



Giunte e Commissioni

RESOCONTO STENOGRAFICO

n. 2

N.B. I resoconti stenografici delle sedute di ciascuna indagine conoscitiva seguono una numerazione indipendente.

6^a COMMISSIONE PERMANENTE (Finanze e tesoro)

INDAGINE CONOSCITIVA SULLA CRISI FINANZIARIA
INTERNAZIONALE E SUI SUOI EFFETTI
SULL'ECONOMIA ITALIANA

31^a seduta: martedì 14 ottobre 2008

Presidenza del presidente BALDASSARRI

I N D I C E

Audizione della CONSOB – Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

PRESIDENTE	Pag. 3, 24, 32 e <i>passim</i>	* CARDIA	Pag. 3, 34, 36 e <i>passim</i>
* BARBOLINI (PD)	28, 37, 44 e <i>passim</i>		
* BONFRISCO (PdL)	26, 36, 37		
DE ANGELIS (PdL)	30, 45		
D'UBALDO (PD)	29, 44		
FERRARA (PdL)	25, 36		
* GERMONTANI (PdL)	32		
LANNUTTI (IdV)	27		
LEDDI (PD)	25, 32		
* VACCARI (LNP)	31		

N.B. L'asterisco accanto al nome riportato nell'indice della seduta indica che gli interventi sono stati rivisti dagli oratori.

Sigle dei Gruppi parlamentari: Italia dei Valori: IdV; Il Popolo della Libertà: PdL; Lega Nord Padania: LNP; Partito Democratico: PD; UDC, SVP e Autonomie: UDC-SVP-Aut; Misto: Misto; Misto-MPA-Movimento per l'Autonomia: Misto-MPA.

Interviene il dottor Lamberto Cardia, presidente della CONSOB – Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, accompagnato dal dottor Antonio Rosati, direttore generale, dall'avvocato Michele Maccarone, dal dottor Claudio Salini, funzionari generali e dal dottor Riccardo Carriero.

I lavori hanno inizio alle ore 14,45.

PROCEDURE INFORMATIVE

Audizione della CONSOB – Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca il seguito dell'indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale e sui suoi effetti sull'economia italiana, sospesa nella seduta dell'8 ottobre.

Comunico che, ai sensi dell'articolo 33, comma 4, del Regolamento, è stata chiesta l'attivazione dell'impianto audiovisivo e del segnale audio e che la Presidenza del Senato ha già preventivamente fatto conoscere il proprio assenso. Se non vi sono osservazioni, tale forma di pubblicità è dunque adottata per il prosieguo dei lavori.

È oggi in programma l'audizione del presidente della CONSOB, dottor Lamberto Cardia, che è accompagnato dal direttore generale dottor Rosati, dall'avvocato Maccarone e dal dottor Salini, funzionari generali, nonché dal dottor Carriero, della divisione studi giuridici e rapporti con il Parlamento.

Presidente Cardia, come sa benissimo, può iniziare il suo intervento con un'esposizione introduttiva; successivamente i colleghi commissari potranno chiedere approfondimenti. Colgo altresì l'occasione per ringraziarla per aver accettato il nostro invito.

CARDIA. Signor Presidente, onorevoli senatori, vorrei iniziare formulando un ringraziamento a nome della CONSOB, perché consideriamo sempre un onore venire in Parlamento per render conto del nostro operato e per acquisire indirizzi interpretativi sul nostro modo di agire e riguardo alle nostre valutazioni.

Al di fuori della relazione che leggerò e che deposito agli atti della Commissione, nonché della mia personale disponibilità, vorrei fornire notizie che reputo di interesse, riferendo velocemente sulla *performance* degli indici borsistici dei più grandi Paesi europei tra il 10 ottobre e oggi, per dimostrare il proficuo risultato ottenuto in questi due giorni. Alla data del 10 ottobre, nel periodo compreso tra il 1° settembre e il 10 ottobre, l'indice Mibtel registrava una perdita del 29,02 per cento, rispetto ad

un calo in Germania del 27,11 per cento, in Francia del 26,6 per cento, nel Regno Unito del 27,41 per cento, in Spagna del 21,10 per cento e negli Stati Uniti del 26,01 per cento. Pertanto, sostanzialmente, con la perdita del 29,02 per cento il Mibtel era l'indice più negativo, anche se tutti si posizionavano su livelli altamente negativi. I risultati di questi ultimi due giorni (per il dato odierno il riferimento è alle ore 14) sono particolarmente positivi, in quanto hanno visto un aumento per l'Italia del 17,27 per cento, per la Germania del 16 per cento, per la Francia del 16 per cento, per il Regno Unito del 13 per cento, per la Spagna del 15 per cento e per gli Stati Uniti dell'11 per cento. Oggi, rispetto ai valori precedenti a questa crisi, l'indice Mibtel della Borsa italiana registra un ribasso del 16,7 per cento, quello della Germania del 15,09 per cento, in Francia del 14,47 per cento, nel Regno Unito del 17,63 per cento, in Spagna (che effettivamente ha risentito meno di queste vicende) dell'8,87 per cento e negli Stati Uniti del 17,81 per cento. Sono stati, dunque, due giorni particolarmente positivi. Signor Presidente, consegno agli atti della Commissione, oltre alla relazione, anche questi documenti sugli indici come informazioni; ci sono anche dati sui corsi azionari delle singole società, dei maggiori gruppi, ma si inquadrano nell'andamento positivo di questi ultimi giorni.

La crisi che stiamo vivendo è prima di tutto una crisi di stabilità che colpisce in modo particolare gli intermediari bancari nella loro capacità di concessione di linee di credito. La crisi dei prestiti interbancari, che assicurano i flussi di liquidità necessari a garantire l'operatività delle banche e il rifinanziamento delle posizioni in scadenza, è la causa dell'incapacità del mercato di prevenire il contagio del sistema ed è la patologia originaria che i Governi mondiali devono affrontare per risolvere la crisi e non solo per curare i suoi sintomi e i suoi effetti degenerativi.

Le decisioni dell'Eurogruppo di domenica hanno trovato uniformità di valutazioni in questa direzione, individuando nel sostegno statale al mercato interbancario e ad altre forme di raccolta bancaria a più lungo termine la chiave degli interventi anti-crisi. I provvedimenti assunti dovrebbero favorire il ritorno a condizioni di equilibrio nell'attività di intermediazione creditizia, assicurando che il processo di trasformazione delle scadenze tipico dell'attività bancaria non generi crisi di liquidità. L'allungamento delle scadenze degli impieghi, che risponde anche alle necessità di finanziamento delle imprese in una fase non favorevole del ciclo economico, deve infatti trovare riscontro in un equilibrato rapporto fra depositi e raccolta obbligazionaria dal lato delle passività. A conferma della fondatezza di tali valutazioni, strumentali anche a prevenire l'impatto negativo della crisi sui finanziamenti dell'economia reale, vi è pure il giudizio dei mercati che lunedì hanno accolto con favore le misure proposte dai Governi europei.

La totale mancanza di liquidità nel sistema bancario si è tradotta in un'operatività anomala sul mercato azionario, unico mercato che ha assicurato condizioni di reale liquidità durante la crisi. