

6

SEDUTA DI MARTEDÌ 20 GENNAIO 1987

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE GIORGIO RUFFOLO

INDI

DEL VICEPRESIDENTE GUSTAVO MINERVINI

PAGINA BIANCA

La seduta comincia alle 16,10.

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sull'evoluzione del sistema e dell'ordinamento bancario e finanziario, l'audizione del professor Franco Piga, presidente della CONSOB.

Non è la prima volta che il presidente della CONSOB è ascoltato da questa Commissione, e non sarà neppure l'ultima. A nome della Commissione ringrazio dunque lui ed i suoi collaboratori per la cortesia che ancora una volta hanno dimostrato nell'aderire prontamente al nostro desiderio di poterlo ascoltare sulla materia oggetto dell'indagine conoscitiva.

Gli do pertanto senz'altro la parola per la consueta introduzione all'argomento.

FRANCO PIGA, presidente della CONSOB. Se il presidente lo consente, vorrei preliminarmente rilasciare una dichiarazione in relazione ad un articolo apparso oggi sulla stampa, che sembrerebbe contenere alcune anticipazioni rispetto all'audizione odierna. Evidentemente, ciò è frutto di un equivoco. Nei giorni scorsi, infatti, sono stato intervistato da un illustre docente che è anche redattore di una rivista scientifica dell'università di Milano (una rivista di diritto pubblico), su temi riguardanti il profilo pubblicistico e commercialistico del controllo sulle società per azioni. Tra le domande che il professor Marchetti, ordinario di diritto commerciale all'università di Milano, mi ha rivolto, una era relativa alla trasparenza del mercato. Questa domanda, che si collega ad un discorso generale, intorno alla natura ed alla portata dei controlli socie-

tari della CONSOB, e le mie risposte, sono state appunto riportate da un giornale. Non vi era alcun riferimento all'audizione di oggi. Del resto, ciò risulta dal testo dell'intervista, scritto molto tempo fa, che posso consegnare per verificare il contenuto.

ARMANDO SARTI. Il testo di questa intervista ci è stato trasmesso dai suoi uffici. Fra l'altro, io l'ho letta attentamente...

PRESIDENTE. Consideriamo questa intervista come una preziosa anticipazione...

FRANCO PIGA, presidente della CONSOB. Il tema di oggi si collega in realtà a questioni poste in altra sede. Se il presidente me lo consente, unitamente al documento riguardante dichiarazioni oggetto dell'audizione odierna, consegnerei anche altri due documenti.

Il contenuto di uno di essi è stato esposto con riferimento ai temi oggetto dell'indagine conoscitiva del Senato. L'altro è un documento, ancora in fase di elaborazione e revisione, da noi denominato « libro giallo », dal colore della copertina. Tale libro dà conto del lavoro svolto ed illustra idee, problemi, discussioni che sono dietro le posizioni che noi di volta in volta esprimiamo. Il documento in questione comprende tanto un'analisi degli ordinamenti degli altri paesi, quanto considerazioni e riflessioni sulle tecniche organizzative del sistema borsistico, assumendo quindi un notevole valore a fini strettamente conoscitivi.

Il discorso di oggi, così come penso di poterlo intendere sulla base della lettera

del presidente Ruffolo e dell'appunto illustrativo del tema delle audizioni, può incentrarsi su due o tre argomenti. Il primo riguarda il rapporto tra la legge bancaria ed i problemi oggi in esame relativamente al mercato mobiliare.

La seconda questione concerne la disciplina del mercato mobiliare, con particolare riferimento al tema degli intermediari e, se si vuole estendere il discorso, ad alcuni aspetti del fenomeno dell'innovazione finanziaria che investe tutti i mercati, interessando direttamente la competenza della CONSOB.

In sostanza, si tratta di due o tre argomenti in particolare, fermo restando che sono ovviamente pronto a rispondere alle domande che saranno rivolte.

Per quanto riguarda la legge bancaria, dirò cose risapute, ma forse il « taglio » di questa esposizione potrà destare un certo interesse in relazione a particolari aspetti.

Da qualche tempo si svolge nel nostro paese, a vari livelli, un dibattito impegnato che riecheggia dispute antiche e che tuttavia non presenta grandi elementi di novità. Molte tesi che si prospettano si risolvono in affermazioni generiche, di non grande rilevanza ai fini della soluzione dei problemi più attuali.

Vi è sicuramente un grande interesse a conoscere se, come e perché il sistema della legge bancaria sia stato, nei fatti, interpretato in modo tale da essere pressoché esclusivamente volto a disciplinare il mercato creditizio, non l'intero mercato mobiliare.

Penso che, da un punto di vista culturale generale, il dibattito che si è svolto durante i recenti « Incontri di Rocca Salimbeni », organizzati dal Monte dei Paschi di Siena, sia stato particolarmente illuminante, perché dall'incontro fra persone che occupano posizioni di responsabilità nel settore operativo e che sono del pari impegnate in attività di studio, è emersa una pluralità di chiavi di lettura della vigente legge bancaria. Né, da questo angolo visuale, è rilevante sottolineare come tali interpretazioni siano diverse tra

i giuristi e gli economisti, perché così è sempre stato. Preme piuttosto sottolineare come gli stessi giuristi giungano a diverse conclusioni riguardo al valore della legge bancaria, sempre rappresentata come documento di saggezza, non però di sapienza giuridica (come si rileva dai giudizi espressi negli anni dal 1936 al 1940, dai molti giuristi che si occupano dell'argomento, fra i quali Arturo Carlo Jemolo, che segnalò taluni pericoli insiti in un certo tipo di legislazione attributiva di poteri di alta amministrazione e di governo ad autorità politiche e tecniche cui siano conferiti poteri discrezionali amplissimi).

Il discorso però oggi diventa, proprio con riferimento ai problemi allora trattati, molto più interessante.

Così, l'osservatore che guardi a quel tempo può senz'altro riconoscere che una chiave di lettura della legge bancaria poteva essere quella di intenderla come comprensiva di qualsiasi fenomeno relativo sia al mercato creditizio che a quello mobiliare, tanto che disposizioni precise della legge bancaria davano chiara indicazione di una competenza dell'Ispettorato anche sulla materia delle borse valori.

In questa parte, però, la legge restò inattuata e perciò i problemi del mercato mobiliare, nell'interpretazione che della legge bancaria oggi si dà, non trovarono in passato e non trovano oggi né disciplina, né punti di riferimento importanti nelle norme della legge bancaria.

Dunque, pur prescindendo da una interpretazione strettamente giuridica, la quale porterebbe ad affermare che vi è attività bancaria solo là dove vi sia raccolta di risparmio finalizzata all'esercizio del credito (interpretazione molto diffusa e che fu alla base anche di decisioni giudiziarie importanti), sta il fatto che, anche se la legge bancaria avrebbe potuto assumere un significato ed una portata diversi, cioè comprensiva di fenomeni più vasti del mero esercizio del credito, ciò non è accaduto.

Diffusa è oggi l'opinione, secondo cui vi sono differenze concettuali rilevanti tra il mondo del mercato creditizio ed il mondo del mercato mobiliare.

Il trascorrere del tempo e le modifiche dell'ordinamento hanno portato ad una realtà normativa nuova, che riflette realtà diverse anche dal punto di vista dei valori e delle garanzie.

Ad esempio, si osserva ormai comunemente come il mercato creditizio abbia una propria logica di tutela, non coincidente con quella propria del mercato mobiliare, e, ancora, come nel mercato creditizio la garanzia risieda nell'ente creditore (che è il responsabile diretto del finanziamento e della realizzabilità del credito), laddove il mercato mobiliare ha esclusivamente nella sua stessa efficienza la garanzia di un equilibrato sviluppo.

Questo è un punto che, in qualità di presidente della CONSOB, vorrei sottolineare con forza: un mercato mobiliare si sviluppa nella misura in cui soddisfa e realizza esigenze di garanzia. Ma per gli investitori la prima garanzia è proprio l'efficienza del mercato.

Ciò premesso, mi sembra inoltre opportuno sottolineare come riguardo alla disciplina del mercato mobiliare i termini della questione siano spesso privi di chiarezza. Infatti, ritengo che quando ci si riferisce ai controlli di stabilità ed ai controlli « prudenziali » non si affronti il problema in modo metodologicamente corretto, a parte il fatto, da sottolineare, che tale terminologia evidenzia le finalità dell'attività di controllo piuttosto che esprimere la differenziazione degli strumenti, dal momento che un controllo di stabilità può ben essere esercitato con strumentazioni fra loro assai diverse.

Il problema principale consiste invece nel capire chi debba avere maggiori responsabilità su un mercato, come quello mobiliare, che rappresenta ormai una parte importante del più vasto mercato finanziario e, aggiungerei, un fattore essenziale per una politica di sviluppo, la cui disciplina richiede una attenta comparazione con la regolamentazione cui altri settori sono stati sottoposti.

Tuttavia, nonostante l'accresciuta rilevanza economica e la sempre maggiore attenzione di cui il mercato mobiliare è oggetto da ogni parte, questo è ancora un mercato senza leggi, improntato ad una disciplina assolutamente sporadica, non organica e di certo non ispirata ad un disegno, né nei suoi contenuti, né nei collegamenti con altre discipline. Ben diverse si presentano le caratteristiche generali della disciplina del mercato creditizio e della legislazione bancaria in particolare.

Torniamo per un momento alla legislazione bancaria per ricordare che la disciplina introdotta con la legge del 1936 è di segno nettamente statalista, in coerenza con finalità generali che, se è vero che non sempre sono nettamente individuabili, tuttavia sono sicuramente riconducibili a quelle proprie della legislazione del tempo.

Prima di venire a questa audizione ho letto il bel commento di Cingano alla relazione di Saraceno dal titolo « Donato Menichella e l'IRI », dove, fra l'altro, si afferma che il punto qualificante l'intera disciplina dettata dalla legge bancaria era la specializzazione, ovvero il divieto delle banche di assumere partecipazioni nell'industria. Ma tale principio ha il suo fondamento — sostiene Cingano — più nelle affermazioni e nelle convinzioni di Menichella, che non nell'interpretazione di norme specifiche.

In altri termini, questo principio « sacro » nella legge non è espresso formalmente, né può dirsi che la situazione sia poi mutata, perché anzi le modifiche intervenute con la legislazione successiva, comprese quelle recate dalle leggi sugli istituti speciali, danno semmai indicazioni di segno diverso. Si tratta insomma di una legislazione che, discutibile dal punto di vista della tecnica giuridica, fu certamente amministrata da uomini eminenti, sia dalla parte del Governo che della Banca d'Italia.

A questo punto occorre ribadire che il tratto caratteristico di questa legislazione bancaria sia la disciplina di segno netta-

mente interventistico e statalista che ha determinato un sistema fortemente amministrativo.

Applicare questa disciplina al mercato mobiliare, alla luce delle differenze sopra evidenziate fra i due segmenti del mercato dei capitali, è certo non opportuno, in ragione del fatto che il mercato mobiliare ubbidisce ad esigenze che sono diverse e che possono quindi essere regolate con un tipo di normazione diversa.

In tal senso, il legislatore ha già operato una scelta per il mercato mobiliare, tracciando una svolta nell'ordinamento del nostro diritto commerciale con la legge n. 216 del 1974 e con le successive disposizioni contenute nelle leggi n. 77 del 1983 e n. 281 del 1985.

Queste leggi riconoscono l'autonomia del mercato mobiliare e alla loro base è la convinzione che i problemi del diritto societario e quelli del mercato mobiliare sono fra di loro strettamente connessi e richiedono dunque discipline interferenti e confluenti in una autorità regolatrice, la CONSOB, che il sistema pone in posizione preminente.

Questo sistema è stato affidato in amministrazione alla CONSOB e il primo dovere dell'istituzione, che ho l'onore di presiedere, è quello di dare, in ogni sede, una interpretazione coerente col sistema stesso. Il problema principale, in questo senso, è quello della netta individuazione di un mercato mobiliare e di una competenza della CONSOB finalizzata ad assicurare un andamento regolare.

Come è noto, la borsa è un segmento regolato del mercato mobiliare, nei confronti del quale si concentrano i nostri interventi. In questi anni, però, non è cresciuta solo l'attività in borsa, ma si sono sviluppate alcune nuove attività di intermediazione non bancaria, nuovi operatori si sono affacciati al mercato e la fantasia degli operatori ha dato luogo alla nascita di nuovi strumenti finanziari. È nato, cioè, un mondo che è sicuramente più vicino a quello del mercato regolato e nel quale, con molta trepidazione e preoccupazione, giorno per giorno interveniamo con gli strumenti che l'ordi-

namento ci attribuisce, fra mille difficoltà ed impegnando al massimo l'insieme dei mezzi di cui siamo dotati. E questo compito così importante che ci è stato affidato ci responsabilizza ad un punto tale da chiedere alle risorse umane disponibili uno sforzo assai grande.

Su queste premesse poggiano le considerazioni che ritrovate poi nel mio appunto. In che maniera i rappresentanti della CONSOB pensano di portare avanti, nelle varie sedi, lo sviluppo di tale complesso normativo? Vi è intanto da osservare che, nello scontro ideologico che di tanto in tanto si intravede, non è forse considerata la possibilità di esaminare i vari problemi da punti di vista diversi per procedere poi dal confronto ad una sintesi delle diverse ipotesi di soluzione.

Così, ad esempio, non è vero che il controllo di trasparenza sia esaustivo del dovere di controllo. È manifesto che, sulle attività di borsa, si effettuano controlli non solo di trasparenza.

Inoltre, questo problema del controllo giuridico, che era stato attentamente considerato dal Ministero del tesoro e dalla Banca d'Italia in sede di formazione della legge n. 77, parve allora secondario e marginale. In questo momento, può riproporsi in termini del tutto nuovi rispetto alla tematica della legge n. 77. Si può, per esempio, dire che si possono effettuare controlli preventivi sulla ammissibilità di forme di raccolta del risparmio indirizzate verso attività produttive e svolte al di fuori dei canali bancari, o anche nell'ambito degli stessi. In questo caso, il controllo di autorizzazione, che è preventivo, può essere introdotto, e probabilmente è opportuno. Ciò che conta, è che tale controllo preventivo non sia discrezionale. È molto importante, cioè, che si accerti il possesso di alcuni requisiti (che possono consistere nel non incorrere in certe condizioni negative) e di altri che possono attenersi addirittura alla identificazione del soggetto. Si potrebbe pensare, inoltre, che alcune attività non possano essere svolte da un imprenditore individuale, ma soltanto da un'impresa costituita in forma societaria.

A questo punto si apre un discorso sul tipo di società e quindi sulla stabilità patrimoniale richiesta; infatti, nella misura in cui si ritiene che questi requisiti siano legati, ad esempio, ad un minimo di capitale, al fine di garantire la sufficienza del patrimonio della società a far fronte ad azioni di responsabilità civile, il requisito del capitale minimo introduce un elemento di stabilità. È chiaro che il problema della stabilità si pone diversamente per un ente creditizio o per un intermediario finanziario.

Requisiti che assicurino una certa stabilità sono tuttavia necessari anche per gli intermediari finanziari.

Nella legge n. 77, elaborata in un momento in cui il Parlamento nutriva qualche preoccupazione sulla capacità della CONSOB di far fronte ai numerosi compiti che le venivano attribuiti, si è dato un particolare rilievo a uno spazio di competenza della Banca d'Italia, oltre che a quello della CONSOB.

La legge sui fondi di investimento ha una sua coerenza interna e in definitiva ha ben funzionato. A distanza di tempo, la CONSOB ha acquisito una maggiore esperienza e oggi si può dire che ha nel proprio seno competenze adeguate a far fronte a compiti nuovi. Sia chiaro che commettiamo i nostri errori quotidiani, ma siamo più efficienti e più consapevoli di come certi problemi debbono essere affrontati, di quanto non potesse essere nel 1983.

La mia esperienza di lavoro in molti settori e in molte funzioni mi porta a non essere sorpreso di fronte ad una concorrenza di controlli in alcune aree. Anzi, ne sostengo talvolta la necessità.

Quando ad esempio la « commissione Forti » dibatteva i problemi istituzionali in preparazione della Costituzione italiana, uno dei temi più delicati riguardava la coesistenza del doppio controllo della Ragioneria e della Corte dei conti. Questo problema è oggi superato e, semmai, le prospettate linee di riforma della Corte dei conti addirittura accentuano la coesistenza dei controlli.

A mio avviso, l'aspetto importante, per tali ordini di problemi, è di assicurare un coordinamento tra i controlli. Oggi il nostro sistema giuridico non è più caratterizzato dall'unità dell'organizzazione, come negli anni precedenti l'attuazione delle riforme amministrative e prima dell'istituzione delle regioni, quando si poteva contare su un sistema fortemente imperniato sul principio gerarchico anche per risolvere i problemi del controllo. In un sistema pluralistico come l'attuale, la coesistenza dei controlli è in qualche misura non solo inevitabile, persino opportuna; di qui, la necessità del coordinamento dei controlli stessi, piuttosto che la soppressione di un controllo o la prevalenza dell'uno sull'altro. In altri termini, il controllo di più autorità, quando è espressione di tecniche, di tradizioni, di esigenze e si mantiene in limiti non soffocanti l'autonomia e la libertà dei soggetti, è utile. Aggiungo che uomini abituati ad esercitare un tipo di controllo possono non essere pronti ad esercitarne un altro, mentre gli uni e gli altri sono essenziali al sistema nel suo complesso.

Si deve inoltre osservare che, quando si parla del mercato mobiliare, è inevitabile considerare i problemi della trasparenza e del regolare funzionamento del mercato unitamente a quelli di correttezza dei comportamenti e dell'osservanza delle regole poste a tutela del contraente debole.

Inevitabilmente, il discorso si trasferisce da un piano squisitamente pubblicistico ad un piano privatistico (anche se colorito da considerazioni più generali per le esigenze che l'ordinamento tuteli le posizioni più deboli).

Quindi, il discorso riguardo al mercato mobiliare finisce con l'essere un discorso di regole proprie del mercato stesso, da applicare al fine di garantire, in sostanza, una correttezza di comportamenti.

Mi fa piacere constatare che lo stesso Sarcinelli, che al Senato ha espresso posizioni apparentemente differenziate dalle mie sulla natura del controllo CONSOB, per quanto riguarda il controllo di correttezza, ritenuto essenziale al controllo di

trasparenza, e sulle esigenze di una informazione, che tuteli il contraente più debole, si sia trovato d'accordo con me. D'altro canto, il problema della correttezza suppone l'elaborazione e l'applicazione di regole capaci di assicurare comportamenti corretti e in definitiva idonee a prevenire e reprimere il verificarsi di situazioni di conflitto di interessi.

Si tratta di un discorso che possiamo porre da un duplice punto di vista: da quello dell'autorità che dirime questi problemi, e allora dobbiamo discutere se sia opportuno e possibile attribuire margini di poteri discrezionali all'autorità medesima; oppure dal punto di vista della disciplina civilistica, e allora si dovrebbero precisare i doveri e i comportamenti non consentiti. A questo riguardo, utili riferimenti possono essere ricordati da una considerazione attenta sul tema del controllo di mercato.

Il mandato, nella sua attuale disciplina, è figura « aperta »: uno schema contrattuale che consente di essere specificato e riempito nei suoi possibili contenuti secondo il tipo di attività giuridica che viene svolta dal mandatario nell'interesse del mandante. Norme come quelle per cui il mandatario è obbligato a curare l'interesse esclusivo del mandante, non può stipulare contratti con se stesso, e secondo le quali l'abuso o l'eccesso di attività del procuratore sono sanzionate, possono essere ulteriormente perfezionate e integrate, anche sul puro terreno civilistico. Sulla base di queste nuove regole si potrà sviluppare il controllo da parte di una autorità come la CONSOB, cui potrebbero essere affidati compiti di produzione normativa, cioè di disposizione di regole integrative ai fini di assicurare il normale andamento del mercato anche attraverso il corretto esercizio delle attività professionali degli intermediari.

Mi sembra che nelle leggi varate dal Parlamento siano stati di volta in volta attribuiti alla CONSOB poteri in relazione a queste finalità generali di garanzia del mercato, come nel caso delle relazioni semestrali, della vendita « porta a porta », dei regolamenti per l'ammissione in borsa.

Naturalmente si tratta di approfondire un discorso di funzioni e di attività normativa (integrativa della normazione generale) del tutto simile, dal punto di vista concettuale, alla produzione normativa della Banca d'Italia quando governa il settore del credito, in relazione, però, al mercato mobiliare.

Si tratta di un'attività da svolgere con il massimo della cautela e della misura, per avviare un sistema che potrà trovare nell'autoresponsabilità delle categorie e nella presenza degli ordini professionali il suo momento finale di sbocco.

Da quanto vado esponendo, mi pare emergano evidenti le linee di un intervento normativo generale. Se devo tuttavia fare un discorso di priorità di interventi, ritengo che si debba anzitutto riguardare il tema delle fiduciarie e degli enti di gestione fiduciaria, che sta diventando veramente urgente. Vorrei aggiungere che l'unica disciplina che attualmente esiste in questo settore è ispirata a quei concetti che ho espresso, trattandosi di un tipo di disciplina volta a sanzionare e a colpire gli abusi.

Naturalmente, mi dichiaro a disposizione della Commissione per approfondire eventuali problemi che non sono stati fin qui considerati. Desidero osservare comunque che sono in discussione problemi di grande rilievo dal punto di vista istituzionale della borsa per i quali siamo impegnati in condizioni di grande difficoltà, per i quali è arduo trovare il consenso degli operatori sul disegno che stiamo tentando di portare avanti e che vede poi, nella disciplina degli operatori del mercato mobiliare, una sua condizione preliminare ed essenziale. Ed infatti non è francamente possibile sviluppare un discorso di riforma sui poteri degli agenti di cambio, sui rapporti fra agenti di cambio e banche, su nuove figure di intermediari, sui contenuti e sui limiti dei poteri dei commissionari o dei mandatari, sulla figura dei *brokers* e dei *dealers*, senza avere prima indicazioni sulla disciplina generale di questo mercato e sulle regole di comportamento.

Voglio precisare meglio questo concetto. Un sistema di mercato mobiliare che incentrasse la sua disciplina soltanto sull'attuale ordinamento di borsa, vedrebbe vanificate le proprie possibilità di sviluppo. Lo scenario internazionale è infatti caratterizzato da eccezionali innovazioni finanziarie, da mercati nei quali si trattano grandi quantità di titoli e da attività che non hanno, nel mercato, il punto di riferimento finale, ma che lo precedono o ne rappresentano uno sviluppo. Tutto ciò in larga parte si svolge con l'attività di soggetti che non sono necessariamente banche. Dico questo in relazione alla circostanza che il problema delle banche, in tali mercati, è considerato sotto un duplice profilo, cioè tanto per il fatto che la nostra legislazione impedisce l'accesso alle grida alle aziende di credito, quanto per il fatto che l'ente creditizio è tuttavia largamente presente sul mercato mobiliare.

L'approccio a questo problema deve essere il più possibile oggettivo, in ragione della delicatezza e novità di argomenti, quali quello del monopolio legale di un tipo di contrattazione, probabilmente destinato nel tempo ad esaurirsi, ovvero quello, conseguente al progresso delle tecniche di negoziazione, di una riduzione della contrattazione alle grida e dell'affermazione di sistemi di contrattazione continua, di sistemi di circuito nazionale e quindi di collegamenti fra borsa e sistemi fortemente automatizzati, con largo impiego di nuove tecnologie. Qualcuno potrebbe sostenere che, in un sistema siffatto, lo stesso principio della riserva nella contrattazione può essere posto in dubbio o non essere compreso nelle sue migliori ragioni, che sono soltanto di carattere storico, di imparzialità di una funzione, quale quella di mediatore ufficiale, che pure pone vincoli tali da soffocare, a parere di alcuni studiosi, lo sviluppo della stessa professione di intermediazione da parte degli stessi agenti di cambio.

Anche l'affermazione secondo la quale le gestioni patrimoniali effettuate dalle

banche dovrebbero essere soggette ai soli controlli tipicamente creditizi è tutta da approfondire. È noto che io ho espresso riserve su queste affermazioni, soprattutto sottolineando come attività identiche debbano essere soggette a discipline eguali, ancorché i soggetti che svolgono tali attività siano diversi, e che comunque altro è il controllo sulle attività, altro è il controllo sui soggetti.

Il Parlamento ha fornito delle indicazioni importanti a questo riguardo nella legge n. 77, specialmente nell'articolo 12, là dove si differenziano nettamente quelle attività di raccolta del risparmio che l'ente creditizio compie (e che non sono soggette al controllo della CONSOB), da quelle svolte, sempre da parte dello stesso ente creditizio, su titoli, che sono sottoposte a tale controllo.

Io penso a questo proposito che la legge n. 77 contenga una indicazione di carattere legislativo che, probabilmente, obbedisce ad un criterio generale rappresentato dal principio di uguaglianza, nel senso che attività uguali sono soggette a leggi uguali. Che poi, all'interno di una collaborazione quotidiana in altre attività di controllo, dettata tanto da uno spirito di collaborazione come da un preciso dovere di cooperazione, ci sia l'affidamento nel concreto alla vigilanza di certe attività di controllo, ai fini del rispetto da parte di enti creditizi di regole elaborate da noi e valide anche per gli enti stessi, è cosa diversa e che la CONSOB può anche accettare nelle condizioni attuali.

Noi abbiamo, ad esempio, elaborato delle regole sulle fiduciarie e le abbiamo comunicate alla vigilanza, la quale ha ritenuto senza alcun problema di darne applicazione e di assumere responsabilità sul controllo circa tale applicazione. Questo rappresenta evidentemente un metodo di coesistenza fra controlli diversi, di collaborazione fra autorità diverse e di cooperazione nella funzione di controllo. Non credo di dover aggiungere altro in questo momento e sono quindi pronto a rispondere alle vostre domande.

PRESIDENTE. Ringrazio il presidente della CONSOB, professor Piga, per il contributo che ha dato, oltre che per la consueta chiarezza, anche per la grande sincerità con la quale ha appuntato l'attenzione su alcuni punti critici che la nostra indagine sta affrontando.

Sarebbe buona norma, per un presidente, non intervenire per primo; pur tuttavia la tentazione è tale che, se i colleghi me lo consentono, vorrei rivolgere al professor Piga una domanda.

Ci troviamo di fronte ad un compito conoscitivo estremamente delicato perché, come il presidente Piga ha sottolineato, ci muoviamo in una materia in costante e rapida evoluzione, anche se non sempre le linee di questa evoluzione sono « chiare e distinte ». Il nostro compito, anche se non è immediatamente di carattere legislativo, è estremamente delicato e mi pare che il suo intervento, professor Piga, contribuisca a renderlo più delicato, anche se più chiaro nelle motivazioni.

Ci troviamo a dover affrontare, a distanza di cinquanta anni, una legge bancaria che è pervenuta ad un punto molto lontano dalle origini, che ella stessa ha richiamato. Si tratta di origini di carattere interventistico, dirigistico, non sempre ispirate a finalità chiare, che anzi sarebbe difficile interpretare, basate su una concezione che la sua stessa gestione ha finito per temperare notevolmente, approdando, ripeto, a lidi molto lontani.

Ci troviamo a dover reinterpretare una materia che con la legge non dico che non abbia niente a che fare (anzi, ha molto a che fare), ma è indubbiamente molto diversa oggi di quanto lo fosse all'origine. Ci troviamo a dover affrontare il problema del mercato mobiliare che, come ella ha detto, è largamente privo di una normativa organica.

Questo è il primo punto che abbiamo individuato: l'indagine è stata motivata anche da una constatazione di questo genere.

Ci troviamo anche, nell'evoluzione della realtà creditizia e di quella mobi-

liare, a dover constatare la sempre maggiore interferenza dei due settori. Sarebbe molto semplice se ci fosse una realtà creditizia ben distinta da quella mobiliare e se si potesse tracciare il confine tra questi due gruppi di attività, che costituirebbe anche il confine fra i due organi di controllo. Sappiamo che così non è, che, anzi, è sempre meno così, e che c'è sempre una maggiore implicazione fra l'attività creditizia e quella mobiliare, non soltanto dal punto di vista dei soggetti, ma anche delle stesse attività. Ciò rappresenta il primo punto, non dico di confusione, ma certamente di interferenza fra le materie.

Lei ne ha fatto risaltare un altro, circa la qualità e la natura della tutela, ossia il rapporto fra tutela di trasparenza e tutela di merito. Se è vero che vi sono queste implicazioni, di una unificazione del mercato finanziario, pur nella sua ricchissima articolazione, se è vero che, d'altra parte, c'è l'impossibilità di distinguere la natura della tutela di trasparenza e della tutela di merito, allora i problemi della tutela e dei confini della medesima diventano critici. Lei ha molto accuratamente affrontato questo problema e lo ha risolto nel solo modo in cui lo si possa risolvere, cioè con il concetto di « coordinamento ». Tuttavia, « coordinamento » è una parola che, se può apparire metodologicamente « magica », difficilmente però può essere calata nella realtà.

A questo punto, viene da porre non tanto una domanda, quanto una questione, che è di fronte a tutta questa Commissione ed a cui essa dovrebbe pur dare una risposta: bisognerebbe – credo – entrare un po' nel concetto di « coordinamento » per vedere in che cosa esso consista.

Lei, professor Piga, ha parlato, poco fa, di una materia in cui non è dubbia la competenza di tutela della CONSOB ed in cui l'organo di vigilanza agisce – se ho ben capito – in quanto strumento della CONSOB. Possono esservi, per altro, materie nelle quali la vigilanza sia l'organo

primario e la CONSOB ne sia lo strumento?

Se tutto ciò è vero, e se è vero che saggezza consiglia di non abolire comunque le vecchie istituzioni, ma – se possibile – di coordinarle, questo coordinamento ha, nella storia recente, una base sufficiente per essere considerato credibile? In altri termini, vi è, nelle due istituzioni, una sufficiente capacità, volontà, tendenza ed inclinazione a questo tipo di coordinamento (che non potrà mai essere un coordinamento di tipo formale e predeterminato, perché implica una cooperazione continua tra le due istituzioni)? Vi è finora stata una tale cooperazione? E fino a che punto vi è stata? Fino a che punto si può pensare che essa possa ulteriormente svilupparsi?

FRANCO PIGA, *presidente della CONSOB*. Questo è, anche nel nostro lavoro, il nodo centrale (non solo di questo settore); un nodo che possiamo considerare sia dal punto di vista delle istituzioni che dal punto di vista della prassi.

Sotto il profilo istituzionale, una buona regola è quella di pensare, quando vi siano questioni di comune competenza, ad organi di composizione preventiva dei conflitti e di comune indirizzo.

Finora si è sempre discusso di organi collegiali politici, però possono esservi organi collegiali amministrativi formati da rappresentanti di varie istituzioni ed uffici, che noi stiamo sperimentando, ad esempio, nei rapporti con il Ministero dell'industria.

Dal punto di vista delle attività, il coordinamento realizza invece un ruolo particolarmente efficace di governo pressoché a tutti i livelli. Nelle società moderne, le istituzioni operano in coordinamento tra loro: la separazione si ritrova piuttosto nelle strutture di tipo francese e negli ordinamenti militari, ma non negli altri ordinamenti moderni. Il coordinamento si realizza nelle sedi procedurali attraverso lo strumento del concerto. Vi è stata, in questi ultimi tempi, una tendenza alla rivitalizzazione del con-

certo, ovviamente quando esso non sia motivo di impedimento o di ritardo nell'assumere decisioni tempestive.

Vi è, poi, un coordinamento nella prassi e, nella prassi, noi siamo certamente coordinati con il Governo e con la Banca d'Italia ogniqualvolta sopravvengano questioni che investono anche la competenza di queste istituzioni.

Qualche anno fa, vi è stato un episodio, quello riguardante il Banco Ambrosiano, che ha un po' turbato tale clima. Negli ultimi due anni, però, abbiamo instaurato pratiche di consultazione preventiva, come nel caso di alcune emissioni obbligazionarie e delle valutazioni ai fini dell'ammissione in borsa. Insomma, possono esservi situazioni nelle quali alcune operazioni di aumento del capitale possono essere legate all'ammissione in borsa, od a certe attività di mercato. È possibile realizzare un collegamento tecnico, trattandosi di materie nelle quali il ruolo del proponente tecnico è fondamentale. Posso capire che l'autorità monetaria, preoccupata da un problema di flussi, tipicamente di sua competenza, abbia un interesse a conoscere entro quanto tempo ed in quale misura si realizzino le condizioni per l'ammissione di un titolo sul mercato.

Qualche anno fa, la separazione delle competenze era certamente più marcata. Oggi, viceversa, stiamo lavorando in collaborazione con la vigilanza, e si susseguono riunioni in comune.

Il collegamento, dicevo, si realizza attraverso atti tipici (come il concerto), attraverso canali procedurali (come incontri e riunioni). È necessario però che, nella prassi, si rafforzi, sulla base di una normativa in tale direzione, il senso di appartenenza alle istituzioni svolgenti funzioni che, in larga parte, si rifanno a valori comuni. Il senso delle istituzioni si forma con la prassi e, se questa si ispira a regole di collaborazione, sorrette da indirizzo politico e da norme di principio, è possibile intraprendere rapidamente la strada giusta.

A tale proposito, mi piace sottolineare come la CONSOB abbia formato dei giovani preparati, motivati nel loro lavoro non solo grazie agli studi, ma anche perché possiedono il senso della realtà del mondo contemporaneo. Pertanto, non è escluso che essi, rafforzando ulteriormente la loro preparazione, in una certa misura, si rivolgano al mercato del lavoro in direzione anche di altre istituzioni; saranno, però, sempre persone formatesi nel contatto con una realtà che avrà consentito loro di acquisire una professionalità molto importante per il nostro paese. A questo proposito, ricordo come la Commissione finanze e tesoro del Senato, recatasi a Londra per osservare i recenti sviluppi del mercato mobiliare anglosassone, sia rimasta fortemente impressionata dal numero dei giovani operatori.

PRESIDENZA DEL VICEPRESIDENTE
GUSTAVO MINERVINI

VARESE ANTONI. Vorrei rifarmi all'ultima parte dell'intervento del professor Piga, nella quale - se ho ben capito - egli ha parlato di istituzionalizzazione delle forme di controllo, a proposito degli organi di governo, i quali possono essere - e, per certi versi, sono - la vigilanza e la CONSOB.

La ringrazio, signor presidente, delle cose che ha detto, di molte delle quali farò tesoro. In particolare, apprezzo le considerazioni da lei espresse nei confronti dei giovani.

Ma le vorrei rivolgere una domanda specifica. Se ho ben inteso, inizialmente lei ha espresso una certa soddisfazione indiretta per il fatto che la legge bancaria non avesse ricompreso le questioni del mercato mobiliare (ed anche se le avesse in qualche modo ricomprese, di fatto non sarebbe stata applicata, il che, tutto sommato, sarebbe stato un bene). Parlando di istituzionalizzazione del coordinamento, lei si riferisce al governo del mercato mobiliare, e, praticamente, introduce nel coordinamento dei controlli la Banca d'Italia. A suo avviso, si dovrebbe allora

giungere ad una diversa interpretazione dei fatti, vedendoli ora così come si sono modificati, e quindi della legge bancaria, in modo che essa ricomprenda anche le questioni del mercato mobiliare?

FRANCO PIGA, *presidente della CONSOB*. No, perché la legge non ha creato né formalmente, né attraverso la prassi, un sistema che impedisse la realizzazione delle cose accadute, e che potranno ancora accadere. Vi può essere, semmai, qualche problema di perfezionamento o di integrazione. Ma non credo vi sia una diretta incidenza sulla normativa in oggetto.

ARMANDO SARTI. Nella nota che ci ha consegnato, ma anche in sue dichiarazioni precedenti, è evidente la scelta che la CONSOB e lei, che ne è presidente, fate dell'autonomia e di una determinazione dei tempi di intervento. Concordo molto su ciò, così come sulla vostra posizione di agire preventivamente. Perché così si amministra il paese, con le regole, ma anche con i comportamenti! Credo dunque che questa sia una scelta molto saggia. Però è bene che, qualunque sia la natura dei soggetti, quando questi entrano in un campo che è disciplinato da leggi o che comunque è regolato da controlli, debbano anzitutto sottostare a tali leggi e controlli. Nessuna « extraterritorialità » per nessuno, tanto meno per coloro che ne hanno avuta tanta e tanta ancora ne hanno... Il sistema bancario detiene il dieci per cento dei titoli di tutto il mercato azionario, e questa è una dimostrazione che tale organismo non interviene casualmente.

La prima domanda che le rivolgo è la seguente: che cosa ne pensa delle quote di partecipazione emesse dalle Casse di risparmio? Mi sembra di capire, dalla sua relazione scritta, che è favorevole, perché rappresentano un mezzo nuovo di capitalizzazione. Ma, considerato che il Parlamento - o almeno una parte di esso - intende (come ha fatto con la legge n. 77, con la « Visentini-bis » e, successi-

vamente, con la legge sulla CONSOB) intervenire rapidamente, non sarebbe opportuno che questi istituti sospendessero la emissione o il collocamento delle quote, e che si adottasse comunque una decisione attorno ad una materia di questo genere, in una fase in cui si sta definendo e decidendo del loro assetto?

Pongo una seconda questione, ancora più pratica. Non so se sbaglio nel numero, ma mi sembra che siano 14 mila gli operatori finanziari in Italia, tra fiduciarie ed altri intermediari (ho letto di recente una statistica in proposito). Nessuno di questi intermediari, se non le banche, è disciplinato. È mai possibile che vi siano soggetti la cui natura giuridica non è definita, e che manchino regole sulla contabilità e sulla certificazione dei bilanci? Già alle banche è richiesto un sistema di documenti contabili modestissimo, con i soli bilanci preventivo e consuntivo, che sono ormai considerati superatissimi da qualsiasi imprenditore! Come possiamo disciplinare tutto ciò, le certificazioni, per esempio, e stabilire regole? E come interviene la CONSOB in questa disciplina?

In terzo luogo: l'*insider trading* è a suo parere disciplinabile meglio con norme penali o con sanzioni amministrative?

Inoltre, è prevista, e se sì, per quando, una riforma del « ristretto »?

Per quanto poi riguarda la politica delle « scalate » o l'ipotesi OPA, lei si è pronunciato altre volte. Ma sarebbe opportuno che ci aggiornasse in proposito in questa sede.

Del caso Mediobanca, per il quale mi sembra sia intervenuto, che cosa pensa? E dell'attuale situazione delle Generali?

Un'ultima considerazione. Il nostro Parlamento ottiene sempre da lei manifestazioni di stima e di apprezzamento, che mi auguro siano più che meritate. Ma, senza che noi rinunciamo alla nostra iniziativa legislativa, non ritiene utile, proprio in considerazione della quotidiana esperienza della CONSOB, sottoporre alla nostra attenzione un « inventario » di

aree sulle quali lei ritenga l'intervento del Parlamento più necessario ed opportuno?

FRANCO PIGA, *presidente della CONSOB*. Riguardo agli intermediari, vi è piena consonanza con le indicazioni espresse nel nostro documento. Lei parla di 14 mila operatori; le potrei dire 40 mila con uguale attendibilità, e la prima cosa che mi preoccupa è proprio questa, l'incertezza sulla reale dimensione quantitativa degli operatori sul mercato mobiliare.

A proposito dei commissionari, debbo precisare che noi conosciamo esempi di commissionarie ben disciplinate per le vendite di merci di vario genere, ma quando il discorso è portato sul mercato mobiliare ci rendiamo conto che la commissionaria è una figura dai contorni incerti. Le commissionarie di borsa rappresentano una parte modesta dell'insieme delle commissionarie, inoltre non facilmente individuabili; non esiste infatti la denominazione professionale o imprenditoriale specifica delle commissionarie e quindi manca la possibilità di censirle da parte della camera di commercio.

Sulla natura e il ruolo di questi operatori-intermediari devo premettere che in questo momento costoro si occupano delle più svariate operazioni. Il problema da affrontare è dunque di politica legislativa; molti affermano che è preferibile una disciplina di tali soggetti, per così dire, « a maglie larghe », a contorni cioè non nettamente definiti, ma che operi secondo principi di autonomia contrattuale e di libertà di impresa. Da parte nostra, affermiamo che bisognerebbe sapere, almeno, quali sono le attività che debbono essere vietate in via assoluta o soltanto ad alcuni operatori.

Altrettanto importante è l'autorizzazione, da noi proposta per l'esercizio di queste attività, che può anche rappresentare il mezzo attraverso il quale cominciare a fare un censimento degli operatori, individuando, nello stesso tempo, dimensioni dei problemi e finalità. Non so esprimere una opinione netta circa la ti-

pizzazione e i vincoli che ne potrebbero derivare - soggetti cui sia consentito operare solo come *brokers* ed altri solo come *dealers* -; francamente, penso che questa tipizzazione finisca col rappresentare un irrigidimento della realtà, creando un problema di violazioni e quindi di sanzioni: da questo punto di vista, non condivido questa prospettiva. Nel caso in cui si dovesse individuare la necessità di far svolgere certe attività solo a società di capitali, sottoporremmo comunque tali società alle regole di contabilità e di certificazione dei bilanci, soddisfacendo così quell'esigenza di stabilità cui ho già fatto cenno e che è giuridicamente realizzabile secondo la normale disciplina civilistica.

Come regola concretamente la CONSOB questo mercato? Attraverso molte difficoltà, al limite della discriminazione fra ciò che è consentito e ciò che è vietato. In questo senso, viviamo « pericolosamente », in quanto molte volte siamo assolutamente sicuri della opportunità di certi interventi, ma non siamo altrettanto sicuri di essere sostenuti, di avere la base per procedere nel modo necessario. Per esempio, quando abbiamo introdotto nuovi obblighi di informativa relativamente alle operazioni di acquisto di titoli fra società appartenenti allo stesso gruppo, abbiamo dovuto registrare pareri discordi. In seguito in un incontro con gli operatori abbiamo ricevuto un assenso sull'*an* (non sul *come*). Come siamo intervenuti per regolare le società fiduciarie vi è noto: possiamo dire di aver messo fuori gioco l'atipico.

PRESIDENTE. Cioè l'innovazione ...

FRANCO PIGA, *presidente della CONSOB*. No, l'innovazione è il nuovo; l'atipico di cui parlo operava da anni, qualche volta con metodi truffaldini (che è un atipico antico quanto il mondo).

Sul problema dell'*insider trading* mi vengono talora attribuite opinioni che non mi appartengono. Sono convinto che una disciplina sia necessaria, però sono altrettanto convinto che la disciplina

nord-americana, da molti presa ad esempio, non sia trasferibile meccanicamente all'interno del nostro sistema. Nel nostro paese vigono infatti principi di separazione dei poteri che quei paesi non conoscono (tanto che nel sistema nord-americano sono molto diffuse le giurisdizioni speciali). Peraltro, va ricordato che nel nostro paese la certezza della pena rappresenta una conquista di civiltà che non è paragonabile, per via delle differenti « filosofie » che sono alla base dei due sistemi, alla differente disciplina vigente nel sistema nord-americano.

La possibilità di pervenire ad una normativa efficace sull'*insider trading* presuppone un attento studio del tema del segreto, che conduca a graduare le diverse responsabilità in base al livello della conoscenza delle informazioni, in quanto non è opportuno che la disciplina coinvolga tutti nella stessa misura, dalla cameriera all'autista, al presidente e all'amministratore della società. Ciò comporta, secondo noi, il far capo ad un sistema di giurisdizione e di misure sanzionatorie differenti da quelle penali, che rappresentano la reazione estrema dell'ordinamento: per di più, tale reazione estrema dovrebbe essere sempre applicata, ma sappiamo che l'attuale stato della giustizia penale porta sovente all'adozione di provvedimenti di amnistia che ingenerano molta confusione. Anche ora sono solito ricevere dal servizio giuridico della CONSOB una gran quantità di atti in firma, diretti all'autorità giudiziaria, e tuttavia ritengo che l'inoltro di rapporti penali al giudice per questioni di poco conto non sia giustificato (basti pensare che persino noti esperti di diritto societario hanno dimenticato di osservare le norme sulla dichiarazione del compenso). Pertanto, l'*insider trading* solo per i fatti più gravi dovrà essere sanzionato penalmente (in larga parte la fattispecie penale esiste già). L'*insider trading* contro cui invece noi pensiamo si debba intervenire suppone una disciplina sanzionatoria di tipo amministrativo e civilistico, un sistema efficace di sanzioni pecuniarie civili elevatissime, nonché la destituzione degli

amministratori colpevoli. Vi sono sanzioni che operano sul piano della destituzione dal servizio o della cessazione dalla carica per violazione dei doveri professionali. Noi potremmo essere strumento di una azione efficace di prevenzione e di repressione dell'*insider trading*, ma occorrerebbe una legge adeguata. È ovviamente impossibile applicare una legislazione che non esiste.

Per quanto riguarda le offerte di pubblico acquisto, sono in fase di elaborazione studi molto importanti ai fini della conoscenza dei termini reali delle varie questioni, anche se manca ancora un disegno complessivo e preciso. Noi pensiamo che un'OPA obbligatoria, sia pure entro certi limiti, segni l'avvio della concentrazione in borsa delle negoziazioni sui titoli quotati. Nello stesso tempo, debbo dire che personalmente non credo molto in questi disegni di giustizia egualitaria, per cui l'OPA dovrebbe servire a porre in posizione di parità l'azionista di maggioranza e quello di minoranza, sulla base del principio che le azioni societarie debbono avere uguale valore. Certo è che l'OPA è istituito proprio di un mercato efficiente: ogni mercato ben organizzato ha una disciplina delle OPA. Da questo punto di vista, l'OPA potrebbe rappresentare una misura rafforzativa del potere di controllo delle società. Ho partecipato ad un convegno a Modena, nel quale è emersa una sostanziale diffidenza della classe imprenditoriale medio-piccola verso l'istituto della borsa. Prevale il timore che si possa essere oggetto di manovre scorrette, oltre che sottoposti ad oneri derivanti dal controllo della CONSOB. Ho cercato di spiegare che gli oneri non sono poi tanto gravosi. Un mercato che cresce deve introdurre gli istituti propri di un mercato sviluppato.

All'onorevole Sarti debbo dire che la riforma del mercato ristretto è pronta, la stiamo definendo. Probabilmente, in materia c'è stato un errore di interpretazione della legge originaria, che riguarda l'indicazione di un solo giorno alla settimana in cui svolgere le contrattazioni. Secondo la mia personale opinione, che

trova l'accordo di tutti i membri della Commissione, ci troviamo di fronte ad un'errata interpretazione della legge, nel senso che le negoziazioni dei titoli quotati al mercato ristretto si devono svolgere, nelle borse dove il titolo è quotato, nei giorni di contrattazione. Questa norma è in fase di redazione.

C'è poi il problema della riduzione dei limiti del flottante. La critica che a noi è stata rivolta è che il « ristretto » non funziona perché istituito sul modello del mercato ufficiale, risultandone, quindi, la disciplina troppo rigida. Stiamo cercando di ridurre la rigidità, ma non sul terreno dell'informazione, perché dobbiamo assicurare la trasparenza anche per le contrattazioni al « ristretto ». Rinforzeremo inoltre la vigilanza sull'applicazione, sui fissati bollati, della dizione « eseguito sul mercato ristretto », che probabilmente aveva un significato specifico nella legge, anche se il comando legislativo non è stato realizzato nel modo in cui il legislatore avrebbe voluto. Interverremo energicamente, se necessario.

PRESIDENTE. Che cosa vuol dirci sulla negoziazione per contanti ?

FRANCO PIGA, presidente della CONSOB. Il problema della negoziazione per contanti deriva dal semplice fatto che nessuno vuole negoziare per contanti. Il pagamento potrebbe avvenire nei successivi tre giorni o forse entro una settimana o anche secondo le regole del contante a giorni, proprie degli usi di borsa. È meglio comunque avere una norma applicabile, piuttosto che una norma difficile da applicare, considerate le oggettive difficoltà poste da un termine troppo ravvicinato. Tale riforma non servirà probabilmente a incrementare il volume degli scambi: il problema è che c'è una crisi di domanda dei titoli negoziati al mercato ristretto.

Sarà prevista una delega ampia di poteri agli agenti di cambio per l'istruttoria, in modo da introdurre un decentramento. Potrebbe essere un utile termine

di riferimento il discorso che si va svolgendo sui fondi « chiusi » e sulle società finanziarie di sviluppo.

Prendiamo in esame il caso di un imprenditore medio-piccolo, il quale ha un figlio intenzionato ad intraprendere altre attività, per cui l'imprenditore non è particolarmente interessato ad espandere la propria attività. Soprattutto nelle zone ad economia forte del nostro paese ci sono istituti (anche gli istituti speciali possono farlo) i quali sono pronti ad assumere partecipazioni di minoranza, fino al 10 per cento: tali partecipazioni devono però permanere nell'impresa, per favorire il processo di espansione, per almeno cinque anni. Uno strumento siffatto potrebbe essere attuato anche attraverso società quotate. In altri termini, potrebbero essere ammesse in quotazione società che avessero la finalità di intervenire in società sane, per realizzare programmi di espansione. Se queste società fossero quotate in borsa, potrebbero infatti raccogliere risparmio da investire nell'espansione produttiva di piccole e medie imprese.

ARMANDO SARTI. Se non vado errato, si tratta della stessa azione che i fondi comuni svolgono rispetto alle società quotate...

FRANCO PIGA, *presidente della CONSOB*. Nel caso dei fondi comuni si tratta sempre degli stessi titoli di grandi società.

ARMANDO SARTI. È l'alternativa ai fondi comuni per le piccole e medie imprese...

FRANCO PIGA, *presidente della CONSOB*. Questo ruolo potrebbe essere svolto anche dagli istituti speciali. Voi state studiando il ruolo degli istituti speciali, dei medio-crediti regionali: sono settori di intervento nuovi che si presentano di fronte agli enti creditizi e questo potrebbe addirittura spiegare una certa differenziazione.

VARESE ANTONI. Sì, sempre che non diventino tante piccole GEPI!

ARMANDO SARTI. Per quanto riguarda Mediobanca, lei ha riferito a tanti e può farlo anche al Parlamento!

FRANCO PIGA, *presidente della CONSOB*. Io non ho riferito ad alcuno, perché sono del tutto estraneo alle vicende di Mediobanca.

ARMANDO SARTI. Lei ha riferito una sua valutazione su questo argomento...

