

11

SEDUTA DI MARTEDÌ 31 MAGGIO 1988

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE NINO CRISTOFORI

INDI

DEL VICEPRESIDENTE GEROLAMO PELLICANÒ

PAGINA BIANCA

La seduta comincia alle 16,15.

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

Audizione del presidente della CONSOB, professor Franco Piga.

PRESIDENTE. Avverto che, in assenza di obiezioni, la pubblicità dei lavori della Commissione sarà assicurata anche mediante ripresa con impianto audiovisivo a circuito chiuso, stante la richiesta presentata dal presidente del gruppo federalista europeo.

SERGIO COLONI. Non capisco come i rappresentanti di tale gruppo, che non sono presenti, possano presentare tale richiesta, alla quale nella sostanza non sono contrario.

PRESIDENTE. La richiesta del presidente del gruppo federalista europeo è stata presentata per iscritto.

SERGIO COLONI. Farò presente la questione formale in ufficio di presidenza.

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca l'audizione del professor Franco Piga, presidente della CONSOB, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sui rapporti tra pubblico e privato nei settori strategici dell'economia nazionale.

Ringraziando il professor Piga per aver aderito all'invito della Commissione, ricordo che siamo giunti alla conclusione dell'indagine conoscitiva, peraltro iniziata da tempo, e siamo in attesa di ascoltare i ministri delle partecipazioni statali e dell'industria.

Ricordo altresì che la Commissione, nell'ambito dell'indagine conoscitiva, ha svolto, sotto la presidenza dell'onorevole Cirino Pomicino, le audizioni del professor Prodi, del professor Reviglio, dell'ingegner De Benedetti, del dottor Romiti, del professor Valiani, del dottor Gardini e del dottor Maccanico, in qualità di presidente di Mediobanca, del professor Reviglio e del professor Prodi.

FRANCO PIGA, Presidente della CONSOB. Ringrazio il presidente e la Commissione per l'occasione che ci offrono di esporre il punto di vista della CONSOB sui problemi intorno ai quali si svolge l'indagine conoscitiva.

Vorrei innanzitutto presentare i miei collaboratori: il dottor Conti, l'avvocato Caponetti, la dottoressa Trazza ed il dottor Zarra, che sono rispettivamente direttore generale, capo dell'ufficio legale, direttrice dell'area società e direttore dell'area borsa, e che potranno eventualmente integrare la mia esposizione.

Abbiamo predisposto una relazione scritta, corredata di molte tabelle, in modo da offrire la possibilità di conoscere il rapporto pubblico-privato nei confronti del mercato, con particolare attenzione alla posizione dell'impresa pubblica e all'evoluzione dei rapporti tra l'impresa pubblica e il mercato, che mi sembra rappresenti l'argomento centrale dell'indagine della Commissione.

Ho letto gli interventi svolti in questa Commissione da parte di coloro i quali sono stati ascoltati, constatando come siano emersi temi che interessano la CONSOB.

Vorrei aggiungere qualche considerazione di carattere generale alla relazione scritta, che è stata distribuita.

A nostro avviso, i problemi vanno posti dal punto di vista del mercato, che è forse il grande assente nello sviluppo italiano. Infatti, il mercato italiano per quanto riguarda la negoziazione di titoli di società industriali è estremamente poco significativo, così come sotto il profilo del numero dei titoli, delle dimensioni e delle quantità negoziate, in riferimento a tutti i prodotti che formano oggetto di negoziazione, non è comparabile ai grandi mercati delle società industriali. Ciò è dovuto a una infinità di ragioni, che i membri della Commissione conoscono fin troppo bene e che, quindi, non ripeterò.

È un fatto che il processo di sviluppo italiano sia passato e passi attraverso il mercato soltanto in forme di non grande rilevanza. Questo porterebbe ad un discorso di ampio respiro sul processo di accumulazione nel nostro paese e sulla nostra storia economica, ma non credo che il mio compito odierno sia quello di affrontare tale discorso. Tuttavia, mi soffermerò su di esso poiché al centro dell'indagine vi è il problema dell'impresa e poiché la Commissione si pone la tematica del rapporto tra impresa e mercato nella prospettiva più ampia del 1992. È indubbiamente questo il contesto nel quale la Commissione ha posto il problema pubblico-privato e mi sembra, sulla scorta delle domande rivolte nel corso delle audizioni, che la Commissione sia partita giustamente dal tema dell'impresa; il discorso del rapporto tra pubblico e privato è il riflesso di un discorso intorno all'impresa, quindi un discorso di regole.

La CONSOB ha più di altri la sensazione che il discorso centrale al riguardo attenga alle regole, come è stato ripetuto continuamente negli interventi svolti dinanzi a questa Commissione. Tale discorso pone l'accento su temi che alla CONSOB sono molto chiari, tanto è vero che vengono riproposti in ogni occasione.

La società italiana è sicuramente molto cresciuta, ma le regole fondamentali dell'impresa sono ancora quelle elaborate in tempi lontani cosicché, quando

si pone il discorso del pubblico e del privato con riferimento all'impresa, ci domandiamo quali siano le norme intorno alle quali si intenda affrontare il tema del rapporto tra il pubblico e il privato avendo come proiezione il mercato.

Negli interventi del professor Prodi e di altri ho constatato come il tema del passaggio, o del volgersi, verso il privato da parte dell'impresa pubblica sia estremamente contenuto per quanto riguarda l'approccio dell'impresa al mercato, e come le privatizzazioni – effettuate nelle varie forme – passino più attraverso istituti contrattuali, processi di fusione o accordi tra imprese, piuttosto che tramite il mercato. In definitiva, il mercato è marginale nell'impostazione di tutto il discorso.

Ho avuto più volte occasione di affermare come manchino regole sull'impresa finanziaria e come in tema di regole del mercato il momento giuridico diventi preminente. È, infatti, difficile immaginare o parlare di regole dell'azione, senza definire il principio giuridico che in qualche modo la disciplini. Ciò comporta una riflessione sui temi all'origine del concetto di mercato.

Il mercato è espressione di una società che sceglie nella libertà di concorrenza e nel diritto privato le sue regole fondamentali. Ora, questo approccio, che in tempi passati era presente in alcune norme del codice civile e perfino del codice di procedura civile in relazione agli enti pubblici economici, in un secondo momento non è stato considerato punto di riferimento valido nella costruzione del tipo di impresa. Si è così accentuato, sin dall'inizio, il dualismo tra pubblico e privato; non si è rivolta l'attenzione, come avrebbe dovuto avvenire, sull'impresa e, successivamente, sul diritto pubblico e sul diritto privato applicato all'impresa.

Nella storia di grandi paesi capitalisti vi sono state leggi, come lo *Sherman Act* negli Stati Uniti, disciplinanti la libertà di concorrenza ed il principio attivo insito nel concetto di libertà economica, che hanno costituito il fondamento dello sviluppo successivo.

La storia di molti paesi dell'Europa continentale e sicuramente dell'Italia è di segno diverso. Nel nostro paese l'approccio a questi temi è avvenuto da un punto di vista statualistico; quindi, la discriminante pubblico-privato ha segnato il momento statale nel pubblico ed il momento imprenditoriale nel privato.

Il tema della contraddizione derivante da questo approccio parve evidente alcuni anni fa allorché si pose il problema di uno statuto comune dell'impresa che, per altro, allora fu posto in relazione a pressanti questioni pratiche riguardanti il sistema degli enti creditizi e la responsabilità degli amministratori delle imprese facenti capo agli enti pubblici gestori di banche. Non di meno resta il problema di dare priorità all'impresa rispetto al tema pubblico-privato. In questo quadro la soluzione « pubblica » appare, nei confronti dell'impresa, come atipica rispetto ad un concetto che dovrebbe gravitare nel campo del diritto privato.

Tutto ciò ha un riflesso immediato sul mercato. Il sistema che fa capo agli enti pubblici o alle società con partecipazione statale ha sul mercato italiano una presenza ridotta, quantificabile in circa il 20 per cento del complesso delle attività, con una quota pari a quella del gruppo FIAT. Quindi, l'intero sistema pubblico è presente sul mercato con dimensioni comparabili a quelle del solo gruppo FIAT.

Ciò pone molti problemi nel senso che lo sviluppo del mercato richiede svolte assai consistenti.

Per avere un'idea di quanto sia segmentata la disciplina attuale nel nostro paese è sufficiente rilevare che, a fronte di un mercato regolato, cioè la borsa, ne esistono molti altri non regolati. Ebbene, il mercato di borsa è talmente regolato nei suoi soggetti e nei suoi oggetti da rendere difficile l'immissione dei prodotti tipici della cosiddetta innovazione finanziaria. Disponiamo di strutture — che devono essere considerate dal punto di vista della legge e non da quello delle esigenze del mercato — che non ci consentono di negoziare *option* e *future* e tutti i prodotti derivanti dall'evoluzione dell'impresa fi-

nanziaria. Allorché ci ponemmo questi problemi con riferimento alle leggi di borsa, a quelle che regolano la raccolta di risparmio in forma atipica e a quelle che riguardano l'offerta al pubblico di valori mobiliari, notammo uno scollegamento tra queste diverse discipline.

Nel momento di più intenso sviluppo del mondo dell'« atipico » e dei certificati immobiliari la nostra legislazione non consentiva di offrire a quei titoli un mercato adatto. Le nostre leggi, infatti, sono legate ad un concetto di prodotto finanziario che non va oltre l'azione o l'obbligazione. Con grande fatica abbiamo ammesso titoli collegati a quelli tradizionali, come le obbligazioni provviste di *warrant* e quelle convertibili, che costituiscono fenomeni di una realtà in movimento, non considerati dal legislatore originario e che, quindi, rappresentano altrettanti ostacoli formali allo sviluppo di un mercato regolato.

Da questo punto di vista l'appuntamento del 1992 costituisce la più grande occasione per un impegno comune a legiferare. Non è, infatti, pensabile che tali fenomeni possano svilupparsi indipendentemente da leggi che ne tratteggino la cornice di riferimento.

Lo scorso anno abbiamo tentato di avvicinare le posizioni in vista di una riforma del mercato, ma nel momento in cui sembrava ci avvicinassimo ad una conclusione sono sopraggiunti fatti nuovi che hanno ritardato l'emergere di una visione di assieme delle regole che devono disciplinare il mercato.

Voglio dire che il discorso del pubblico o del privato dovrebbe essere abbandonato con riferimento all'impresa, perché quando quest'ultima si presenta sul mercato deve essere soggetta alle sue leggi e, in primo luogo, alla regola generale della concorrenza, la quale costituisce anche il primo impatto che incontra il sistema pubblico sul mercato. Nel processo storico di formazione del settore pubblico dell'economia si è assistito ad un progressivo distacco da questa regola generale. L'impresa pubblica è nata per soddisfare esigenze diverse rispetto a

quelle del mercato dal quale, perciò, si è allontanata. Negli ultimi anni molto è cambiato per un complesso di ragioni connesse anche con il forte potenziamento del sistema industriale.

Si è accennato al ritorno dell'impresa, anche di quella pubblica, sul mercato, per cui essa è soggetta ai giudizi di quest'ultimo e, quindi, deve prefiggersi, così come qualsiasi impresa, obiettivi di profitto e deve offrire un investimento conveniente al risparmiatore.

I dati e le statistiche distribuiti forniscono utili indicazioni per comprendere questi fenomeni e danno il senso delle dimensioni della borsa italiana.

La nostra borsa negozia sostanzialmente lo stesso numero di titoli dei tempi di Giovanni Giolitti. Dopo la grande espansione avvenuta circa tre anni fa, attualmente essa attraversa un momento di riflessione e la carenza di adeguamento della normazione e delle strutture a principi comuni a tutto il mercato potrebbe condurre ad un progressivo allontanamento degli operatori verso i mercati esteri. Tanto più se il processo di liberalizzazione dei movimenti di capitale si svolgerà con i ritmi indicati, ancora questa mattina, dal governatore della Banca d'Italia. Di conseguenza, si dovrà immaginare, già dal 1990, una situazione di libertà di investimento che può portare a raccogliere risparmio sui mercati più efficienti.

Le ragioni in base alle quali la modernizzazione dei mercati italiani non si è realizzata sono relativamente marginali, in quanto tutto il mondo ha dovuto affrontare gli stessi problemi e le stesse resistenze che oggi incontriamo nel nostro paese.

In ogni caso, occorre avere presente che la borsa italiana negozia all'incirca il 50 per cento delle contrattazioni relative ai titoli quotati e che da noi non vige il principio della concentrazione delle negoziazioni in borsa dei titoli quotati, un ostacolo questo (per altro denunciato dalla CONSOB) che impedisce la formazione di un grande mercato. A ciò va aggiunta poi la mancanza di una borsa

continua e l'assenza di tecniche telematiche per consentire il collegamento di tutti i mercati tra loro: nei confronti degli altri ci presentiamo, quindi, con obiettivi complessi di inferiorità. Considerate, d'altro canto, che di recente sia la Francia sia la Gran Bretagna hanno riformato notevolmente i propri mercati: addirittura la riforma francese riproduce e riflette in larga parte principi da noi elaborati parecchio tempo fa e trasfusi nel documento consegnato al ministro del tesoro, successivamente trasmesso al Parlamento.

In tale contesto, discutere del rapporto pubblico-privato nei confronti del mercato è francamente anacronistico. Comunque, dalle informazioni contenute nelle note distribuite, potrete ricavare la convinzione dell'esistenza di grandi operazioni, anche se non troverete alcuna indicazione sul piano dell'efficienza, della certezza della formazione dei prezzi, della trasparenza, della possibilità di difendere il mercato italiano dagli altri allorché il processo previsto dall'Atto unico si realizzerà.

La CONSOB è rispettosa delle autonomie tant'è che non sono state introdotte regole di controllo, nei confronti del mercato, tese a realizzare alcuni obiettivi. Infatti, non esistono norme che contemplano condizioni di reciprocità per le imprese aventi statuti disciplinati da ordinamenti diversi, né disposizioni che prevedono l'informazione immediata dell'autorità di controllo su operazioni di acquisizione di consistenti quote di partecipazione al capitale: vige solamente la regola della comunicazione del 2 per cento — che riflette un principio di diritto societario sostanziale — la quale sicuramente non ha un riferimento diretto sul mercato.

Assistiamo a processi di fusione e di concentrazione (attuati in altre nazioni) svolgentisi secondo regole prefissate, ossia quelle delle OPA: attualmente tutta l'Europa è caratterizzata da operazioni di concentrazione soprattutto nel contesto nazionale. Più che accordi tra imprese appartenenti a diversi Stati o acquisizioni di pacchetti di società appartenenti ad

altri paesi, si registra in Europa un processo secondo il quale la grande impresa cerca acquisizioni di altre società nell'ambito del proprio ordinamento, resistendo – attraverso istituti giuridici di antica tradizione – a possibili acquisizioni, da parte italiana, di società o di pacchetti esteri.

Ancora: non possediamo una disciplina degli intermediari finanziari, per cui si avverte una confusione sia per quanto riguarda i soggetti che esercitano attività di intermediazione, sia in relazione alle norme applicabili. Noi stessi, nel disciplinare l'attività fiduciaria o nel considerare il fenomeno delle commissionarie, incontriamo enormi difficoltà per carenza di regole. Di conseguenza, torno al discorso originario riguardante la definizione di regole.

Sul mercato devono operare le imprese e a noi interessa se la proprietà è pubblica, se sono controllate dai poteri pubblici o se hanno una distribuzione del capitale che le assimila alle *public company* degli ordinamenti anglo-americani, ovvero a strutture più concentrate. Sappiamo per certo che la disciplina italiana dell'impresa è una proiezione di quella della proprietà, poiché nasce come espressione o in funzione dinamica rispetto all'istituto statico del diritto di proprietà, è chiaro, quindi, che una struttura proprietaria molto concentrata (che, del resto, è la caratteristica di molte imprese italiane) pone per il mercato delicatissimi problemi nel senso che la circolazione dei pacchetti azionari è resa più difficile; il che, comunque, non rientra nella tradizione italiana, tant'è che non solo si sono registrate pochissime OPA facoltative, ma anche il fenomeno delle « scalate » è relativamente recente. In definitiva, si può affermare che, nel momento in cui si pone il problema del pubblico o del privato in relazione al mercato, le clausole o l'elemento pubblicistico non spiegano alcuna influenza ai fini dei nostri comportamenti.

Con riferimento alla trasparenza, riteniamo che un mercato per essere efficiente debba essere informato: di qui la

nostra battaglia per la diffusione dell'informazione. Tuttavia, l'informazione che circola presuppone l'acquisizione della stessa, e se non si possiedono gli strumenti idonei a tale scopo raramente si riuscirà a divulgarla.

Dobbiamo francamente dire che nei confronti del dovere di informazione al mercato e, quindi, del rispetto del principio della trasparenza, non abbiamo verificato atteggiamenti diversi da parte dell'impresa pubblica o di quella privata: l'uno e l'altro tipo di società nei rapporti con noi si comportano come imprese. Solo che, nella misura in cui svolgiamo un'azione di rappresentazione dei benefici della presenza sul mercato oppure un'azione di stimolo affinché un numero sempre maggiore di aziende del sistema pubblico siano presenti sul mercato, sorgono problemi attinenti alla struttura, ai risultati gestionali ed alle difficoltà in cui, specialmente negli anni passati, si è imbattuta l'impresa pubblica. Nei confronti dell'impresa pubblica registriamo problemi di tipo espulsivo piuttosto che di ammissione, sia perché il flottante di molte società pubbliche si è estremamente ridotto (come quello delle grandi imprese a partecipazione statale, che un tempo avevano una consistente presenza del capitale privato nel capitale sociale), sia perché il processo di crisi che ha investito considerevoli settori del sistema delle partecipazioni statali si presenta in termini contraddittori ed antagonisti alle esigenze del mercato. In sostanza, la partecipazione privata si riduce ad un punto tale che si pone il problema di sospendere le negoziazioni dei titoli per poi cancellarli in difesa del risparmiatore, soprattutto dell'azionista privato esposto all'andamento di eccessivo rialzo e ribasso dei titoli medesimi dovuto a manipolazioni sempre possibili quando il flottante si riduce a dimensioni troppo esigue. È questo il caso della Finsider, della società Condotte d'acqua, e di altre situazioni che sono sotto la nostra sorveglianza.

Cerchiamo di mantenere un certo controllo anche sulle società cosiddette « sospese », in quanto la sospensione non

esclude il controllo e, quindi, fornisce garanzie sul piano dell'informazione. Negli ultimi mesi abbiamo effettuato operazioni di notevole rilievo che interessano il mercato e grandi società del sistema pubblico: mi riferisco alle operazioni nel settore telefonico, in questo momento in fase di avanzata preparazione, ma non ancora definite nei particolari, ed alla recente operazione ENI-Montedison. In relazione a quest'ultima devo sottolineare che il nostro intervento ha finalità di informazione, ma concretandosi nella predisposizione di lettere d'intenti dà la sensazione di un procedimento lungo e complesso che giungerà a compimento in tempi successivi. Tuttavia, anche quando le grandi operazioni interessano gruppi pubblici o privati in tempi molto lunghi le conseguenze sul mercato non tardano ad evidenziarsi. Di qui si rende necessaria la presenza della CONSOB in funzione di vigilanza e di tutela del risparmiatore, che finisce con il realizzarsi in provvedimenti sempre discussi ed oggettivamente in sé discutibili (è il caso della sospensione dei titoli) al fine di prevenire possibili pericoli.

In definitiva, vorrei affermare che grande assente nel nostro sviluppo è il mercato; corriamo quindi il rischio di discriminare l'impresa pubblica o l'impresa privata nei confronti del mercato stesso. Temiamo sinceramente che tali questioni non vengano affrontate nei tempi necessari, anche in relazione alle scadenze poste da impegni internazionali. Abbiamo più volte indicato nel doppio versante della integrazione della disciplina civilistica dell'impresa (per quel che riguarda l'impresa finanziaria non bancaria) e dell'attuazione delle direttive comunitarie i due grandi temi attorno ai quali siamo impegnati.

Per quanto riguarda l'attuazione delle direttive comunitarie (non si distingue tra imprese quotate pubbliche o private), abbiamo assunto una decisione piuttosto audace sulla quale abbiamo molto riflettuto: l'introduzione della direttiva comunitaria sull'informazione nel nostro regolamento di ammissione in borsa. Ossia,

considerato anche il grande ritardo con il quale si procede all'attuazione delle direttive comunitarie, e tenendo conto di alcune modificazioni importanti intervenute per i regolamenti con la giurisprudenza della Corte costituzionale e per i principi generali comuni alle direttive con la giurisprudenza dei giudici ordinari, tendiamo ad introdurre nei nostri atti normativi e nella nostra prassi comportamenti coerenti con i principi contenuti in tali direttive comunitarie. Sul piano dell'ordinamento interno, e puramente civilistico, abbiamo indicato alcune norme essenziali, come quelle della responsabilità degli amministratori, i quali, oltre a mantenere il segreto e la riservatezza nell'interesse della società, hanno l'obbligo di mantenere il segreto nell'interesse del mercato in relazione a deliberazioni alle quali essi abbiano partecipato. Abbiamo poi indicato nella necessità di una normativa sui gruppi e in quella di una modifica od integrazione della normativa comunitaria sulla libertà di concorrenza, aspetti importanti che possono colmare le lacune a monte del nostro sistema, producendo effetti positivi a valle.

Pertanto, il processo costruttivo delle regole giuridiche sull'impresa è da noi ritenuto prioritario rispetto ai problemi del mercato e a quelli dei rapporti tra pubblico e privato, altrimenti il nostro approccio continuerebbe ad essere quello di un secolo fa, ossia una visione dell'ordinamento in cui dominano regole di tipo amministrativo e in cui i principi della libertà del mercato (che si estrinsecano nella creazione dei prodotti, nella libertà delle contrattazioni e nell'ampliamento del numero degli intermediari) rimarrebbero obiettivi non raggiunti. Su questa linea siamo impegnati per cercare di assicurare il miglior funzionamento possibile di un piccolo mercato, anche se i limiti dei nostri interventi sono segnati dalle leggi e sono molto consistenti.

Sinceramente, non potrei aggiungere altro se non una constatazione di segno positivo, ossia che emergono sintomi di movimento in direzione di un nuovo modo di concepire le regole di base della

disciplina dei nostri mercati. Ne abbiamo avuto conferma questa mattina dalle indicazioni contenute nella relazione del governatore della Banca d'Italia, e dal dibattito in corso sui problemi dei rapporti fra assicurazioni, banche e industria; ulteriori sintomi si evincono dalla constatazione delle enormi difficoltà che le nostre imprese – molto agguerrite – si trovano a dover affrontare su tutti i mercati del mondo.

Vorrei anche sottolineare che il sistema delle partecipazioni statali, o il sistema della presenza pubblica, è a volte di ostacolo a talune operazioni sui mercati internazionali. Tanto è vero che, nel quadro delle stesse offerte pubbliche di acquisto (come dimostra il caso, destinato secondo notizie di stampa al successo, dell'acquisizione della Irving da parte della Banca commerciale), sovente ci si scontra con pregiudizi o con la circolazione di informazioni di segno negativo in base alle quali, dietro tali imprese, si nasconderebbe lo Stato. Dal punto di vista della valutazione di mercato lo Stato rappresenta una componente « spuria » che, nella preoccupazione di alcuni – o nella malevolenza di molti – costituisce un elemento di forte ostacolo ad una massiccia presenza dell'ente pubblico, o dell'istituzione che è fondamentale privata, ma si muove secondo regole pubbliche.

Questa mattina nella relazione del governatore della Banca d'Italia vi sono state, anche per quel che riguarda il sistema bancario, notevoli aperture nei confronti della figura societaria, considerata come una delle molte condizioni, comunque una delle condizioni, per poter meglio garantire il profilo imprenditoriale dell'attività bancaria. Anche questo indubbiamente è un segnale, a mio avviso, nel senso che, quando il soggetto pubblico proprietario o controllore di impresa voglia conservarla, fa riferimento a figure giuridiche e forme che sono proprie del diritto privato generale. D'altronde già ai tempi del diritto romano il

diritto privato generale era un diritto dei privati. Il settore presenta attualmente per noi questi problemi.

Nella misura in cui il volgere del sistema dell'impresa pubblica e il suo affacciarsi sul mercato diventerà più pronunciato e si estenderà a più aziende, i problemi dal punto di vista del mercato saranno quelli di assoggettare anche l'impresa pubblica alle stesse regole, alle stesse informazioni e agli stessi giudizi che il mercato dà su tutte le imprese.

PRESIDENZA DEL VICEPRESIDENTE
GEROLAMO PELLICANÒ

LUIGI CASTAGNOLA. Signor presidente, ritengo utile che i nostri interlocutori diano una risposta immediata a ciascuno di coloro che intervengono, per rendere più diretto il rapporto fra la domanda e la risposta.

Per la verità, a mio avviso, la questione pubblico-privato va posta più come questione Stato-mercato, che non come impresa pubblica – impresa privata. Abbiamo ascoltato il professor Piga con grande attenzione e leggeremo la relazione che ci è stata consegnata a proposito delle informazioni che ci verranno fornite anche per quanto riguarda questo aspetto, poiché la più generale questione del rapporto fra Stato e mercato rientra naturalmente nel nostro impegno più complessivo.

Da questo punto di vista non ho esattamente compreso l'ultimo riferimento del professor Piga: mi pare che si trattasse della COMIT. Sarei interessato ad avere una delucidazione, ma debbo osservare che sono state tentate varie OPA negli ultimi mesi e il professor Piga le conosce meglio di me. Mi riferisco a quelle attuate in Belgio e in Francia, a quella tentata negli Stati Uniti dalla Pirelli e a quella relativa alla Irving, in cui c'è di mezzo lo Stato più che negli altri casi. Mi pare di capire che, supponendo che si possa definire mercato il complesso delle reazioni che si sono verificate riguardo alle altre offerte pubbliche, quella

che potrebbe avere un risultato migliore è quest'ultima, mentre le altre non lo hanno avuto.

In definitiva, non ritengo, evidentemente perché mi è sfuggito qualcosa nell'argomentazione, pertinente l'esemplificazione del professor Piga.

La seconda domanda riguarda il ruolo della CONSOB.

Vorrei chiedere al presidente Piga in questa circostanza quali fatti concreti o complessi di fatti significativi, non in termini di teoria in generale, abbiano contraddistinto la positività dell'intervento della CONSOB; vorrei insomma conoscere il più significativo, il più qualificante intervento ed effetto concreto determinato dalla CONSOB, da quando esiste fino ad oggi.

Ho ascoltato con grande attenzione le considerazioni a proposito delle carenze attualmente esistenti, ma non sono riuscito a capire completamente i concetti esposti dal professor Piga: vorrei che mi aiutasse a capire se la carenza di regole, di leggi, di normative, alla quale si è fatto riferimento non solo in questa circostanza, significhi in qualche misura rendere programmatico il ruolo di chi oggi ha la responsabilità della presidenza.

La terza questione riguarda fatti concreti che sono intervenuti nel « mercato »: uso questa espressione fra virgolette, avendo evidentemente una visione non identica e non combaciante rispetto a ciò che ho ascoltato in questa circostanza, nel senso che sono portato a pensare che non sia utile per il mondo attuale una raffigurazione del mercato che corrisponda a quei principati e a quelle repubbliche di cui parlava il Machiavelli e di cui non era utile discorrere, perché non esistevano. Oggi esistono gli oligopoli e naturalmente i comportamenti da essi posti in essere.

Non voglio in questo momento parlare delle diverse opinioni al riguardo, ma voglio riferirmi a due questioni precise.

La prima riguarda l'acquisto della cosiddetta « quota libica » della FIAT.

Tutti conosciamo la successione degli eventi: vi fu una crescita del valore delle

azioni FIAT nei giorni immediatamente precedenti la negoziazione relativa alla « quota libica »; vi fu un acquisto da parte di un consorzio di banche e un prestito di Mediobanca. Questi tre eventi contemporanei e quelli successivi determinarono effetti tali sulla borsa da evidenziare un problema di tutela del risparmio. Occorre considerare a questo riguardo un elemento a me sconosciuto, vale a dire l'interesse che la FIAT paga per il prestito che ha ottenuto da Mediobanca.

Secondo il presidente della CONSOB, in quel momento si doveva intervenire, più di quanto non sia avvenuto, a tutela del risparmio, non solo per il complesso di eventi e di effetti che si sono determinati, ma anche per le ripercussioni successive: questo è dipeso dal fatto che non ci sono regole sufficienti per intervenire?

L'ultima domanda riguarda la vicenda Montedison, a cui il professor Piga ha fatto riferimento, per quel che riguarda lo scambio delle lettere di intenti. Personalmente considero in maniera meno categorica, rispetto a quanto leggo sui giornali, il tipo di vincolo rappresentato dallo scambio delle lettere di intenti. Purtroppo non è prevista un'audizione dei presidenti dell'IRI e della Montedison nei prossimi giorni, ma la domanda che mi pongo è se si siano messi d'accordo o meno sui prezzi dei titoli: a me pare che non si siano messi d'accordo. Vorrei capire se si verificano condizioni tali per cui l'evoluzione della vicenda Montedison viene gestita da Mediobanca, con un apporto più o meno grande, attraverso un'assistenza nei riguardi del presidente della Montedison. In relazione a ciò, infatti, si compiono operazioni su cui il mercato si è espresso nei modi che sappiamo e di cui hanno dato notizia i giornali.

Ritiene possibile immaginare che Mediobanca possa continuare a svolgere una funzione « tricipite » e contemporaneamente possa operare positivamente sull'evoluzione del rapporto fra il mercato borsistico e operatori del livello di quelli di cui in questo momento stiamo parlando?

Non può determinarsi a questo punto un'alterazione molto più grave di tutte le altre funzioni alle quali ci si è riferiti? Anche in questo caso si tratta soltanto di una insufficienza di regole o di qualcos'altro?

FRANCO PIGA, *Presidente della CONSOB*. Per quel che riguarda la domanda sull'iniziativa più significativa assunta dalla CONSOB, vorrei sottolineare l'importanza della disciplina societaria. Mentre generalmente viene posta preminente attenzione ai fatti di borsa, la nostra attività è per il 70 per cento circa dedicata alle strutture ed agli ordinamenti societari. A questo riguardo la CONSOB ha portato avanti un discorso di trasparenza, di informazione societaria e di consolidamento dei bilanci, inimmaginabile ancora dieci anni fa. Abbiamo, oggi, la soddisfazione di vedere che nelle assemblee di società gli azionisti ascoltano la lettura da parte del presidente di una richiesta della CONSOB relativa all'informazione assembleare.

Lei, onorevole Castagnola, è molto più giovane di me, quindi non ricorda i dibattiti di circa trent'anni fa in materia di ordinamento societario. Allora, si riteneva di perseguire l'obiettivo della tutela delle minoranze incentrando l'attenzione sull'assemblea e sulla circolazione delle informazioni; su questi problemi sono stati compiuti passi enormi, anche con il consenso degli operatori del settore, nella consapevolezza comune dei vantaggi che derivano dal far progredire un ordinamento verso livelli più elevati.

Per quanto riguarda il diritto societario abbiamo escluso, nel mondo dell'« atipico », alcune forme scorrette di raccolta del risparmio. Per primi abbiamo introdotto regole nel settore delle fiduciarie ed abbiamo cercato di ricondurre l'« atipico » a certe figure previste dalla normativa attuale affermando il principio che non tutto ciò che non è vietato è consentito; vi sono, infatti, molte situazioni non vietate che non possono ritenersi meritevoli di tutela.

Quindi, dal punto di vista dell'ordinamento societario mi è difficile richiamare alla mente un episodio particolarmente significativo perché tutta la nostra attività è stata caratterizzata da un costante impegno a realizzare gli obiettivi di cui ho parlato.

Se dovessi affrontare il tema del mercato le dovrei dire con tutta sincerità che solo con la legge n. 281 del 1985 si è avuto un impatto fra il mondo della tutela dell'interesse societario e le esigenze di tutela dell'interesse del mercato. Di queste realtà la legge n. 216 del 1974 considerava soprattutto la prima, cioè l'ordinamento societario.

In circa due anni sono stati compiuti notevoli passi avanti e vorrei illustrare le tappe più significative di questo processo.

Sul piano dell'informazione vorrei ricordare il *modus operandi* – che l'ordinamento attuale non considera, ma che noi riteniamo ammissibile – attraverso raccomandazioni o inviti. Si tratta di atti emanati nella nostra responsabilità, che si aggiungono a quelli tipici la cui emanazione costituisce nostro preciso dovere. La raccomandazione di dare informazione al mercato sulle delibere del consiglio di amministrazione – che ci è costata molta fatica ed è giunta al termine di un confronto anche con la Camera dei deputati ed il Senato – credo rappresenti un punto di riferimento valido per tutti gli ordinamenti.

Vorrei sottolineare l'importanza della relazione semestrale di cui in genere non si parla o si parla pochissimo, ma nella quale abbiamo inserito una quantità di informazioni che, credo, pochi ordinamenti hanno. Tale innovazione è stata introdotta perché le Camere, impegnate a dare esecuzione alla direttiva comunitaria relativa al bilancio semestrale, non riuscirono, per ragioni connesse con la vicenda politica italiana, ad approvare la nuova normativa. La legge poi approvata affidò alla CONSOB il compito di integrare le norme del codice civile sull'informazione societaria e, di conseguenza, abbiamo introdotto le relazioni semestrali.

Pertanto, se dovessi dire quali siano state le iniziative più significative assunte dalla CONSOB sull'attività di borsa, indicherei, innanzitutto, il processo di riforma del mercato che rappresenta, come ci viene riconosciuto in tutto il mondo, un contributo assai importante alla conoscenza ed alla soluzione di tali problemi.

Abbiamo predisposto a tal fine un documento che è stato consegnato al Governo e che è a disposizione della Commissione.

Vorrei sottolineare un ulteriore aspetto relativo al fatto che la crescita della necessità dell'informazione al mercato è dovuta ad una prassi che la CONSOB sta formando con i suoi atti. Lei, onorevole Castagnola, potrà dire che in questo processo sono stati commessi errori...

LUIGI CASTAGNOLA. Non l'ho ancora detto.

FRANCO PIGA, *Presidente della CONSOB*. Comunque, in conclusione, vorrei dire che disponiamo di un ordinamento sufficiente ad esercitare le funzioni che il Parlamento ha ritenuto di affidare alla CONSOB. Pertanto, da parte nostra, non vi è la richiesta di una integrazione di poteri; vi sarebbe, invece, una richiesta in tal senso qualora il Parlamento ritenesse di affidare alla CONSOB funzioni ulteriori. In questa direzione abbiamo indicato nell'obbligo di comunicare entro 48 ore alla CONSOB gli acquisti di azioni superiori al 5 per cento del capitale, la norma essenziale per conoscere gli andamenti del mercato. Per parte nostra abbiamo introdotto l'obbligo della comunicazione degli acquisti *infra-gruppo* superiori al 2 per cento. Tale norma è stata introdotta dopo un confronto con tutti gli interessati ed ha fornito risultati positivi consentendo di seguire delle operazioni che, al limite, avrebbero potuto nascondere manipolazioni.

Se le leggi della Repubblica dovessero attribuire ulteriori poteri alla CONSOB – per esempio in relazione alla concentrazione in borsa dei titoli quotati, all'obbligo di fornire informazioni sui programmi che gli « scalatori » intendono

realizzare, alla disciplina delle offerte pubbliche per assicurare parità di trattamento e completezza di informazione – saremo in grado di farvi fronte.

Per quanto riguarda la vicenda FIAT, lei ricorderà che avvenne in un momento di forte espansione della domanda di acquisto di titoli che determinò un livello straordinariamente alto delle loro quotazioni. Si trattava di un fenomeno mondiale al quale l'Italia, con ritardo, si stava adeguando.

La CONSOB non ha poteri di intervento sul processo di incremento del livello dei valori di borsa, né ritengo che un organo di controllo possa intervenire sul merito delle operazioni: siamo, esclusivamente, garanti dell'informazione e della trasparenza.

L'operazione è stata impostata, come altre del resto, forse dal più prestigioso – naturalmente nel settore in cui opera – istituto bancario italiano ed è stata condotta attraverso il concorso di banche estere, attraverso impegni assunti dalla maggior parte del sistema bancario e finanziario internazionale. Per parte nostra, oltre a prestare attenzione, abbiamo effettuato confronti, richiesto informazioni e chiarimenti, esaminato ogni aspetto della situazione (poiché, com'è naturale, a volte sorgono al nostro interno problemi di interpretazione di potere): è indubbio, comunque, che abbiamo svolto il nostro dovere.

GIOVANNI CARRUS. Desidero ringraziare il presidente Piga per la relazione svolta che, per certi versi, rappresenta un elemento di novità: finora, infatti, la Commissione ha ascoltato i rappresentanti delle aziende a partecipazione statale e delle imprese private, mentre con l'incontro odierno abbiamo acquisito talune considerazioni di carattere generale, in condizioni di imparzialità, che certamente saranno presenti – e preziose – in sede di elaborazione del documento conclusivo.

Ho ritenuto opportuno e doveroso darle atto di questo, poiché l'indagine che stiamo conducendo non riguarda solamente i rapporti tra pubblico e privato,

ma è rivolta anche al buon funzionamento dei due settori nei loro reciproci rapporti.

Ciò premesso vorrei rivolgerle taluni quesiti. Dal punto di vista del sistema delle partecipazioni statali, ritiene che nell'ambito del diritto privato si configuri la necessità di introdurre regole formali oppure di imposizioni di comportamenti da ricondurre al sistema medesimo? Mi spiego: posto che le partecipazioni statali non risultano composte disomogeneamente da numerose società per azioni, ma al contrario sono un insieme formato da molti altri sottoinsiemi in cui l'ente di coordinamento o l'ente pubblico ha una propria identità, secondo lei, rispetto a questa realtà imprenditoriale, vi sono comportamenti pratici (e, quindi, indirizzi) o integrazioni legislative da assumere? Per esempio, le *holding* pubbliche debbono essere regolamentate oppure si reputa sufficiente il diritto comune? Esistono limiti per gli scambi all'interno di una singola azienda a partecipazione statale che possono essere indicati come comportamenti?

Nel corso dell'indagine conoscitiva sui rapporti tra pubblico e privato è spesso emerso il problema dell'impresa bancaria nel nostro paese. Come ha ricordato il governatore della Banca d'Italia nel corso dell'assemblea di questa mattina, due terzi dell'attività bancaria vengono esercitati da enti pubblici o da società private, la cui proprietà però è pubblica. Sotto questo profilo si avverte la necessità nel nostro ordinamento di integrazioni o modifiche, al di là del fatto che l'unica « anomalia » rispetto al diritto comune è rappresentata dall'esenzione da determinate procedure coatte? Dal punto di vista del diritto societario, secondo il giudizio e l'esperienza acquisita dal presidente della CONSOB, la privatizzazione, l'introduzione di nuovi titoli quali le azioni di risparmio - senza poteri societari - nonché la separazione tra ente pubblico ed impresa che esercita il credito e raccoglie il risparmio sono aspetti che vanno affermati?

Infine, riesce difficile non pensare ad un adeguamento minimo delle norme esistenti in vista della scadenza del 1992, anche se, per molti versi, questa costituisce soltanto una pura convenzione semantica posto che in realtà avremmo dovuto muoverci qualche tempo fa. Qual è il sistema minimo di regole che il legislatore dovrebbe introdurre affinché il nostro piccolo mercato sia efficiente quanto la media dei mercati europei? A tal fine, credo possa predisporre un « prontuario » delle disposizioni da adottare perché, ripeto, il nostro piccolo mercato borsistico si adegui alla media dell'efficienza europea. Sarebbe estremamente utile per i lavori della Commissione se il presidente della CONSOB ci fornisse tali indicazioni.

FRANCO PIGA, *Presidente della CONSOB*. Devo dire che i comportamenti pratici delle partecipazioni statali nei rapporti con noi sono assolutamente coerenti agli atteggiamenti assunti dalle imprese. Naturalmente, quando si guarda alle partecipazioni statali ed al mercato occorre avere presente l'ordinamento che le regola, il quale, pur essendo improntato all'autonomia, risente dell'alto potere di direzione esercitato dal Governo. Di conseguenza, il problema principale rispetto alle partecipazioni statali è rappresentato dalla fissazione del discrimine tra intervento dello Stato ed attività di impresa, ed è ovvio che a noi interessa quest'ultima, non l'intervento statale.

Il discorso delle *holding* pubbliche si riallaccia a temi quali la riforma, gli ordinamenti, le società: abbiamo numerose commissioni di indagine, l'ultima è stata costituita da Ferrari Aggradi, ma non va dimenticata la commissione Varrone e in tempi lontani anch'io lavorai in tale direzione. Posto che molte questioni passate sono state superate dal corso degli eventi, oggi si evidenzia una tendenza, una ricerca, un bisogno del *management*, dell'imprenditoria ad essere competitivi, efficienti, soggetti al metro di giudizio con il quale vengono valutate le attività di im-

presa, il che costituisce un aspetto estremamente positivo per lo sviluppo del nostro paese.

Con riferimento alla situazione bancaria, ricordo che questa mattina il governatore della Banca d'Italia ha fatto una serie di importanti affermazioni, accennando tra l'altro alla possibilità di acquisizione di partecipazioni nei settori industriali. Si avverte che qualcosa si sta muovendo.

GIOVANNI CARRUS. C'è la banca mista che aleggia.

FRANCO PIGA, *Presidente della CONSOB*. No, come voi rammenterete, l'anno scorso Cingano ed Arcuti si scontrarono, in occasione di un convegno del Monte dei Paschi, rappresentando due posizioni nettamente antagoniste.

Oggi, comunque, si registrano alcuni fatti nuovi: mi riferisco alla direttiva comunitaria che prevede gruppi di cui facciano parte banche, compagnie di assicurazione ed imprese, così come all'apertura della banca verso l'impresa ed alla struttura di società per azioni prospettata per le banche. Non si tratta di privatizzazione; anzi, mi pare che il governatore della Banca d'Italia abbia tenuto a sottolineare, forse anche per evitare un equivoco che potrebbe facilmente diffondersi, che la struttura societaria comporta cessione della proprietà. Per di più mi sembra di aver colto una netta riaffermazione della presenza pubblica nel sistema delle banche cosiddette pubbliche.

Per quanto concerne l'adeguamento delle regole, vorrei dire che noi rappresentiamo la punta più avanzata di uno schieramento che cerca di innovare, sia pure con enorme fatica. Infatti, creare regole per un mercato che non si conosce è difficilissimo, soprattutto se le si vuole coerenti ai sistemi storico-giuridici e politici che si sono formati in modo diverso dal nostro; così come è ardua e incontra enormi resistenze la trasposizione meccanica nel nostro ordinamento di istituti e principi sorti in altri ordinamenti.

A nostro avviso, le leggi atte a regolare taluni mercati non sono così diverse da quelle comuni ad altri mercati. Poiché un mercato è costituito da prodotti, da soggetti che operano al suo interno e da regole che fissano il modo in cui si negoziano i prodotti da parte degli intermediari, occorre mutare tutti e tre gli aspetti.

Innanzitutto occorre modificare le regole del mercato, visto che vogliamo inserire la borsa telematica, la borsa continua e la concentrazione in borsa. Dobbiamo poi rinnovare il sistema degli intermediari in quanto risulta eccessivamente corporativo e ristretto: a tale proposito, il Governo ha presentato al Senato un provvedimento che secondo la dichiarazione del ministro del tesoro segna l'avvio di un processo molto complesso e vasto di riforma del mercato. Infine, va rivisto il problema dei prodotti. Situazioni negative si sono verificate in conseguenza dell'attuale concezione rigida e ristretta del mercato e del crearsi di mercati non ufficiali o non regolati, nei quali si svolgono contrattazioni che magari tendono ad espellere le operazioni del mercato regolato, perché « la moneta cattiva scaccia quella buona ».

Pertanto, occorre riesaminare il mercato, nelle sue regole organizzative, strutturali e funzionali, ed i suoi prodotti, dato che non possiamo pensare di rimanere fermi alla legge del 1913. Del resto, in un sistema caratterizzato dalla tipicità, se avessimo sostenuto l'esame di diritto commerciale venti anni or sono ed avessimo affermato che i titoli di credito di massa sono negoziabili all'ordine, ci avrebbero bocciati. Il mondo cambia: ora abbiamo una tale gamma di prodotti finanziari, che si esprimono in documenti ed in titoli circolanti, che occorre dotarsi di un mercato adeguato e di un efficace sistema di controlli. Si tratta di un lavoro colossale di costruzione dell'ordinamento, ma si rende assolutamente necessario un mercato efficiente ed informato che possa quanto meno trattenere con-

trattazioni che altrimenti defluirebbero verso altri mercati che negozino gli stessi nostri titoli.

ANDREA SERGIO GARAVINI. Nel corso di questa indagine abbiamo ascoltato con estremo interesse le opinioni dei nostri interlocutori su argomenti assolutamente rispettabili, anche se personalmente avrei alcune obiezioni da avanzare a proposito dell'« ideologia » dell'impresa che il dottor Piga ci ha esposto. Ciò che comunque ci interessa maggiormente è il riscontro fra il ruolo specifico che le varie istituzioni private e pubbliche consultate svolgono ed il problema del rapporto tra pubblico e privato. Nel caso della CONSOB la risposta del dottor Piga è ampia e significativa, ma vi è un punto che rimane ancora oscuro. Lei ha ragione quando afferma che il nostro mercato finanziario è un « piccolo mercato » e che il suo limite è indicato dalle 220 società quotate in borsa a Milano. Tuttavia, questa mattina il governatore della Banca d'Italia ha citato le situazioni finanziarie di 400 imprese, quasi il doppio di quelle quotate in borsa. Anche all'interno di un mercato così « piccolo », e con i limiti di ordinamento legislativo e di regole che lei ha indicato, in questi ultimi anni si è avuta una grande trasformazione nella situazione finanziaria del paese. Ricordo un'analisi della Banca d'Italia, relativa alle situazioni finanziarie delle famiglie italiane, da cui risulta che il trasferimento del risparmio familiare dai depositi bancari ai titoli privati di ogni genere (titoli, obbligazioni, fondi comuni) è stato imponentissimo. Se non erro, in riferimento al 1986, tale quota è pari a più di 200 mila miliardi, mentre le banche hanno depositi di altro ordine ed i titoli pubblici per le famiglie ammontano a circa 300 mila miliardi. Pertanto, il canale di finanziamento al sistema delle imprese di tutti i vari tipi di prodotti finanziari cui lei ha fatto riferimento ha funzionato egregiamente come « pompa aspirante » di risparmio delle famiglie. Ciò crea una contraddizione tra il limite quantitativo delle imprese presenti in

borsa, il limite di regole entro cui si opera e la massa finanziaria che, attraverso il filtro rappresentato da questo doppio limite, è defluita. Tale situazione ha già determinato una diversa dislocazione tra le banche, in quanto raccogliatrici del risparmio, e la destinazione ad altro titolo dei risparmi stessi.

Ho inteso sottolineare tale aspetto perché all'interno del problema delle regole, che è quello di fondo nel quale deve muoversi la CONSOB, non vi sono soltanto le questioni aperte relative al rapporto fra le imprese e la loro trasparenza di gestione, ma si pongono almeno altre due questioni. La prima attiene ad un quesito che le rivolgo come legislatore: come può essere superato il limite quantitativo del mercato borsistico, anche per dare un carattere di trasparenza e di regolarità (intendendo con questo termine il rispetto di norme e di regole) a tutta la massa di risparmio che è andata in quel canale e che, in qualche modo, deve pur essere tenuta nella debita considerazione dalla mano pubblica?

In altri termini, come può essere estesa la partecipazione delle imprese nel mercato? Occorre prestare attenzione, perché questo è un problema di fondo che riguarda anche le imprese, nel senso che, per un insieme di aziende non dico piccole, ma medie, l'accesso al finanziamento non attraverso il sistema bancario è molto importante, come è molto importante sfuggire alle « forche caudine » degli alti tassi di interesse del sistema bancario.

Il secondo punto che mi sembra importante è relativo ai modi in cui si può offrire, in termini reali e trasparenti, anche all'opinione pubblica e non soltanto agli addetti ai lavori, una qualche garanzia ai risparmiatori che si rivolgono a quel tipo di mercato.

La questione è molto importante perché, quando il 95 per cento dei risparmi delle famiglie si indirizzava verso i titoli di Stato o le banche, vi era un alto livello di garanzia: poiché ora un quarto del risparmio delle famiglie si rivolge a titoli finanziari di altro genere, diciamo

pure privati, tale quota di risparmio è formalmente a rischio. Siamo di fronte a un fenomeno che interessa centinaia di migliaia di miliardi e determina una rigidità, oltre che del debito pubblico, anche di quello che può essere considerato una sorta di debito privato. In quest'ottica come si garantisce meglio il risparmiatore? Il professor Piga faceva riferimento a una maggiore informazione, tale da formare le opinioni in maniera più incisiva e significativa.

Abbiamo letto il rapporto semestrale. Nella mia lunga esperienza di sindacalista ho ascoltato molte relazioni di imprese in applicazione della cosiddetta prima parte del contratto: leggendo tale rapporto semestrale, ho avuto l'impressione di leggere una di quelle relazioni che nella gestione delle imprese lasciano straordinariamente libere le mani, non avendo un vero carattere di impegnativo riferimento a ciò che succede nelle imprese stesse.

In relazione al primo e al secondo punto, l'interrogativo che dobbiamo rivolgere alla CONSOB è molto importante per noi: se non abbiamo indicazioni da chi sta dentro, è difficile legiferare in una materia così complessa e difficile dal punto di vista tecnico. Noi prospettiamo esigenze, ma abbiamo bisogno di un supporto tecnico che ci consenta di legiferare con competenza e autorità.

FRANCO PIGA, *Presidente della CONSOB*. I problemi sono legati e indubbiamente l'onorevole Garavini nel suo discorso ha collegato i concetti. I dati sono alquanto diversi, nel senso che 200 mila miliardi rappresentano la capitalizzazione totale di borsa nel 1986, mentre oggi tale valore è pari a 140 mila miliardi.

La stima degli interventi delle famiglie in questo settore è di 40-50 mila miliardi, rispetto ai 700-800 mila miliardi del totale del risparmio delle famiglie: siamo certamente ad uno dei livelli più bassi del mondo in questa prospettiva.

Si può fare una considerazione che attiene al processo di accumulazione, che poi rappresenta il punto centrale per chi

consideri lo sviluppo di una società: a parte il fenomeno del finanziamento della spesa pubblica, il processo di accumulazione, nel corso della storia d'Italia, ha portato ad una sempre maggiore intermediazione bancaria.

Tale intermediazione ha svolto un ruolo preminente in questo nostro mondo, quindi è giusto che l'onorevole Garavini formuli certe osservazioni, anche perché esse pongono un problema politico generale: come si difende un risparmio che diventa popolare, quando si passa da dimensioni complessive di negoziazione di 20 o 30 miliardi al giorno alla borsa di Milano, come accadeva quando sono diventato presidente della CONSOB, ai 400 miliardi al giorno negoziati durante il *boom*. Chiaramente siamo di fronte ad un fenomeno non solo quantitativamente, ma anche qualitativamente diverso. In relazione ad esso, l'onorevole Garavini pone un problema nuovo, vale a dire quello della protezione del risparmio nell'ambito di tale tipo di investimento e sul mercato ufficiale, con riferimento a titoli come le azioni e le obbligazioni, che sono soggetti a una disciplina generale, essendo tipici, ma che non erano mai stati considerati in maniera preminente da questo punto di vista.

Come CONSOB solo impropriamente (e per alcuni con una certa audacia) ci occupiamo dei problemi di tutela della regolarità del funzionamento di un mercato, il che non coincide sempre con la tutela del risparmio. La protezione del risparmio sicuramente non significa protezione dell'investimento a rischio. Comunque, intorno a questi argomenti la CONSOB ha provveduto ad elaborare regole volte alla protezione del risparmio, nel settore della sollecitazione al pubblico dei valori mobiliari e nel settore della borsa.

L'interpretazione della CONSOB, data da un prospetto che ha anche suscitato tante critiche nei miei confronti, significava chiaramente, quale che sia l'esattezza sul piano teorico di una certa posizione, una presenza pubblica in funzione di tutela del contraente debole.

Tale posizione di tutela del contraente debole si esplica o attraverso l'imposizione di norme da inserire nei contratti o attraverso l'imposizione di regole che suppongano un certo controllo.

Il nostro discorso riguarda l'intermediario, la prevenzione e la repressione del conflitto di interessi, la costruzione di un sistema nell'ambito del quale ci si muova liberamente, purché si rispettino le regole della libertà del gioco. In tale maniera, probabilmente, siamo abbastanza avanzati, nel senso che, se non si riesce ad esercitare un'azione di tutela come auspicato dall'onorevole Garavini, ciò non deriva dal fatto che i congegni non siano pronti ad elaborare le regole, ma dalla circostanza che le dimensioni del fenomeno e la natura delle attività sono tali da accentuare il pericolo di un possibile sacrificio dell'interesse meno protetto. Infatti, rispetto ad una contrattazione che dura pochi secondi su un titolo e alla quale partecipa un certo numero di persone, vi è maggiore tutela in una contrattazione come noi la vogliamo, cioè continua, in cui durante l'intera giornata tutti possano partecipare; questo non soltanto perché si avrebbe una maggiore certezza dei prezzi (il che potrebbe determinare l'aumento di affluenza degli ordini provenienti dal sistema creditizio direttamente sulla borsa), ma anche perché è giusto che le contrattazioni si svolgano entro spazi, dimensioni e tempi più lunghi degli attuali.

Questi sono i problemi relativi alla tutela del mercato di borsa. Ci sono altri problemi di tutela, come quello riguardante la disciplina degli intermediari, il che significa assicurare professionalità e selezione, nonché introdurre sanzioni per la violazione delle norme di comportamento. Tutto questo però non esiste e, quindi, il settore è suscettibile di nuove elaborazioni. Il superamento del limite quantitativo del mercato borsistico è un problema di politica economica generale. Il risparmio si indirizza dove l'impiego è più conveniente; quindi, le dimensioni colossali del debito pubblico, le offerte di titoli che mensilmente oscillano fra i 35

ed i 40 mila miliardi ed i tassi d'interesse offerti dal tesoro per la remunerazione del denaro che il cittadino presta allo Stato rappresentano punti di riferimento che possono distrarre l'investimento dal mercato.

Dobbiamo chiederci quale meccanismo possa garantire il risparmiatore.

Allorquando nel mondo assicurativo sorsero i primi problemi di tutela degli assicurati, si fece ricorso all'adozione delle condizioni generali di contratto ed all'approvazione specifica delle clausole vessatorie. In seguito si istituì l'ISVAP con funzioni di garanzia delle condizioni per poter esercitare validamente il mestiere di assicuratore. Per quello che ci riguarda riteniamo di dover procedere attraverso regolamenti-tipo, eliminando la scelta del caso per caso. Vogliamo introdurre regole che pongano ciascuno nella condizione di esercitare l'autotutela, perché il sistema è fatto per stimolare la tutela del risparmiatore attraverso la conoscenza. La logica della protezione nel mercato mobiliare è molto diversa dalla logica della protezione nel mercato creditizio. Quest'ultimo è soggetto ad una disciplina pubblicistica che comporta una tutela del risparmio attraverso l'istituzione banca ed i processi previsti nella legge bancaria. Nulla di simile è immaginabile per il mercato mobiliare che è nato, in tutto il mondo, su presupposti diversi da quello creditizio. Non di meno siamo impegnati, insieme con la Banca d'Italia, ad introdurre regole di garanzia in questo senso. Questa mattina il governatore della Banca d'Italia ha annunciato l'introduzione di regole in funzione della stabilità (penso, da concertare con la CONSOB nella misura in cui esse siano destinate a disciplinare la sua attività), cui noi intendiamo aggiungere norme — anch'esse da concertare con la Banca d'Italia — per garantire il massimo di trasparenza da parte di operatori che molto spesso appartengono al sistema bancario. Questi sono gli obiettivi da realizzare nel prossimo futuro, e che solleciteranno le vostre iniziative, per poter allineare il nostro ordinamento a quelli degli altri paesi.

Per quel che riguarda il riferimento dell'onorevole Garavini alle relazioni semestrali, vorrei dire che quelle da lui lette appartenevano al passato, perché gli elementi contenuti in quelle attuali sono vere componenti di un bilancio. Le accuse che ci vengono rivolte di eccessiva burocratizzazione per la continua richiesta di elementi d'informazione poggiano proprio sul fatto che la CONSOB sta cercando di imporre all'adempimento del bilancio una cadenza semestrale alla quale le imprese non sono abituate. Questo processo sta lentamente progredendo, perché non è possibile introdurre innovazioni di tale portata in un'unica soluzione.

PRESIDENTE. La ringrazio per la sua interessante relazione. Vorrei anch'io porre qualche domanda.

In questi ultimi anni abbiamo assistito alla crescente utilizzazione del mercato finanziario da parte delle imprese a partecipazione statale. Sono convinto assertore dell'opportunità che nel settore pubblico si introducano elementi di privatizzazione e che, in generale, venga estesa l'area privata dell'economia perché ritengo che, sia pure in un sistema ad economia mista, molte finalità riservate allo Stato potrebbero essere perseguite anche dalle imprese private. Uno dei metodi tramite i quali si è realizzata una certa privatizzazione nell'impresa pubblica è stato il ricorso al mercato finanziario attraverso la collocazione di azioni. Vorrei conoscere la sua valutazione di tale fenomeno; in particolare vorrei sapere se lei ritiene che l'impresa pubblica abbia adeguatamente utilizzato il mercato finanziario e se vi siano possibilità d'incremento del ricorso a tale strumento. Vorrei, inoltre, sapere a quali condizioni si avrebbe una maggiore risposta dei risparmiatori alla collocazione di azioni da parte delle imprese pubbliche.

In secondo luogo gradirei un suo giudizio sullo stato della nostra economia e del nostro sistema finanziario alla luce della scadenza del 1992. In particolare, vorrei sapere quali sono a suo avviso i punti di maggiore arretratezza del nostro

diritto societario e su quali settori dovremmo intervenire in vista del mercato unico europeo.

