione e di informazione da parte di più soggetti.

Affermo ciò perché, in realtà, la coazione di questi soggetti diventa relevantissima nel momento in cui, da un lato, cominciamo ad analizzare, seppur brevemente, le caratteristiche degli eventi e delle crisi (*black out*) di mercato che ci hanno condotto sino alla situazione odierna e, dall'altro, le conseguenze che queste hanno avuto sulla prassi.

Permettetemi alcune brevissime considerazioni. Fra l'inizio e la metà del 2001, il complesso delle società del NASDAQ ha dovuto procedere ad operazioni di *write off* — cioè a togliere degli attivi — prima segnalati, in una misura complessivamente superiore al totale degli utili che queste società avevano dichiarato dal 1995 al 2000.

Il dieci per cento delle società americane quotate, tra il 1997 e il 2002, ha dovuto a sua volta compiere operazioni di *right off*. Evidentemente, siamo di fronte ad una problema sistemico: qui non si

tratta di un problema di semplice *mala gestio* di alcune società, né è un problema di controllo su alcune società!

In realtà, questo è un problema di sistema di mercato che si ritrova in un momento di *black out* e, addirittura, nei suoi meccanismi tipici, finisce per accompagnare e amplificare dei comportamenti che sono illegittimi.

In altre parole, è il mercato che è in crisi, e ciò determina pesantissime conseguenze sulla prassi perché, diventando parte di un rischio sistemico, si finisce con l'alzare i costi per i soggetti che a questo mercato vogliono accedere e, come sempre, quando si alzano i costi, aumentano gli incentivi a *bypassare* le regole.

C'è chi afferma che il mercato si regola da sé e, addirittura, ci sono fortissime tendenze dottrinali e pratiche negli Stati Uniti secondo le quali si afferma che in realtà sono gli emittenti stessi che hanno un fortissimo interesse a trovare l'assetto di regole e di controllo più forte, più pervicacemente attento.

Questo perché, in tal modo, aumenterebbe la fiducia dei sottoscrittori e, quindi, si ridurrebbe il prezzo del denaro, cioè il costo del capitale che gli emittenti, attraverso il *bond* e attraverso questi strumenti, raccolgono.

La realtà è che la dimostrazione che forniscono questi dottrinari e questa prassi è sempre legata al mondo dei *bond*, dei *private placement* di cui stiamo parlando. Mi spiego meglio. Paradossalmente, così affermano queste relazioni e ricostruzioni, la prova migliore del fatto che il mercato si aggiusta da sé, si ha proprio dai *private placement*, perché, in questo caso, il rapporto è tra emittenti ed investitori — sottoscrittori — istituzionali.

Questi sono soggetti fortemente incentivati a raccogliere tutte le informazioni e a disciplinare in maniera molto vincolante il comportamento degli emittenti e, per questo motivo, il prodotto finanziario dovrebbe essere quello più sicuro (cioè quello che si raccoglie sul *private placement*).

Ebbene, abbiamo visto tutti che sono proprio i *private placement* l'elemento per

cui si è determinato il grosso dei problemi che hanno caratterizzato le vicende italiane di cui ci siamo occupati (ma, in realtà, ciò vale anche per le stesse vicende americane, a cominciare da *Worldcom* e da *Enron*).

In realtà, proprio in quell'assetto, in quel sistema che la prassi e la dottrina ritiene teoricamente più capace di darsi delle regole, si dimostra che il mercato queste regole non sa darselo. Allora, bisogna parlare di interventi. Prima però di capire quali sono questi interventi, bisogna ancora fare un passo indietro e vedere qual è la ricostruzione che viene offerta dagli amici americani, piuttosto che dagli stessi studiosi europei e dai pratici come noi italiani.

Perché succede questo? In America si dice che la progressiva deregolamentazione, ciò che gli americani chiamano *the race to the bottom*, la corsa verso il basso, comincia nel 1995, quando vengono ristrette le possibilità di procedere con le *class action*.

Comincia, nel 1995, con la giurisprudenza della suprema Corte degli Stati Uniti, la regola che sancisce che la responsabilità dei consulenti — ricordiamoci i *gate keepers* di cui ho parlato — nelle ipotesi di frode al mercato, deve essere ridotta, addirittura eliminata: è la dottrina dell'*aid and abet*, che viene sostanzialmente allontanata.

Nasce con l'abolizione del *Glass Steagall act*, perché si dice che in questo modo la compenetrazione delle funzioni commerciali e di investimento aumenta. Si sviluppa con lo svilupparsi di una sostituzione del pagamento attraverso corrispettivo in denaro, con pagamento attraverso *stock option* (perché anche questo incentiva il ragionamento a breve). Si sviluppa con lo svilupparsi dell'attività di consulenza delle società di revisione che, al posto di occuparsi solo di revisione, finiscono nel 2000 per avere redditi da consulenza che superano di tre volte le attività di revisione. Alla fine, si consolida con il ruolo delle banche d'affari che nei vari scandali hanno avuto rendimenti più che di mercato.

È vero che *Enron* costituiva degli *spv*, dei veicoli speciali, che dovevano servire per tenere fuori dal bilancio consolidato alcune partite di debito ma, in realtà, l'aiuto delle banche d'affari non era gratuito, perché questi veicoli speciali pagavano 300 *basis point* di interesse rispetto a 20 *basis point* di interesse. Quindi, in realtà, questi signori — dicono gli americani — sono coloro che hanno insegnato ad una società che gestiva una rete di gas, che era *Enron*, a produrre un sistema di *accountability*, cioè un sistema di rendimento dei propri conti, fra i più fantasiosi che ci sia.

Come vedete, da questa breve analisi, è fondamentale, nell'analisi che viene fatta all'estero, così come anche in Europa o in Italia, l'individuazione, quale ragione della crisi di cui stiamo parlando, di un comportamento da parte dei *gate keepers* di cui ho parlato prima.

Non è soltanto la carenza di controllo istituzionale, non è soltanto la *corporate governance* interna delle società, ma è il fatto che il mercato e gli operatori del mercato in qualche modo perdono gli incentivi a indirizzare la propria attività verso meccanismi di comportamento virtuoso. Però, attenzione, per questo non è facile fare un passo indietro, lo dicono i nostri amici americani e la nostra prassi. Infatti, parlare di *class action* è sicuramente un motivo di grande interesse, ma ciò significa un aumento del costo sistemico di raccolta del capitale.

Dire che gli *auditors* devono separare le loro attività di consulenza dalle attività di revisione è senz'altro doveroso, è un elemento essenziale per abbassare il rischio di sistema ed è importante che le discipline vengano orientate in questo senso. Tuttavia, non dimentichiamoci che questa sostituzione di attività — che si è verificata a partire dagli anni '70 in poi — è legata all'aumento di competizione sulle attività degli *auditors*. Questi ultimi si sono trovati ad avere corrispettivi sempre più bassi per le attività di revisione per effetto di una pressione competitiva — voluta, in primo luogo, dalle autorità americane — che hanno esteso agli *auditors* e alle profes-

sioni principi di concorrenza dai quali prima erano esclusi. L'effetto è stato che il conto economico delle società di revisione si è gravemente ridotto e i ricavi delle attività di revisione sono diventati così diminuiti da non poter mantenere il conto economico della società.

Allora, gli *auditors* hanno cominciato a sostituire il lavoro di *test* e, invece di controllare lo *stock* di magazzino, hanno cominciato a ragionare di più sulle carte di lavoro perché costava di meno. Gli *auditors* hanno cominciato ad integrare le attività di consulenza perché consentivano redditi superiori e, dati i meccanismi fiduciari in atto, questo veniva consentito dal mercato. Allora, è vero che bisogna intervenire sugli *auditors* ed è importantissimo che avvenga, ma ciò non risolverà il problema del conto economico dei revisori e, purtroppo, tale questione incide pesantemente sulla loro *account ability*, cioè sul fatto che questi signori non saranno in grado di rendere l'attività che devono svolgere.

Insomma, il sistema ha bisogno di interventi di carattere regolamentare, cioè che, in forma di legge, incidano sulle nuove regole societarie. In questo caso credo che l'aspetto più importante che viene dalla prassi è l'esigenza di vedere nei gruppi societari, per quanto possibile, sempre l'immagine consolidata. La ragione per cui tanti gruppi vengono a conformarsi in maniera molto diffusa è proprio perché in questo modo possono evitare, per esempio, il vincolo quantitativo all'emissione di obbligazioni. Oggi si possono emettere obbligazioni in una misura non superiore al patrimonio netto, con alcune ulteriori eccezioni, ma è chiaro che con una struttura molto estesa in giurisdizioni diverse questi vincoli non bastano.

Allora, lo spunto importante è che vi sia una concentrazione — questo viene veramente dall'esigenza pratica — dell'immagine delle società in un quadro di gruppo. È fondamentale che siano razionalizzati i controlli istituzionali e ciò costituisce un meccanismo essenziale della razionalità del mercato. È altrettanto importante ragionare sull'ammissibilità delle

class action, ma bisogna farlo con molta attenzione perché comportano dei costi non indifferenti per il sistema. È importante cominciare a ragionare sulla responsabilità dei *gate keepers* — cioè di tutti quei soggetti, a cominciare dagli avvocati, che entrano in queste vicende e nella produzione di questi prodotti finanziari complessi — ed è importante che siano allineati nei loro interessi rispetto ai meccanismi virtuosi di mercato.

Ricordo che il *Sarbanes-Oxley act* ha introdotto una specifica responsabilità dei *gate keepers*, obbligandoli a dichiarare davanti alla magistratura inquirente o ai meccanismi istituzionali di controllo del mercato se, nel corso della loro attività, avessero avuto modo di identificare dei comportamenti non corretti. Credo che uno degli elementi più importanti che abbiamo e che ci offre questo momento storico sia quello di cominciare a proporre un *mix* di interventi regolamentari e, soprattutto, di incentivi perché il mercato riprenda a funzionare secondo i normali meccanismi di creazione virtuosa di valore.

In questo ambito, le società di gestione dei mercati hanno un ruolo importante perché, godendo della loro autonomia regolamentare, possono introdurre dei sistemi di finanziamento degli analisti e quelli parziali degli *auditors* che, in qualche modo, spezzino quel vincolo un po' perverso, per cui il controllato paga il controllore. In realtà, è l'istituzione cui il controllato aderisce, perché questo gli consente di acquisire capitale a più basso prezzo, che impone un sistema dei controlli in maniera di mercato, cioè costruendo un sistema di incentivi che consenta di riallineare alle giuste esigenze che provengono dai meccanismi di controllo istituzionale anche le fondamentali esigenze che il mercato possa riprendere a funzionare per meccanismi virtuosi propri. Infatti, è quello il meccanismo centrale di un sistema capitalistico ordinato e di un sistema finanziario che sia in grado di far corrispondere al costo di un prodotto il suo grado di rischio.

PRESIDENTE. Prima di dare la parola ai colleghi che intendano porre domande o formulare richieste di chiarimento, debbo dare notizia ai colleghi di due lettere che ho ricevuto dal Presidente del Senato Pera e dal Presidente della Camera Casini, relativamente a questioni che riguardano l'attività delle nostre Commissioni. In particolare, i due Presidenti delle Camere hanno ricevuto una lettera, datata 11 febbraio, del dottor Vincenzo Maranghi, l'ex amministratore delegato della Mediobanca, il quale, facendo riferimento ad una seduta delle nostre Commissioni — nella quale avevano audito il dottor Fazio, che aveva ricostruito la vicenda Mediobanca e Generali —, e ritenendo che quelle affermazioni fossero inveritiere, otto o nove giorni fa ha mandato una lettera al Governatore della Banca d'Italia, dicendo che l'avrebbe trasmessa entro qualche giorno alle Camere affinché potessero tenerne conto nei loro lavori.

Allora, do lettura di questa corrispondenza in maniera che i colleghi sappiano di che cosa si tratti. La lettera del Presidente Pera, sostanzialmente analoga a quella del Presidente Casini, reca:

« Onorevole presidente, in relazione all'indagine conoscitiva in corso presso le Commissioni Finanze e Industria del Senato e della Camera sui rapporti fra sistema delle imprese, mercati finanziari e la tutela del risparmio, il dottor Vincenzo Maranghi mi ha inviato l'11 febbraio scorso una sua nota accompagnata da un documento. Trasmetto a lei, come agli altri presidenti delle Commissioni riunite, tale documentazione per le determinazioni che nella loro autonomia le Commissioni medesime potranno ritenere opportuno adottare ».

La lettera è del 12 febbraio ed è arrivata questa mattina alle ore 10.

La lettera di Maranghi al Presidente Pera è del seguente tenore:

« Illustre Presidente, nella seduta congiunta del 27 scorso a palazzo Madama delle Commissioni VI e X riunite di Senato e Camera, nell'ambito dell'indagine cono-

scitiva sui rapporti fra sistema delle imprese, mercati finanziari e la tutela del risparmio, il dottor Antonio Fazio ha riferito sui fatti occorsi in Mediobanca e Generali nella primavera del 2003, dandone una ricostruzione di parte, tanto più lesiva per chi le scrive in ragione sia della sede autorevolissima in cui si teneva la sua audizione, sia della carica da lui ricoperta, sia, infine, dall'assenza di contraddittorio con chi veniva additato quale promotore e responsabile di progetti volti a trasferire in mano straniera il controllo di Mediobanca e Generali. Le unisco a tal fine fotocopia della lettera indirizzata allo stesso dottor Fazio il 5 corrente con la quale contesto le sue inveritiere asserzioni. Sono a pregarla di far sì, nei modi da lei ritenuti opportuni, che il Parlamento possa acquisire, insieme all'univoca testimonianza del dottor Fazio, anche quella contenuta nella mia lettera, onde far piena luce sul reale svolgimento dell'intera vicenda.

Molto grato per quanto Ella vorrà disporre, porgo i più deferenti ossequi.

Suo Vincenzo Maranghi ».

Ribadisco che tale lettera è datata 11 febbraio 2004 e alla stessa è allegato un documento, che, se i colleghi vogliono, posso leggere o decidere di allegare ai verbali di questa seduta secondo la regola che abbiamo adottato fino adesso. In ogni caso, il testo verrà fotocopiato e distribuito ai colleghi, e, al termine dell'audizione in corso, ne darò eventualmente lettura.

MAURIZIO EUFEMI. Chiedo di parlare sull'ordine dei lavori.

PRESIDENTE. Ne ha facoltà.

MAURIZIO EUFEMI. Signor presidente, credo che questa vicenda mal si inserisca nell'andamento dei nostri lavori. Abbiamo già compiuto, secondo me, un atto poco corretto nel comprimere i tempi dell'audizione precedente — mi riferisco alla relazione del professor Capriglione, cosa che non abbiamo mai fatto nell'esame delle audizioni, dopo avere ascoltato tre ore di difesa del maggiore responsabile di

questa vicenda, la Consob. Ritengo che tutta questa vicenda debba essere esaminata nell'ambito dell'ufficio di presidenza, ove questo sarà eventualmente convocato e, in quella sede, assumeremo le determinazioni che sarà necessario adottare.

RICCARDO PEDRIZZI, *Presidente della 6^a Commissione permanente del Senato*. Vorrei precisare che i tempi previsti per gli interventi dei soggetti auditi sono stati ampiamente sforati (avevamo infatti stabilito un quarto d'ora di tempo ciascuno mentre gli interventi sono durati 35 minuti quello del professor Capriglione e 25 minuti sia quello del dottor Sarcinelli sia quello dell'avvocato Gatti).

Riguardo alla questione relativa alla comunicazione resa dai Presidenti di Camera e Senato ai presidenti delle Commissioni, di cui è stata doverosamente data lettura, credo che sia necessario demandare all'ufficio di presidenza la decisione circa l'acquisizione o meno della lettera alla documentazione dell'indagine conoscitiva in corso, fermo restando che essa potrà essere distribuita ai commissari, i quali, fino alla deliberazione in proposito da parte dell'ufficio di presidenza, sono tenuti alla riservatezza.