FRANCO PIGA, *presidente della CONSOB*. Non ho alcuna particolare conoscenza dei problemi di Mediobanca. Mi interessano piuttosto le prospettive di sviluppo del nostro paese, specialmente nel Mezzogiorno e, in questo contesto, il ruolo degli istituti di credito. C'è un passo di Mattioli, con riferimento alla banca di Toeplitz, che è molto bello. Toeplitz, parlando di sviluppo, sosteneva che non possiamo dimenticare il ruolo che in questo campo la funzione creditizia può svolgere. Un sistema, come quello creditizio, che raccogliesse mezzi ed energie e fosse finalizzato a progetti nel Mezzogiorno, sarebbe molto importante. L'istituzione di Mediobanca, nel 1946, ha rappresentato una scelta di grande rilevanza per la ripresa dei rapporti internazionali tra istituzioni creditizie e tra operatori. E a Mediobanca fu possibile l'assunzione di partecipazioni nelle industrie in un sistema che queste partecipazioni non consentiva fossero assunte direttamente dalle banche.

L'istituzione di Mediobanca fu dunque un fatto molto importante nella storia economica d'Italia. Le idee che hanno alimentato l'attività di quell'istituzione, riportate ad oggi, possono suggerire tante iniziative e scelte nuove per favorire lo sviluppo di altre zone del nostro paese.

Non so nulla, poi, di quanto mi si chiede sulle Generali.

Per quanto riguarda le Casse di risparmio, è stato predisposto un progetto legislativo che è all'inizio, mi sembra, della

discussione. E nostro dovere applicare le leggi, e, nel caso in esame, ciò equivale a dire che certi titoli possono essere negoziati come titoli di enti. Ben venga una nuova disciplina delle quote delle Casse di risparmio. Per ora ci stiamo attenendo alla normativa vigente, come abbiamo fatto, prima delle Casse di risparmio, con la Banca nazionale del lavoro. Ciò non significa che, ai fini dell'ammissione a quotazione di tali titoli, non vengono svolti tutti quei controlli di redditività che la legge ci impone di fare.

VINCENZO VISCO. Ho ascoltato con molta attenzione e con interesse l'esposizione del presidente della CONSOB e vorrei chiedergli un chiarimento di carattere generale.

A me sembra che sulla questione dello sviluppo dei mercati mobiliari nel nostro paese si siano confrontate, negli ultimi mesi, almeno tre posizioni, diverse l'una dall'altra.

Vi è una posizione che, in qualche modo, si rifà al modello tedesco ed è, pertanto, molto « garantista » e dirigista, volta, com'è, a tipizzare ed a controllare rigidamente tutto.

Vi è un'altra posizione che, almeno in alcune formulazioni, è di tipo opposto alla precedente, presentandosi come liberista ad oltranza. Forse, è una posizione che risente dei vari *bangs* che sono avvenuti nel mondo; secondo essa, la CONSOB dovrebbe limitarsi al controllo di trasparenza.

La posizione della CONSOB mi sembra ancora diversa, cioè di tipo anglosassone, nel senso che prevede un'ipotesi liberistica, pur senza deroghe ai controlli necessari.

La mia prima domanda è se questa operazione sia corretta. La domanda successiva – e direttamente collegata con la prima – è se vi siano tendenze o possibilità di una convergenza operativa delle tre posizioni testé richiamate, visto che, se non si trova un accordo, le istituzioni che le incarnano rischiano di restare ferme.

Ho l'impressione che vi sia anche un certo equivoco in alcune posizioni, nonché qualche preoccupazione forse eccessiva.

Una certa preoccupazione mi ha assalito allorquando ho udito il presidente Piga parlare di tutela del contraente debole. La tutela del contraente debole è, ovviamente, necessaria: ma fin dove essa va portata? Certo, non si deve arrivare all'ipotesi del « prestatore di ultima istanza » applicata a qualsiasi tipo di attività! Abbiamo assistito anche a pressioni in Parlamento per risolvere casi nei quali la tutela del contraente debole non sembrava – a dire il vero – necessaria.

Si tratta, comunque, di un elemento estremamente delicato, perché la posizione della CONSOB può apparire, da questo punto di vista, non più di tipo anglosassone, ma di tipo dirigistico, nel senso che tenderebbe a tutelare il contraente debole sino al punto di controllare il singolo investimento fatto dall'intermediario. Questo mi pare allora un punto che deve essere chiarito molto bene.

Il presidente Piga ha parlato di conflitto di interessi. A me sembra che questo sia il problema vero, che delimita il campo delle attività. Tuttavia, in tale questione vi è pur sempre una « zona di confine », in cui non si sa bene come operare. A tale proposito, chiederei dei chiarimenti, ovviamente se l'elaborazione, fatta dalla CONSOB di questi problemi, è arrivata ad esplicitare sino in fondo la questione.

Vorrei sapere dove devono essere diretti i controlli ed in che cosa essi consistono. Il presidente Piga ha detto che sono controlli preventivi. Però sono anche controlli *in itinere*. Dunque, dal punto di vista delle garanzie patrimoniali, che cosa bisogna fare? In realtà, le garanzie patrimoniali richieste agli istituti di credito dalla Banca d'Italia sono una cosa; quelle che possono interessare sul mercato mobiliare sono, probabilmente, diverse, perché non si riferiscono tanto al contenuto patrimoniale dell'attività, quanto alla correttezza delle regole da seguire.

Se si chiarissero bene tali aspetti, forse si potrebbe andare più facilmente verso una posizione comune delle varie istituzioni.

Un'altra questione riguarda la polemica in corso tra agenti di cambio e banche sull'ammissione in borsa. Vorrei ascoltare la valutazione che ne dà il presidente Piga, perché è chiaro che, adesso, il rapporto tra banca e cliente, per quanto riguarda la compravendita di valori mobiliari, è intrinsecamente conflittuale; però non è detto che il rapporto tra agenti di cambio e clienti sia privo di ambiguità. Infatti, nel nostro paese, l'agente di cambio non sempre è un *broker* puro; spesso assume posizioni proprie. Pertanto, la critica mossa recentemente dagli agenti di cambio alle banche si può ritorcere facilmente.

PRESIDENTE. Però la legge sugli agenti di cambio lo vieta.

FRANCO PIRO. Questo è il problema! Tanto che ho anche presentato una proposta di legge in materia ...

VINCENZO VISCO. Occorre sapere come si possa arrivare ad una soluzione, tenuto conto del fatto che l'interesse prioritario è di arrivare ad una formazione di prezzi che sia vera, cioè di mercato (e non mi pare che adesso la formazione dei prezzi sia così tranquillizzante).

Mi ha colpito il riferimento del presidente Piga al « mercato senza leggi ». Pertanto, gli chiedo se tale sua affermazione implichi anche la valutazione che il nostro mercato sia solo parzialmente affidabile (e, in questo momento, forse addirittura manipolabile), in quanto reso pericoloso dall'assenza di leggi.

Abbiamo discusso, anche nel corso di altre audizioni, dei rapporti che possono intercorrere tra banca ed industria e tra banca ed assicurazioni. Nell'ambito di tale discorso, ho sollevato la questione del rapporto tra gruppi industriali e fondi mobiliari, perché è noto che alcuni gruppi industriali possiedono fondi comuni.

Naturalmente, vi sono garanzie di legge sul possesso di azioni da parte di tali gruppi. Ma da una ricerca, che ho commissionato proprio per un riscontro, è risultato chiaramente che i fondi in questione possiedono quote delle società di gruppo nettamente superiori a quelle medie detenute dagli altri fondi. Ciò può non essere motivo di preoccupazione rilevante fino a quando i limiti di legge siano rispettati (anche se resta da chiarire se quei limiti siano sufficienti come garanzia). Si pone, però, un'altra questione, su cui la CONSOB ha, forse, informazioni. Chiedo se siano in possesso della CONSOB informazioni su quale sia il comportamento di tali fondi nel momento in cui vi siano operazioni riguardanti società di gruppo. Si pensa di introdurre una procedura che porti a qualche verifica?

La CONSOB, inoltre, ritiene utile o no un'ulteriore tipizzazione degli strumenti finanziari? A me sembra molto convincente la posizione espressa dal direttore generale del tesoro, che, in fondo, si può creare una figura residuale di società finanziaria che possa gestire promiscuamente tutte queste nuove attività. Il problema è molto importante e la mia sensazione – anzi, più che una sensazione è un dato di fatto, – è che tutte queste richieste di tipizzazione abbiano dietro di sé non solo una giusta esigenza di articolazione diversa del mercato, che però si può anche trovare nei fatti, ma spesso motivazioni di carattere fiscale. Abbiamo visto quanto lo strumento fiscale possa essere importante per la vita o la morte degli strumenti finanziari. Personalmente, non mi interessano strumenti finanziari che non siano in grado di reggersi sulle proprie gambe. Ma nel momento in cui la CONSOB parla dell'intermediario da controllare e da gestire, come si atteggia rispetto a questo problema?

FRANCO PIGA, presidente della CONSOB. Desidero dare innanzitutto un chiarimento generale sui tre modelli cui è stato fatto riferimento.

Noi non propendiamo per quello di tipo tedesco, anche se è un modello che sta esercitando una grande influenza. Esso ha la caratteristica di essere un modello organizzatorio molto interessante, quello introdotto dopo la « grande crisi ». A Francoforte abbiamo avuto l'occasione di confrontarci con alcuni operatori del settore, i quali hanno rilevato come, tutto sommato, il nostro sia un mondo più vivo di quello tedesco, caratterizzato da una massiccia presenza di banche in un sistema cosiddetto di banca universale. Direi che si tratta di un modello organizzativo molto lontano dal nostro che, per quanto riguarda in particolare la borsa, darebbe luogo a problemi irrisolvibili.

Il modello tedesco e quello inglese rappresentano due estremi cui non possiamo ispirarci direttamente.

Come lei ha detto, la CONSOB si muove su un modello liberista, che tende però a non deflettere su alcuni controlli che sono essenziali affinché la società libera si sviluppi secondo regole di correttezza.

In questo contesto si pone il problema della borsa, che è in questo momento molto delicato. Non v'è dubbio che nella corsa al rialzo degli anni 1985-1986 le strutture di borsa sono state sottoposte ad una prova estremamente impegnativa, alla quale hanno fatto fronte pochi addetti che hanno dato una dimostrazione indiscutibile di efficienza.

Il sistema di banca, invece, che ruota intorno alla borsa, ha dato luogo a delicati problemi per un complesso di ragioni derivanti anche da una storica sottovalutazione dell'intermediazione in titoli fra le attività bancarie.

Qualcosa sta cambiando, ma con grande fatica. Avete svolto un'importante indagine conoscitiva ed avete acquisito l'opinione di tutti gli operatori che concordemente hanno indicato la concentrazione delle negoziazioni in borsa come il problema essenziale da risolvere; ma ciò è stato detto con qualche riserva mentale, mancando cioè di aggiungere « a condizione che ... ». La parte non espressa del

loro discorso costituiva il reale punto da definire, poiché le banche intendevano realizzare tale concentrazione attraverso la loro presenza alle grida, mentre gli agenti di cambio a condizione di essere gli unici a gestire il processo di concentrazione.

Come ci siamo regolati e come ci stiamo regolando?

Abbiamo dapprima sospeso la soluzione di questo problema, decidendo di aspettare i risultati dell'applicazione delle nuove tecnologie in altri paesi. Infatti, se si osserva il funzionamento dei mercati stranieri, ci si accorge che l'impiego della telematica determina modificazioni profonde. Ricordo come a Toronto alcune impiegate temessero la perdita del proprio posto di lavoro a causa delle nuove tecnologie. Questo è un primo aggiornamento del problema, attraverso la tecnica.

Il secondo è quello di favorire un determinato processo volto ad incrementare le garanzie e la sicurezza degli operatori. Questi rivendicano da molto tempo la possibilità di utilizzare la struttura societaria, incontrando, allo stato attuale, tutti quei limiti che il lavoro professionale, il lavoro autonomo ha nella creazione di tali strutture (avvocati, ingegneri, agenti di cambio). Per gli agenti di cambio c'è qualche possibilità di una modificazione del precedente orientamento da parte del Ministero di grazia e giustizia, in quanto ci si rende conto che la struttura societaria, diffusa ovunque nel mondo, può rappresentare una soluzione. Questo tema, che non riguarda direttamente i rapporti tra banche ed agenti di cambio, ma si riferisce all'impiego della struttura societaria, pone un interrogativo. Una volta che sia consentita l'adozione della struttura societaria per gli agenti di cambio, si giustifica egualmente la riserva posta, oppure tale struttura e la personalità giuridica che comporta possono aprire la strada per la presenza in borsa, tra gli operatori alle grida, di nuovi soggetti? Naturalmente, ciò deve avvenire a determinate condizioni, in quanto, per operare

alle grida, occorrono garanzie di professionalità e di imparzialità, almeno per le attività di pura mediazione.

Di qui è nata l'idea di studiare lo statuto speciale di una società che possa conciliare gli interessi degli agenti di cambio e delle banche. Aggiungo che tra non molto avrò con le delegazioni dei rappresentanti delle banche e degli agenti di cambio un incontro al quale parteciperanno alcuni esperti, docenti di diritto commerciale.