Infine, dottor Piga, gradirei il suo autorevole parere su una questione che esula dall'oggetto della nostra indagine. Già da tempo è stata definita come secondaria la sede della CONSOB di Milano. In realtà non sono mai stati definiti i suoi compiti né è prevista ad essa alcuna delega. Vorrei conoscere la sua opinione in merito all'ipotesi di rafforzamento della sede di Milano con l'obiettivo di costituire una sorta di « porta d'accesso » della CONSOB sul mercato più importante del nostro paese. Alcuni anni fa fu avanzata la proposta di trasferire la sede centrale della CONSOB a Milano, anche se credo che a tal fine occorra una legge. Milano è il centro della finanza nazionale e, anche se non è al livello di Francoforte, di Zurigo o di Londra, certamente è la capitale finanziaria del nostro paese. Credo non vi sarebbe nulla di strano (sarebbe anzi un segno di attenzione ai problemi della borsa ed a ciò che Milano rappresenta) nell'eventuale trasferimento della sede della CONSOB in quella città. Vorrei ricordare che la sede della banca centrale tedesca, la Bundesbank, si trova a Francoforte e non a Bonn.

Mi permetto, al riguardo, di sottoporle tale questione sulla quale gradirei conoscere la sua opinione: quali potrebbero essere i vantaggi e gli svantaggi e come mai questa ipotesi non è stata meglio approfondita in passato?

FRANCO PIGA, Presidente della CONSOB. Per quanto riguarda l'intervento sul mercato finanziario delle società a partecipazione statale, vorrei dire che esistono regole precise per l'ammissione in borsa: è necessario che i bilanci degli ultimi tre anni siano stati in utile e, quindi, molte imprese a partecipazione statale incontrano delle difficoltà sotto questo profilo; inoltre occorre distribuire i dividendi. D'altro canto, per raccogliere risparmio occorre attuare una politica tale da richiamare investimenti privati: problemi

obiettivi, questi, che fino a tre o quattro anni fa sembravano insolubili, mentre ora paiono già avviati a soluzione nella giusta direzione.

In ordine al trasferimento della sede a Milano, vorrei sottolineare non solo che la SEC si trova a Washington, non a New York, così come in Svizzera la sede è a Berna non a Zurigo, ma anche che il lavoro da noi svolto richiede frequenti contatti sia con il Governo sia con il Parlamento. Se la CONSOB fosse stata a Milano, per incontrarvi saremmo dovuti venire a Roma. La stessa Banca d'Italia svolge un'attività di controllo di notevole rilievo, ma nessuno pensa ad un suo trasferimento in un'altra città. Del resto, la tradizione delle grandi agenzie vuole che queste siano ubicate nel luogo dove ha sede il Governo proprio perché i problemi da affrontare necessitano di contatti continui.

La sede di Milano, pur essendo secondaria, ha moltissime attribuzioni di natura ispettiva, oltre alla funzione di ufficio di decentramento dell'area-borsa e dell'area-società; dipende direttamente dal direttore generale e, quindi, è stata anche investita di compiti amministrativi e di coordinamento tra i vari uffici.

Cogliendo l'occasione propizia offertami dall'incontro odierno, vorrei sottolineare un problema che ci affligge ossia la mancanza di personale. Non sfuggirà certamente alla vostra sensibilità il lavoro che svolgiamo con le forze di cui disponiamo: non perché siano presenti i miei collaboratori, ma i ritmi lavorativi ai quali il personale della CONSOB è soggetto sono di eccezionale entità. La sede di Milano ha un proprio organico e riusciremo a saturare i posti allorquando sarà approvata la legge che, mi pare, le forze politiche hanno dichiarato, all'unanimità, di sostenere.

PRESIDENTE. È all'esame della nostra Commissione, per l'espressione del parere di competenza.

FRANCO PIGA, Presidente della CONSOB. Rappresenta per noi un punto di riferimento importante.

PRESIDENTE. Cosa può dirci del ritardo che si registra nel campo del diritto societario, in vista della scadenza del 1992 ?

FRANCO PIGA, Presidente della CONSOB. Devo dire che notevoli sono i ritardi in materia di diritto societario e di ordinamento delle borse. Anzi, quest'ultimo – come ho affermato in precedenza – deve essere ancora delineato, per cui non parlerei di ritardo. Tenete presente che l'ordinamento del mercato mobiliare costituisce uno degli obiettivi più importanti in una politica di Governo. E, infatti, nel programma dell'esecutivo è contemplato l'avvio del processo per la creazione di un mercato mobiliare moderno, adeguato allo sviluppo del paese ed al ruolo che l'economia italiana svolge in ambito internazionale.

Per il diritto societario si avverte la necessità di un suo adeguamento: al riguardo, in sede comunitaria le discussioni sono molto avanzate e si è registrato anche un ritorno di entusiasmo per l'idea dell'Europa. Il lavoro è continuo e ne seguiamo le manifestazioni nel settore che ci compete.

In relazione all'adeguamento dell'ordinamento interno, occorre rammentare che lo sviluppo dei mercati finanziari nonché la disintermediazione bancaria e l'intermediazione non bancaria – per le dimensioni raggiunte – sono fenomeni relativamente recenti. Di conseguenza, non c'è da sorprendersi se la codificazione civile e le leggi successive hanno privilegiato l'impresa agricola, commerciale e industriale, più di quella finanziaria: anche perché il problema della raccolta del risparmio sembrava interamente « coperto » dalla legislazione bancaria.

Va poi sottolineato il ritardo nel recepimento delle direttive comunitarie: un problema questo che praticamente investe tutta l'area della nostra attività, in quanto le direttive che devono ancora essere esaminate sono numerose e fondamentali, basti pensare a quelle relative alle società ed ai bilanci. Vi è un grande lavoro da svolgere che, probabilmente, è

comparabile a quello compiuto negli anni 1865-1870, allorché si configurò la struttura dell'amministrazione italiana e la legislazione fondamentale che ancora « regge » i settori portanti delle nostre istituzioni.

Non va sottaciuta, inoltre, l'esistenza di una problematica culturale in quanto il progresso si è realizzato così rapidamente che quasi una generazione è stata saltata nel processo di assimilazione; d'altra parte, anche dal punto di vista della storia nazionale, abbiamo potuto dedicare meno tempo all'elaborazione di quelle strutture difensive degli apparati produttivi che altre nazioni possiedono. Queste ultime, infatti, mantengono poteri discrezionali ed interventi di tipo autoritativo, senza considerare una loro eventuale eliminazione.

Nonostante il lavoro da svolgere sia enorme, i punti di riferimento esistono: i cassetti sono pieni di progetti, si tratta di aprirli e di cominciare a lavorare, anche se mi rendo conto delle difficoltà tecniche. Dico questo in quanto la legislazione italiana ha imperfezioni di carattere tecnico dovute sia alla novità della materia, sia alla difficoltà della formulazione tecnica delle leggi, alle quali spesso non seguono i regolamenti di esecuzione (il che comporta, per l'autorità cui viene attribuita la competenza, un margine di incertezza enorme nell'adozione dei propri orientamenti). A ciò va aggiunta anche la mancanza di coordinamento tra i provvedimenti legislativi, i quali sono il risultato di eventi che si considerano urgentissimi mentre, a distanza di tempo, si constata che altri aspetti, diversi, forse erano

più urgenti. La stessa legge n. 77 è da riconsiderare in molti aspetti; anche il collegamento tra la sollecitazione del pubblico risparmio e la borsa riveste un importante rilievo.

Un altro processo normativo che richiederà attenzione è rappresentato dalla delegificazione, attinente alla misura in cui il legislatore intende avvalersi dei poteri normativi delle agenzie e delle istituzioni. Posta la riserva del potere normativo allo Stato, nel caso di specie, trattandosi di normativa tecnica, l'affidamento dell'integrazione legislativa alle autorità tecniche ha campi di esplicazione enormi: è un terreno sul quale si possono sperimentare soluzioni diverse o mettere a confronto opinioni differenti. In conclusione, occorre affrontare i problemi per quello che sono concretamente, valutarli nella realtà, il che può portare a scontrarsi con difficoltà obiettive derivanti dalla « immaturazione » di certi fenomeni. Esiste una disciplina legata ad eventi verificatisi in passato, i quali sono diversi da quelli che accadono oggi o avverranno domani: ciò richiede processi di adeguamento dell'ordinamento più duttili, meno formali e più legati alle responsabilità ed alla competenza di altri soggetti.

PRESIDENTE. Anche a nome della Commissione ringrazio il presidente della CONSOB, ed i suoi collaboratori, per aver accettato il nostro invito e per il contributo dato allo svolgimento dell'indagine conoscitiva da noi avviata. Qualora desideriate fornire ulteriori note o comunicazioni in materia, saremo lieti di accoglierle.

La seduta termina alle 17,55.