GIORGIO BENVENUTO. Fermo restando che l'ufficio di presidenza farà le valutazioni nel merito, credo che, data la pubblicità delle nostre riunioni, sarebbe singolare un atteggiamento contraddittorio con quanto abbiamo sempre fatto. C'è una documentazione trasmessa da fonti autorevoli, i due Presidenti delle Camere, di cui è stata data notizia e che ritengo debba essere acquisita. Siamo in una seduta pubblica e ritengo che, per esigenze di trasparenza e di coerenza, sia opportuno che ne venga data comunicazione nella sua ufficialità e che venga allegata agli atti.

MARIO LETTIERI. Chiedendo anzitutto scusa agli autorevoli soggetti auditi, preciso che le questione emersa rientra in un principio che ci siamo dati: massima pubblicità a tutto. Lo abbiamo preteso dal ministro riguardo alla consegna di docu-

menti relativi alla corrispondenza intercorsa tra il Governatore della Banca d'Italia e il ministro stesso, proprio perché al Parlamento non bisogna assolutamente nascondere nulla. In questo caso, è quindi più che giusto e doveroso prendere atto della comunicazione che, poi, valuteremo nel merito, ringraziando i Presidenti delle Camere per averla correttamente trasmessa alle Commissioni.

FRANCESCO PONTONE, *Presidente della 10^a Commissione permanente del Senato*. Credo che, essendo ormai un fatto di dominio pubblico, non possiamo fare a meno di tenerlo in considerazione e che l'ufficio di presidenza esamini la questione, anche decidendo lo svolgimento di un'eventuale audizione di Maranghi.

NERIO NESI. Esprimo alcune perplessità sulla questione emersa. Il fatto è certamente ormai di dominio pubblico, perché la lettera ci è stata consegnata e i giornalisti che ascoltano ne sono venuti a conoscenza. Dal punto di vista della politica economica del paese, siamo di fronte ad un fatto di notevole rilievo che riguarda il destino delle Assicurazioni Generali. Ora, si tratta di vedere se esso sia attinente alla nostra indagine e credo che la decisione al riguardo spetti all'ufficio di presidenza.

Confermo quanto detto quando intervenni, nella riunione della Commissione, quando il Governatore della Banca d'Italia (trovo che sia già una presa di posizione il fatto che impropriamente il dottor Maranghi lo chiami solo dottor Fazio, senza aggiungere Governatore della Banca d'Italia) ci parlò delle Assicurazioni Generali, quando ho detto che aveva fatto bene ad intervenire, se il motivo era questo, per evitare che le Assicurazioni Generali, la più grande compagnia non solo di assicurazioni, ma anche finanziaria del nostro paese, diventasse di proprietà straniera.

PRESIDENTE. L'unico modo per saperlo, onorevole Nesi, è conoscere i fatti. Proporrei di passare alle domande e alle risposte dei nostri cortesissimi ospiti, men-

tre, al termine dell'audizione, mi riservo di dare lettura della lettera, che altrimenti andrà in via indiretta ai giornali. Circa quanto detto dal senatore Pedrizzi, vorrei precisare che le nostre Commissioni non operano sotto il vincolo delle Commissioni di inchiesta e che non esiste alcun principio di riservatezza. Tutto quanto qui detto viene registrato parola per parola e oltretutto trasmesso via satellite. Sarebbe illegittimo imporre una riservatezza a chicchessia del Parlamento che non discenda da una regola di carattere generale.

RICCARDO PEDRIZZI, *Presidente della 6^a Commissione permanente del Senato*. Voglio precisare che non ho ancora letto la lettera in questione, perché è stata consegnata ai presidenti delle Commissioni alle 10 di questa mattina e non so quindi quale e quanta attinenza abbia con l'indagine conoscitiva che stiamo svolgendo e non posso entrare nel merito. Del resto, nel corso dell'indagine conoscitiva, abbiamo fatto decine e decine di nomi, abbiamo riportato decine e decine di fattispecie concrete.

Se chiunque, nominato e citato nel corso dell'indagine, volesse fornire chiarimenti o repliche a quanto è stato detto, potrebbe legittimamente scrivere ai Presidenti del Senato e della Camera.

In pratica, qualsiasi *quisque de populo* che si sente nominare, potrebbe scrivere ai Presidenti del Senato e della Camera, per chiedere di acquisire la propria documentazione, la propria rettifica o la propria precisazione.

Come presidenti di Commissione, sappiamo che, tutti i giorni, riceviamo decine di comunicazioni da parte dei Presidenti del Senato e della Camera circa i casi più disparati. Di tali sollecitazioni ne facciamo ciò che riteniamo opportuno.

Pertanto, esprimo una proposta formale: abbiamo dato comunicazione dell'esistenza di tale lettera; lasciamo decidere all'ufficio di presidenza se il contenuto della lettera abbia attinenza o meno con l'indagine conoscitiva. Se si tratta, infatti, di affari personali tra il dottor Fazio ed il dottor Maranghi, per quanto si

tratti di persone che rivestono cariche molto importanti e determinanti per il sistema economico italiano, non vedo quale attinenza essa possa avere con l'indagine conoscitiva.

Non ho letto tale lettera. Per il momento, non la voglio ancora leggere. Non so se si tratti di questioni che riguardino, come detto, le due personalità citate e sia una vicenda che non ha nulla a che vedere con la presente indagine.

Sono, dunque, fermamente contrario all'acquisizione di tale lettera, in questo momento, finché tutto l'ufficio di presidenza (è una questione di trasparenza e di correttezza) non abbia preso visione di essa, valutandone il contenuto e decida se sia attinente o meno all'indagine conoscitiva.

MAURIZIO EUFEMI. Mi associo alle considerazioni del presidente Pedrizzi, per una semplice ragione: oltre ciò che egli ha detto, la lettera è indirizzata al dottor Fazio, non ad un privato cittadino, né al Governatore della Banca d'Italia. Non vi è, infatti, scritto: «al Governatore della Banca d'Italia».

Ritengo, pertanto, che tale questione debba assolutamente passare attraverso l'ufficio di presidenza, assumendo le deliberazioni che riterremo di dover adottare.

PRESIDENTE. È da tener presente, comunque che la lettera è già nelle mani di molti parlamentari.

MARIO LETTIERI. Con tutto il rispetto per le posizioni, che non sono infondate, sostenute dal presidente Pedrizzi, mi permetto di affermare che si tratta di un atto già pubblico.

MAURIZIO EUFEMI. La responsabilità è di chi lo ha distribuito. Poteva darlo direttamente alle agenzie di stampa.

MARIO LETTIERI. Non voglio fare processi a nessuno. Non ho sposato né la causa del Governatore della Banca d'Italia né quella di coloro che lo stanno «tartassando». Il fatto che la materia oggetto

della lettera verta su argomenti quali le Generali e Mediobanca, rientra, seppur in senso lato, nell'oggetto della presente indagine conoscitiva. Mediobanca, infatti, è un'importantissima istituzione bancaria e finanziaria, come le Generali. Non possiamo, dunque, ignorare un problema del genere.

PRESIDENTE. Onorevoli colleghi, abbiamo ricevuto le lettere non dal dottor Maranghi, ma dai Presidenti del Senato e della Camera.

Quando i colleghi membri delle Commissioni (non i presidenti), con leggerezza, si permettono di dire che dovremo stabilire responsabilità, eccetera, si rivolgano al Presidente dell'organo cui fanno parte (il Senato, per il senatore Eufemi; la Camera dei deputati, per gli altri).

Su una materia di tale importanza, se una lettera viene trasmessa al presidente di turno delle Commissioni riunite, egli si deve assumere la responsabilità di leggerne il testo. Io mi assumo tale responsabilità. A conclusione della seduta odierna, intendo leggere integralmente il testo della lettera.

MAURIZIO EUFEMI. È una questione che dovrebbe essere portata in ufficio di presidenza.

PRESIDENTE. Senatore Eufemi, non ritenga di avere il diritto di prendere la parola, se non le viene data.

MAURIZIO EUFEMI. Rispetti le regole, signor presidente.

PRESIDENTE. Senatore Eufemi, al termine di questa seduta, come ho detto, mi riservo di dare lettura di questa lettera o di proporre altra forma di pubblicità e, poi, lei ricorrerà come ritiene opportuno.

MAURIZIO EUFEMI. Nell'odierna audizione abbiamo avuto il pregio di ascoltare molte affermazioni interessanti, turbate dalla vicenda interna, che avrebbe

dovuto trovare risoluzione in altra sede. Credo sia stata fatta una «violenza» ai nostri ospiti.