VINCENZO VISCO. Si tratterebbe di un broker puro?

FRANCO PIGA, *presidente della CONSOB*. Sì, perché non siamo ancora pronti per passare al *dealer*. Ciò richiederebbe una modificazione legislativa. Il presidente, inoltre, giustamente ricordava come lo statuto preveda per gli agenti di cambio la figura del mediatore ufficiale, ma le leggi del 1913 sono in larga parte non applicate nella realtà. E qui torna il discorso dell'onorevole Piro, che ci aveva fortemente impegnato, sulla incompatibilità, risoltosi con un trasferimento del pacchetto di controllo del fondo ...

FRANCO PIRO. Come risolto?

FRANCO PIGA, *presidente della CONSOB*. È stato risolto in termini di fatto, non certo di diritto. Che poi vi sia tutta una serie di equivoci, per quanto riguarda il discorso della tutela del contraente debole, è sicuramente vero, e l'intervista a Marchetti ha cercato proprio di chiarirli. Non intendiamo esercitare mai controlli di merito e porci un problema di tutela del consumatore. Ciò avviene secondo tecniche e regole oggettive, che consistono nel non dare ingresso a pratiche illecite e nel controllo sulla suggestività dell'informazione. Ciò ha una certa importanza in quanto contribuisce allo sviluppo di un meccanismo di autodifesa. Il contraente debole, per noi, è colui il quale può non essere consapevole di fatti rilevanti ai fini della formazione della volontà; può essere il destinatario di una informazione sugge-

stiva, talvolta dolosa, e quindi tale da indurre in errore. È qualcosa che abbiamo aggiunto alla concezione originaria della mera trasparenza, intorno alla quale stiamo operando però con cautela, cercando veramente di non dare adito al dubbio che stiamo facendo interventi di merito preventivi.

Per quanto riguarda la fase successiva, il discorso è diverso. Non è immaginabile che ad un controllo preventivo di trasparenza, inteso in senso anglosassone, attraverso una marcata e responsabile presenza dell'organo pubblico, non segua la fase successiva della raccolta del risparmio e della gestione delle somme raccolte. Altrimenti, il controllo si risolverebbe nella mera dichiarazione di un fatto vero in un certo momento storico e attestato da un documento (il prospetto) sulla cui base si è autorizzati ad operare nel tempo. Nel momento dello svolgimento dell'operazione si può invece rappresentare una situazione non vera. Se le attività successive divergono da quanto dichiarato inizialmente, ci si deve affidare solo al meccanismo della denuncia penale da parte del risparmiatore, oppure abbiano possibilità di intervento? Non credo vi sia una struttura pubblica, in qualunque paese del mondo, che sia chiamata ad assolvere un compito, così limitato. Anche gli organi chiamati ad esercitare un'attività di mera registrazione hanno un margine di verifica, e noi pensiamo di dover esercitare quest'attività di controllo anche in tempi successivi. Da ciò deriva la necessità di organizzare un servizio ispettivo analogamente agli efficienti servizi ispettivi che esistono nelle esperienze anglo-americane. Tale servizio, coordinato dal direttore generale, avrà sede a Milano e si occuperà di controlli successivi in forma ispettiva. Per questo motivo, il discorso del personale sta diventando urgente: ci occorrono almeno altre 50 unità in relazione a esigenze nuove. Il nostro lavoro è cresciuto proprio in questa direzione del controllo.

La polemica fra gli agenti di cambio e le banche è stata per noi occasione per

l'approfondimento dei problemi. Abbiamo cercato di vedere se sia possibile trovare un punto d'incontro. A questo punto è possibile rispondere alla domanda sulla trasparenza dei prezzi. Noi ci poniamo in un'ottica di sviluppo del mercato, non di conservazione; l'efficienza e l'impegno che mettiamo sulle strutture sono indirizzati in una logica di espansione, non di contenimento. Utilizzando anche le esperienze negative di altri paesi, noi riteniamo che il mercato, complessivamente, possa crescere in progressione geometrica. In tal modo, anche le banche possono essere chiamate a rispettare esigenze di trasparenza. Quando le banche hanno giustamente sottolineato la necessità di un mercato efficiente noi abbiamo risposto che proprio per questo motivo prevediamo la trattazione continua dei titoli. In effetti, la « continua » pone le banche in condizioni di essere controllate sui prezzi, nel senso che vi saranno più prezzi, e ciò costituirà un incentivo a ricorrere al mercato, mentre, in caso contrario, potrebbero sussistere profili di responsabilità di fronte ad una attività non trasparente.

Il secondo passaggio è rappresentato dalla concentrazione, meglio definibile come processo. Le banche dicono che la domanda è loro e ci chiedono come fare a portare questa domanda sul mercato senza verificare e controllare le tariffe; ciò, chiaramente, può avvenire solo nella misura in cui avanza il processo di trattazione continua, nella misura in cui ci si convince che occorre maggiore trasparenza della quantità e dei prezzi. Insomma, per esemplificare, se dal video si vedono a quanto si trattano le Generali, qual è la quantità, qual è il prezzo, alle ore 11, alle ore 12 e via di seguito, il processo di concentrazione avrà una forte accelerazione.

In questa prospettiva stiamo lavorando, pur tra grandi difficoltà. Questo nostro tentativo di riforma procede quindi nella coesistenza della trattazione alle grida e di nuove forme, quelle proprie del circuito proposte e del mercato unico nazionale. Ciò comporta un periodo transitorio di adeguamento e di trasfor-

mazione che consenta di rispettare situazioni ed interessi costituiti, in quanto meritevoli di essere tutelati, senza precludere le possibilità di sviluppo.

Il discorso sui fondi comuni è molto difficile, è necessario approfondirlo collegialmente in modo documentato; per esempio, i fondi non acquistano azioni di società non quotate, mentre fra queste ve ne sono moltissime sulle quali si potrebbe investire. Non si tratta di un problema semplice; certamente, il voto dei fondi assicura una certa stabilità al normale andamento della vita della società, mentre non consentire il voto ai fondi esporrebbe queste società a pericoli. Ma ripeto che si tratta di un discorso complesso. Vi è un fenomeno evolutivo, nella vita societaria, che porta alla concentrazione del potere e probabilmente è possibile che i fondi in singoli atti possano, anche inavvertitamente, diventare strumento di politiche di potere, ed allora si dovranno introdurre garanzie specifiche su questo argomento.

Vi è poi il problema delle figure residuali. A questo proposito Sarcinelli ha ragione, ma devo sottolineare che si deve trattare di figure residuali: quindi, dove c'è una tipicità sociale, deve esserci una tipicità giuridica. Vi può anche essere la possibilità che una figura tipica svolga attività non tipica, ma ciò rappresenta qualcosa di diverso dalla tipizzazione. A questo punto è evidente la necessità di regole chiare. Il caso delle fiduciarie, ad esempio, non rappresenta una materia, ma una figura che deve essere tipizzata poiché nella situazione attuale ha una tipizzazione sociale ed una giuridica divergenti.

Deve essere quanto meno corretta la tipicità giuridica ed una eventuale area residuale deve essere sottoposta alle regole generali di controllo.

La CONSOB, inoltre, non ha mai accolto la tesi secondo la quale le commissionarie debbano essere solo *brokers* o solo *dealers*. Non abbiamo assunto tali posizioni, siamo consapevoli che nell'evoluzione delle borse vi è un passaggio dalle tra dizionali figure di « brokerag-

gio » alle figure riconducibili al mandato; ecco perché il formatore del prezzo, nei mercati anglosassoni dove si negoziano molti titoli, svolge un ruolo importante. Il mandatario senza rappresentanza alimenta la negoziazione partecipando al rischio che deriva dall'acquisto in un momento di rallentamento ed alla rivendita in un momento di vivacità. Occorre poi evidenziare che in un mercato non ampio, come quello italiano vi possono essere notevoli pericoli che potrebbero influenzare negativamente le attività di borsa, allontanando gli operatori dal mercato. Per questi motivi, non siamo a favore di soluzioni schematiche e rigide dei problemi.

Il discorso sugli agenti di cambio diventa un discorso di Commissione (e quindi non più solo mio); c'è una tendenza secondo la quale bisognerebbe accentuare la figura dell'agente di cambio come mediatore e prevedere interventi repressivi là dove fino ad ora vi sono stati sconfinamenti ed abusi.

Accade che, quando gli sconfinamenti e gli abusi non sono repressi nel momento in cui si manifestano (è il caso nel quale noi ci troviamo), si creano differenziazioni rilevanti di posizioni e di tendenze, per cui può accadere che le persone che sono meno mediatori ufficiali sono anche quelle che contano di più nelle politiche associative. Non è facile per noi, in un momento nel quale siamo impegnati nella riforma del mercato e avvertiamo la necessità di poter contare sulla collaborazione delle varie categorie, assumere atteggiamenti rigorosi di repressione o di mutamento di politiche antiche e molto diffuse.

Se si ammettesse la possibilità di costituire delle società lasciando coesistere l'imprenditore individuale con l'operatore societario per un certo periodo di tempo (a questo proposito è sempre opportuno porre norme transitorie), anche quel discorso diventerebbe più facile, perché favorirebbe l'affermazione dell'altro, pur essendo importante, relativo ai fondi collettivi di garanzia. Occorre anche conside-

rare che nel mondo queste materie sono in larga parte auto-disciplinate. Il costume italiano di intervenire in questi argomenti deve avere dei limiti. La funzione della CONSOB a tale proposito è più che altro di assecondare la formazione di un ordinamento.

PRESIDENTE. Vorrei porre anch'io qualche domanda al presidente della CONSOB.

Premetto che ho molto apprezzato la sua relazione, sia per la impostazione che per i tentativi di differenziare, nell'ambito del mercato mobiliare, le due aree del mercato bancario e di quello finanziario e le relative diverse esigenze di tutela. Mi è parso estremamente interessante anche il tentativo di enucleare una serie di funzioni di controllo, al di là di quello di trasparenza, legislativamente originario, nel senso che è il primo ad essere stato introdotto nel mercato finanziario con la legge n. 77 del 1983.

A tale proposito, vorrei esprimere anche qualche dubbio interpretativo su queste categorie. Ad esempio, il presidente Piga propone l'introduzione di un controllo preventivo. Suppongo che si tratti di un controllo preventivo sui soggetti. Quando egli ha parlato di un'autorizzazione, penso che si trattasse dell'autorizzazione alla costituzione dell'intermediario, una storia di ammissione all'esercizio dell'attività, per usare una formula impropria, secondo criteri di pura legittimità e non di discrezionalità. Ciò mi parrebbe accettabile, salvo, naturalmente, ad esaminare i criteri dell'autorizzazione. Quando questi controlli vengono definiti di stabilità, ciò mi lascia invece perplesso. Si vuol dire che il soggetto deve essere dotato di un capitale iniziale di un certo ammontare, oppure che si passa a forme di controllo « prudenziale », sul tipo di quelle che ha introdotto la Banca d'Italia? Per quanto riguarda i controlli di stabilità, ci vogliamo incamminare nel tentativo di assicurare da rischi sulle singole operazioni gli investitori? A me sembra che agli investitori verrebbe for-

nita una falsa sicurezza, e mi pare, dunque, che la formula del controllo di stabilità, per lo meno nel nome, non sia felice.

FRANCO PIGA. *presidente della CONSOB.* Non è un controllo da parte nostra, è un controllo esterno...

PRESIDENTE. Ciò può far pensare che la CONSOB (o, se si preferisce, il legislatore) si proponga di garantire qualcosa che non credo sia possibile garantire, posto che le operazioni sul mercato finanziario sono per definizione più rischiose di quelle del sistema creditizio, perlomeno per il modo in cui da noi sono organizzati i due sistemi. Il mercato finanziario è rivolto a un pubblico che vuole rischiare e deve sapere che rischia (questo è importante!), e non credo che nessuno possa assicurare alle operazioni di rischio un esito favorevole.

Il presidente Piga ha parlato di un controllo di correttezza (questo è, anzi, uno dei punti più interessanti del suo intervento) soprattutto in riferimento a una serie di conflitti di interessi, di cui una esemplificazione – forse la più pregnante – è stata fatta dal collega Visco, quando ha parlato di certe ipotesi di operazioni compiute dalle società di gestione di fondi per investimenti mobiliari. La linea di passare attraverso la valorizzazione delle regole civilistiche è sottile e pericolosa. È una linea che in verità la CONSOB già segue da tempo. L'eliminazione dell'atipico, di cui parlava il presidente, passa effettivamente attraverso una sorta di controllo implicito di legittimità, secondo il ragionamento che scorgevo anche in una relazione, tenuta in un altro convegno, dal presidente Piga, nel senso che, ad esempio, si deve trattare di interessi meritevoli di tutela, cioè che il negozio giuridico atipico secondo il codice civile debba essere meritevole di tutela. A questo punto, la CONSOB giudicherebbe della meritevolezza di tutela dei negozi giuridici, degli atipici. In tal caso, giudicherebbe anche delle innovazioni e po-

trebbe stabilire quali di esse siano meritevoli di tutela e quali altre no.

A me pare che questa sia una strada estremamente pericolosa. Noi dobbiamo garantire la possibilità dell'innovazione finanziaria e non credo che possiamo stabilire che un organo amministrativo, per quanto autorevole, abbia la potestà di stabilire quali innovazioni finanziarie siano meritevoli di tutela, quali no.

Tutto il discorso circa l'effettuazione, da parte della CONSOB, di quello che viene definito il controllo implicito di legittimità, sia pure delle norme del codice civile e in genere di diritto civile, è un discorso pericoloso *de iure condendo*, anche se dubito che, attualmente, sia coperto dalla normativa vigente. È facile richiamare le norme sulla buona fede e sulla correttezza, che pure sono contenute nel codice civile, ma che sono di più difficile e discussa interpretazione. Vogliamo, attraverso l'applicazione delle norme del codice civile che richiamano norme extragiuridiche, sociali, quali quelle sulla buona fede e sulla correttezza, attribuire a un organo dell'amministrazione la possibilità di stabilire quali pratiche siano corrette e quali no? A me ciò pare uno sviluppo ulteriore di quello che definisco controllo di legittimità, che a mio avviso è il più rischioso. Forse la mia è una visione estremamente garantistica, che corrisponde alla mia estrazione di giurista di diritto privato.

Mi interesserebbe, invece, in relazione ad un altro tipo di controllo, sapere se e fino a che punto il presidente Piga pensa che ci si potrebbe inoltrare. Si è parlato del controllo di trasparenza, cioè del controllo di completezza e chiarezza delle informazioni; vi deve essere, però, anche un minimo controllo di veridicità. So che questo è un problema di cui il presidente Piga si è occupato: in quale misura e fin dove ci si può inoltrare?

La mia opinione è che, nel caso in cui la dichiarazioni, i prospetti o le documentazioni siano dubbie, si potrebbe chiedere nuovi, ulteriori chiarimenti. Non voglio dire che la CONSOB, attraverso il con-

trollo di veridicità, dovrebbe assumere la paternità delle dichiarazioni o della veridicità delle stesse; in altri termini, la CONSOB non dovrebbe convalidare queste informazioni, perché ciò significherebbe dare quella falsa garanzia agli investitori, di cui parlavo dianzi. Si potrebbe pensare, però, di porvi mano e di inoltrarsi verso dosi crescenti di veridicità, obbligando i soggetti in questo senso.

In fondo, quando intervenne un'iniziativa giudiziaria da parte del giudice istruttore del tribunale di Milano, per quanto riguardava l'Istituto fiduciario lombardo (sia pure posta in termini di diritto penale), ci si avviò verso una certa soluzione della questione: se, sussistendo oscurità o dubbi per le informazioni recate da un prospetto, fosse doveroso chiedere ulteriori elementi di informazione al pubblico.

Questo mi sembra un punto interessante, che forse la CONSOB potrebbe sperimentare (e che magari sta già, in qualche caso, sperimentando), perché rientrebbe tra i suoi doveri sperimentarlo.

Ciò premesso, desidero porre tre brevi domande che riguardano argomenti diversi.

Per quanto riguarda le società e gli enti di gestione fiduciaria, fu emanato un decreto-legge - che, per questa parte, non fu poi convertito in legge -, il quale prevedeva l'attribuzione di poteri di controllo alla CONSOB e, in relazione a questi, anche un aumento di personale per quest'organo.

Personalmente ero favorevole a tale normativa, che volgeva anche a declinare la funzione degli enti di gestione fiduciaria. Per altro, tale parte di quel decreto-legge cadde già al Senato, prima ancora di giungere a questo ramo del Parlamento; né si sarebbe potuto ripristinarla, perché in tal modo il decreto-legge sarebbe decaduto nella sua interezza.

Vorrei sapere se il presidente della CONSOB è favorevole a tale normativa, che è un'indicazione, sia pure embrionale, di disciplina transitoria.

Ho letto anch'io di questo adoperarsi della CONSOB per contemperare le esigenze delle banche e degli agenti di cambio. Lo considero un fatto meritorio, anche se dubito - data la radicale contrapposizione degli interessi - che la CONSOB potrà ottenere un buon esito. Magari sarebbe interessante se le prossime trattative si svolgessero sotto gli occhi della stampa, come si sta svolgendo questa nostra attività oggi, piuttosto che attraverso le versioni rilasciate sui giornali, fuori dalla porta, dai vari partecipanti alle trattative medesime! Forse, una contrapposizione sotto gli occhi dei giornalisti sarebbe più proficua e costringerebbe tutti a non edulcorare, sempre fuori dalla porta, posizioni che sono dure e rigide quando si è dentro la sala delle trattative.

La maggior parte della disciplina degli agenti di cambio è rigida, di natura legislativa; pertanto, la riforma dei poteri degli agenti di cambio deve passare, poi, attraverso una riforma legislativa. Evidentemente, la CONSOB cerca un avvicinamento delle posizioni per poi proporre eventualmente al Parlamento ipotesi di soluzione...

Mi domando se le due pratiche (o quanto meno una), che furono poste in discussione nella relazione finale della precedente indagine conoscitiva, proprio sulla CONSOB, potrebbero essere prese in considerazione dalla CONSOB medesima.

Ricordo che in quella relazione - che fu approvata all'unanimità da questa Commissione - noi, esaminando i dati statistici secondo i quali solo una percentuale - che qualcuno diceva essere del 10 per cento, qualcun altro del 20 per cento - dei titoli azionari passava attraverso la contrattazione di borsa, rilevammo come la prassi fosse quella di una compensazione interna alle banche e che solo ciò che fosse rimasto dopo tale duplice serie di compensazioni passasse attraverso la borsa.

Dunque, mi domando (e le domando, professor Piga): non potrebbe la CONSOB cominciare con il limitare tali possibilità di compensazione (non foss'altro

che cominciando dalla compensazione tra banche)? O, invece, l'ostacolo è dato dal fatto che la CONSOB ritiene di non poter operare in questo campo, che sarebbe riservato alla vigilanza della Banca d'Italia? Questo sarebbe uno di quei campi nei quali, forse, il problema del coordinamento diventerebbe vivo (se si trattasse di un problema di coordinamento).

Si potrebbe seguire il ragionamento per cui, qualora il cliente della banca dia l'ordine di comprare in borsa, si debba comprare in borsa e non si possa fornire il titolo attraverso una compensazione interna e meno che mai attraverso una compensazione esterna.

Ciò sarebbe, fra l'altro, funzionalmente utile, perché darebbe maggiore significatività alla quotazione di borsa e perché la funzione sarebbe certamente conforme a quella della CONSOB.

La mia ultima domanda riguarda il problema del coordinamento. A me è parso che lei, presidente Piga, stesse per dirci qualche cosa sulla bontà o meno del coordinamento attuato - o non attuato - dalla legge n. 77 per quanto riguarda i fondi di investimento mobiliare; o, per lo meno, mi è parso - ma poi tale discorso è stato abbandonato - che lei accennasse al fatto che quella fosse una soluzione giustificata nella misura in cui ci si riferisse alla posizione della CONSOB quale era all'epoca in cui la legge fu approvata e, soprattutto, nell'epoca precedente (perché, evidentemente, ogni legge si riferisce ad una situazione di qualche tempo anteriore alla sua entrata in vigore).

Ciò vuole significare che quella soluzione potrebbe, per lo meno astrattamente, essere rimessa in discussione?

La cosa è, secondo me, importante non tanto in sé, quanto per il fatto che vi è un tentativo di esemplare tutto l'ordinamento del mercato finanziario sulla base dei primi dieci articoli della legge n. 77, in relazione alla disciplina dei fondi di investimento mobiliari.

Vorrei che, ora, esplicitasse dunque questo punto della sua trattazione.

FRANCO PIGA, *presidente della CONSOB*. Mi dispiace di non essere stato chiaro. Se il presidente Minervini infatti avanza dubbi sull'interpretazione del modo del nostro approccio alla « dottrina del prospetto », vuol dire che non siamo stati chiari.

Però possono esservi dei conflitti di scuola.

PRESIDENTE. Può darsi che vi sia stato qualche equivoco...

FRANCO PIGA, *presidente della CONSOB*. Vi è una visione volontaristica dell'interpretazione del negozio giuridico; e vi è una concezione oggettivistica di tale interpretazione.

Di ciò ho tenuto conto già quando ero appena agli inizi, studiavo queste norme e conoscevo meno questa materia. Infatti, nei miei stessi scritti si nota una progressiva « privatizzazione » dell'esposizione. In un primo momento, infatti, osservo le cose da un angolo visuale più pubblicistico, mentre successivamente, spinto dall'esperienza, sono giunto a guardarle da un angolo visuale più civilistico.

A questo riguardo, non mi è mai venuto in mente di attribuire alla CONSOB un controllo sull'interesse meritevole di tutela, perché la CONSOB verifica se l'ordinamento consideri quell'interesse meritevole di tutela, senza aggiungere nulla.

Sarebbe profondamente errato immaginare che una operazione di nuovo tipo trovi una difficoltà di ingresso sul mercato a causa di una valutazione di merito su quello che la CONSOB reputa essere nell'interesse o meno dell'ordinamento!

Questo è un giudizio espresso non da noi, ma dallo stesso ordinamento. Noi ci muoviamo veramente con estrema cautela a questo riguardo, e limitiamo sostanzialmente i nostri interventi ai fini della non approvazione solo ai casi di frode.

Il concetto di correttezza trova nella veridicità un suo punto importante. Veridico e vero sono due concetti diversi, ma deve essere chiaro che se trovassimo, in

quanto enunciato da un prospetto (destinato anche a piccoli risparmiatori) elementi che con i nostri mezzi possiamo *prima facie* considerare non rispondenti al vero, dovremmo svolgere un ruolo di filtro. Questa è la prima fase per costruire una posizione non dico di legittimità (che tradisce una provenienza diversa), ma di liceità.

Spesso mi trovo a discutere con i miei collaboratori – affrontiamo sempre collegialmente tali questioni – in ordine ad eventuali illiceità delle clausole contrattuali, a casi di contrarietà a norme imperative. Nelle sedi contenziose, tali valutazioni spettano ai giudici. Ma è proprio vero che solo ai giudici compete questo tipo di valutazione civilistica, escludendosi da tale funzione organi che hanno compiti decisori? È vero: si tratta di un diritto tutto da costruire. Ma il controllo sui casi di frode, sul tentativo di portare a compimento attività illecite spetta a noi, prima che ai giudici. Se non si interviene, magari in omaggio a principi di libertà, può darsi che si faccia maturare un certo grado di autocontrollo: ma a quale prezzo!

La nostra attività si rivolge non direttamente ai risparmiatori, ma agli operatori, ai quali si raccomanda, per esempio, di elaborare il prospetto in modo che esso sia più rispondente a quelle esigenze, difficilissime da valutare, che sono di buona fede, avendo la correttezza proprio questo significato.

Ma ciò che veramente rileva non è tanto la buona fede di chi propone l'operazione, quanto che tale proposta non possa indurre in errore il contraente incolpevole e di buona fede. Si tratta di questioni estremamente difficili – per le quali vi è tutto il nostro impegno – e che non sono solo nostre, ma di tutto il mondo (ed infatti, al convegno di Rio de Janeiro, su questi problemi, parteciperanno 51 paesi). È importante che la Commissione consideri che non esistono solo organizzazioni e ordinamenti di cooperazione tra le banche centrali; esistono anche organismi di cooperazione tra le commissioni di controllo dei mercati mo-

biliari. Vi è in proposito una grande esperienza canadese, oltre quella della SEC. Ed anche in Australia ed in Francia tale strada è stata a questo riguardo intrapresa con decisione, mentre il Belgio sta appena iniziando. Noi stiamo svolgendo proprio il ruolo di « sistematizzatori » e, al prossimo congresso internazionale, riferiamo sul tema del prospetto e dei controlli su di esso. È un tema che è stato assegnato all'Italia, che ci dà la possibilità di portare avanti le nostre idee. A tal riguardo, per meglio svolgere il tema, formeremo una delegazione composta anche da docenti di diritto commerciale, essendo il tema da svolgere molto impegnativo.

Infine, per quanto riguarda la materia delle società fiduciarie e degli enti di gestione, essa è senza regolamentazione. Si tratta di una materia da disciplinare con legge delegata (sarebbe di difficilissima disciplina con un normale disegno di legge) e riguardo alla quale dobbiamo cogliere la possibilità di intervenire. Noi ci riconoscevamo nel testo del Governo e d'altronde il Parlamento non ne ha riconosciuto il merito, avendo solamente negato gli estremi dell'urgenza.

Se un auspicio in questa sede è possibile fare, è che si vada avanti con la massima rapidità. Mi risulta che vi è una commissione di studio su questo tema, che s'incontrerà con noi prossimamente per proseguire poi con celerità.