Ringrazio il professor Capriglione, assieme al professor Sarcinelli (che ho avuto modo di apprezzare, per la chiarezza espositiva rispetto alla riallocazione dei poteri, in modo particolare, tra le agenzie).

La relazione del professor Capriglione ha offerto spunti di valutazione interessanti ed ha fatto chiarezza, in modo analitico, sulle questioni in materia creditizia. Ha toccato il fondo dei problemi, in particolare la questione della separazione tra banca e industria. Egli si è, poi, soffermato sul pluralismo informativo e conoscitivo, sulla molteplicità delle deleghe, che finiscono per procrastinare la realizzazione degli obiettivi. Sull'assetto proprietario della Banca d'Italia ha, fornito, infine, le risposte sollecitate anche in questa sede.

Vorrei rivolgere una domanda al professor Capriglione. Vorrei, in particolare, sapere, se egli ritiene di illustrare ulteriormente la questione già abbondantemente chiarita, degli articoli 11, 12 e 129 del Testo unico della finanza, che sono modificati nel disegno di legge che si sta per approntare.

Aggiungo, ancora, se non ritiene opportuno tornare (dato che il CICR viene assoggettato al potere politico) alla legge n. 528 del 1955 (quella che, se fosse stata utilizzata per l'Enimont, non avrebbe consentito lo sviluppo del caso, poiché fissava il limite di 10 miliardi di lire per l'aumento delle obbligazioni e del capitale sociale delle imprese).

Ho apprezzato la necessità di tornare all'analisi corretta, non solo dei documenti, ma *de visu*. Faccio parte della Commissione Telekom Serbia e ho constatato che la *due diligence* non è stata fatta se non su documenti cartacei di facile modificazione.

Avete fatto affermazioni importanti, su un problema sul quale si è tornati spesso, in questa indagine conoscitiva: sulla questione delle *stock options*. Esse andrebbero certamente vietate nel settore del risparmio, poiché sono collegate a comporta-

menti scorretti da parte degli operatori, o andrebbero limitate a lunga scadenza, per evitare che vi sia l'acquisizione della *stock option* ed il cambiamento di società.

Aggiungo, infine, una domanda al professor Capriglione, rispetto alla questione del CICR. Come valuta l'assetto normativo definito rispetto a tale Comitato?

MARIO LETTIERI. Ringrazio i nostri tre autorevoli interlocutori per il loro contributo e mi scuso se il mio intervento sarà disorganico ed il riferimento all'uno o all'altro dei nostri ospiti potrà non essere puntuale.

Come elemento centrale degli interventi del professor Capriglione e dell'avvocato Gatti, mi è sembrato di cogliere che in Italia c'è una scarsa cultura del mercato. In particolare, avvocato Gatti, mi pare lei abbia insistito molto sulla necessità di abbassare i rischi del sistema finanziario. Sostanzialmente, ha tentato anche di giustificare gli attuali comportamenti degli analisti, delle società di *rating*, delle società di revisione e degli avvocati. Questo sistema, che lei ha chiamato *gate keepers*, è basato unicamente sui dati dei bilanci. Da queste audizioni noi abbiamo appreso che le società di *rating*, già per il loro nome, inducono chi non conosca questa terminologia a ritenere che si possa stare tranquilli quando, con la loro autorevolezza, esse affermano che una data impresa è solida. In pratica, le società di *rating* si limitano a leggere, semplicemente, il bilancio che la società emittente ha trasmesso loro. È come aver chiesto all'oste se il vino è buono. Così hanno fatto le banche che hanno collocato i *bond*, i promotori finanziari e così via. Questo è un sistema che fa acqua nel modo più assoluto. Il rischio insito nel sistema finanziario è enorme, per i risparmiatori e per le famiglie; per gli investitori istituzionali, certamente, non lo è.

L'avvocato Gatti ha affermato che le società di revisione, oggi, incassano dall'attività di consulenza il triplo di quello che percepiscono per la attività di revisione. Il problema è quello di un conflitto di interessi. Secondo lei, avvocato Gatti,