Per quanto riguarda gli agenti di cambio e le banche, sono il primo a dubitare – ma devo fare il mio dovere e lo farò fino in fondo – che le posizioni siano conciliabili. Auspico che tutti potremo fare qualcosa per farle avvicinare, confidando nel fatto che le posizioni si avvicinano quando il futuro si presenta incerto e denso di pericoli.

PRESIDENTE. E per quanto riguarda il problema delle compensazioni tra le banche?

FRANCO PIGA, presidente della CONSOB. Vi è una larga parte di negoziazioni fuori del mercato ufficiale che è consentita.

Che poteri abbiamo di intervenire nei confronti delle banche che si rivolgono alla borsa per i soli saldi? Siamo un organo pubblico e dobbiamo avere un fondamento nella legge per il nostro intervento. Quando si tratta di approfondire alcuni di questi problemi, noi intenzionalmente li inseriamo in colloqui volti a realizzare degli accordi; per spingere, ad esempio, le banche ad un incontro con gli agenti di cambio, potremmo adoperare uno strumento di questo tipo, legato al discorso svolto dianzi sulla borsa continua.

Una borsa continua rende discutibile un procedimento che fa riferimento ad un prezzo di listino e responsabilizza certe posizioni. Infatti, abbiamo un sistema bancario a rilevanza pubblicistica, per alcuni aspetti, e quindi il dovere di adempiere alle indicazioni del cliente si colora di responsabilità particolari. Questa è una prima spinta.

Quando invece ci si interroga sull'attuale comportamento delle banche sul mercato di borsa, il discorso può assumere rilevanza anzitutto sotto il profilo della trasparenza, e si dovrà tener conto della prospettiva aperta dall'emendamento Minervini al disegno di legge che, più in generale, riguarda la trasparenza bancaria. Ma questo è un problema più generale. Che poteri abbiamo noi di intervenire? Potremmo dire che si deve assicurare un giusto prezzo da portare poi sul mercato. Siamo poi proprio sicuri che il mercato oggi dia certe garanzie? Che le contrattazioni avvengano fuori borsa è impensabile in America o in Australia, ma qui la contrattazione sul mercato è di assoluta trasparenza e vi sono strumenti che la garantiscono.

PRESIDENTE. Quando solo il 10 per cento va in borsa, questo è già uno degli elementi di inquinamento del mercato borsistico...

FRANCO PIGA, presidente della CONSOB. Non è proprio il 10 per cento, ma forse il 50 per cento.

VINCENZO VISCO. I titoli di Stato stanno quasi tutti fuori...

FRANCO PIGA, presidente della CONSOB. Sì. Rispondere all'ultima domanda è molto difficile per me; io sono tenuto ad osservare le leggi vigenti, anche se posso non condividerle pienamente. Non credo che la legge n. 77 rappresenti una soluzione definitiva, che renda impossibile uno sviluppo dei discorsi fatti finora; è necessaria una integrazione normativa, che sia rispettosa della legge n. 77, ma che ci riservi maggiori competenze.

ANTONIO BELLOCCHIO. Vorrei sapere se lei ritiene adeguato l'attuale assetto istituzionale e conseguentemente la struttura organizzativa della CONSOB; lei ha già detto che ha richiesto altre cinquanta unità per soddisfare le esigenze della Commissione.

Le chiedo questo perché noi assistiamo a fenomeni che danneggiano i cittadini: ad esempio, il problema delle azioni di risparmio gravate di sovrapprezzi esagerati; l'emissione di nuove azioni sottoscritte e pagate dai risparmiatori, di cui questi dispongono solo dopo diversi mesi; versamenti contributivi da parte degli agenti di borsa, grazie ad una furbesca interpretazione delle leggi vigenti, di due lire al mese per contratti di decine di miliardi. Vorrei sapere da lei se la CONSOB è in grado di impedire queste distorsioni, oppure se ha bisogno di rivendicare nuovi poteri per impedire che i risparmiatori finiscano vittime di questi abusi.

A prescindere dalla possibilità o meno di una riforma della legge bancaria, che includa i nuovi intermediari, lei ritiene, presidente Piga, che la disciplina di questi intermediari debba essere tipizzata per categorie o no?

Alcuni studiosi si interrogano sulla possibilità di creare due borse, una per le società di capitale ed una per quelle di persone, poiché siamo di fronte ad un ambiente che si fa più concorrenziale ed in cui si ritiene che solo aziende patrimo-

nializzate possano approfittare dello sviluppo di un mercato di rischio; vorrei sapere qual è la sua opinione in merito a questa possibilità di creare due borse.

Un'altra domanda che desidero porle riguarda la conclusa vicenda dell'*Europrogramme* con la soluzione Bocchi.

Infine, un'altra domanda, che la ha posto il collega Sarti, riguarda la situazione delle Generali; pongo questa domanda sotto un duplice profilo: vi è la possibilità di acquisto delle Generali da parte di un imprenditore ed esiste invece la possibilità - come viene denunciato in una interrogazione parlamentare - per cui le Generali avrebbero venduto nel 1982 queste azioni falsificate, almeno così pare. Oggi vi sarebbe una società svizzera, la Sasega, che vorrebbe cambiare i vecchi titoli delle Generali per l'ammontare di circa 300 miliardi di lire. Io le chiedo se la CONSOB stia prendendo iniziative per impedire ciò che viene denunciato in un atto ufficiale del Parlamento: lei ne è informato?

FRANCO PIGA, presidente della CONSOB. Per quanto riguarda l'ultima domanda debbo fare una precisazione: le informazioni che si sono diffuse in questi ultimi giorni riguardano l'acquisto di azioni false o che potrebbero essere false ed una causa pendente presso vari tribunali europei per il risarcimento dei danni da parte di un venditore di un contratto relativo ad azioni false; queste dovrebbero essere precedenti al 1982 perché, mi pare, la conversione del titolo delle Generali è avvenuta nel 1981.

ANTONIO BELLOCCHIO. Le posso mostrare l'interrogazione presentata da un deputato del MSI-destra nazionale.

FRANCO PIGA, presidente della CONSOB. Io le ho dato questa informazione perché è quella che mi risulta in questo momento.

Per quanto riguarda le azioni di risparmio, non abbiamo possibilità di intervento, trattandosi di materia disciplinata per legge; quanto al problema, delicatissimo, del sovrapprezzo, già evidente

nel momento in cui la capitalizzazione di borsa non aveva raggiunto questi livelli, è certo un fatto innegabile: che l'azione di risparmio, spesso gravata da un eccessivo sovrapprezzo, ha dato luogo a molteplici problemi. Sempre a questo riguardo, devo dire però che il primo giudice è stato il mercato, ed infatti non a caso il problema del sovrapprezzo è stato evidenziato da coloro che avevano ampiamente utilizzato le azioni di risparmio, i quali si sono accorti che questo titolo, a certe condizioni, non viene gradito pienamente dal mercato.

Nell'ultimo periodo si è registrato un processo di segno opposto verso una rivalutazione dell'azione di risparmio.

Debbo ricordare che le attività di controllo in questa materia sono state stabilite dal Parlamento, il controllo di merito non esiste; il controllo sull'aumento di capitale è svolto dalla Banca d'Italia e dal Ministero del tesoro, la proposta proviene dalla Banca d'Italia ed al ministro spetta l'autorizzazione; ma, ripeto, non esiste controllo di merito.

Per quanto concerne una nuova disciplina delle azioni di risparmio, tesa a difendere il principio originario della consistente remunerazione per chi si avvale di questo strumento, non bisogna dimenticare che anche a tale proposito una decisione definitiva spetta al Parlamento. Francamente, non saprei dire altro, se non che le azioni di risparmio riguardano una sperimentazione relativamente recente, perché prima esistevano come istituto giuridico, ma non venivano praticamente utilizzate; sarebbe una vera occasione mancata, se il mercato non potesse avvalersi delle potenzialità che hanno, evitando le possibili distorsioni.

Debbo dire che effettivamente sussiste una certa tendenza a ipotizzare due mercati nel « ristretto », prevedendo cioè un mercato delle banche popolari come « ristretto » A e di altri titoli come « ristretto » B. Si tratta di una proposta molto discussa in questi ultimi tempi e che ha un buon fondamento, poiché le banche popolari hanno esigenze proprie nella negoziazione: il fatto che il « ri-

stretto » sia diventato fundamentalmente un mercato di titoli bancari rappresenta infatti un grosso ostacolo allo sviluppo dello stesso mercato. Si tratta pertanto di una questione all'analisi di un comitato di giuristi, che sta studiando la possibilità di svincolare la negoziabilità del titolo dal vincolo sull'azione. Una volta che potesse realizzarsi un sistema di circolazione attraverso la negoziazione delle azioni delle « popolari » indipendentemente dalla clausola di gradimento, ciò rappresenterebbe una soluzione che potrebbe favorire la domanda di questi titoli, tanto più che nella prassi già avvengono fenomeni di questo genere.

Per quanto riguarda la vicenda « *Euro-programme* » abbiamo già avuto incontri con il signor Bocchi. Non so se il procedimento avrà ulteriori sviluppi, prima degli adempimenti previsti dalla legge per l'aumento di capitale. Si tratta comunque della fase iniziale della presa di contatto fra gli organi.

Per quanto riguarda le Generali, le ho già risposto.

Certamente, se ci dovessero essere acquisti (o essercene stati) superiori al 2 per cento, noi dovremmo esserne informati. Ad oggi, anzi fino a ieri, non è però giunta alcuna comunicazione.

GIACOMO ROSINI. Presidente Piga, intanto mi consenta un ringraziamento, che non vuol essere formalistico, a proposito dell'inciso che lei ha fatto sulle sanzioni. A mio modesto parere, il Parlamento pecca di poca fantasia, non sa immaginare altro che sanzioni penali, mentre, ad esempio, in occasione dell'approvazione di alcuni provvedimenti, in questa Commissione io avevo reclamato, senza successo, di cambiare la natura delle sanzioni. A proposito di consigli di amministrazioni e collegi sindacali, anch'io sono dell'avviso che valga di più prevedere la decadenza, che non prescrivere o prevedere i sei mesi di carcere, che poi non si applicano.

Vengo comunque alla mia domanda. Io ho colto in tempi abbastanza recenti prese di posizione non singole e anche

assai autorevoli per le persone che le esprimevano, sullo sviluppo eccessivo che il mercato finanziario avrebbe avuto recentemente in Italia, relativamente al sistema economico nazionale e alla forza dell'economia reale del paese. Tali prese di posizione, in buona misura, volevano significare un messaggio al Parlamento per interventi, se non di tipo repressivo, almeno frenante, nella misura in cui il Parlamento si pone il problema di un aggiornamento della nostra legislazione in materia di credito, di risparmio e sul mercato finanziario in genere. Comprendo che questa è una domanda di tipo generale, se vogliamo, essenzialmente politica, ma le chiedo se lei si sente di esprimere una valutazione sul rapporto che ci può essere in Italia oggi fra lo sviluppo del mercato finanziario e la forza dell'economia reale del paese. Siamo effettivamente di fronte a qualche cosa che può rischiare la patologia, o invece è uno sviluppo che è ancora sui binari della fisiologia, per cui sarebbe addirittura bene che ciò avvenga, per consentire ulteriori sviluppi del sistema economico nazionale?

FRANCO PIGA, *presidente della CONSOB*. Proprio nel convegno di Siena, che ho prima ricordato, il direttore della Comunità economica europea ha posto l'attenzione sullo stesso problema che lei segnala, riguardo al divario fra la grande espansione e le strutture e attrezzature finanziarie; l'Italia è il quinto paese industriale del mondo, ma è il sedicesimo paese in fatto di strutture finanziarie. Mi pare felice l'espressione adoperata da Arcuti recentemente: « Siamo agli inizi degli anni Cinquanta ». Stiamo, cioè, vivendo una fase di rapido sviluppo, anche pressati e spinti da scadenze internazionali e comunitarie molto importanti. Per quanto riguarda un ulteriore progresso, tutti dobbiamo cercare di fare il meglio possibile, tutti dobbiamo fare il nostro dovere. D'altra parte, nonostante questo sia un mondo relativamente nuovo per il nostro paese, io sarei ottimista sulle prospettive di sviluppo, decisamente ottimista.

GIACOMO ROSINI. È quello che volevo sentir dire...

PRESIDENTE. Poiché non ci sono altri colleghi che intendono rivolgere domande al presidente della CONSOB, l'audizione è conclusa.

Ringrazio vivamente il presidente Piga, non solo per il carattere esaustivo e di altissimo livello della sua relazione,

ma anche per le risposte che ha dato alle nostre domande, mai elusive e reticenti. Questo è un aspetto che va senza dubbio sottolineato, oltre che, ovviamente, quello relativo alla qualità delle risposte.

La seduta termina alle 18,50.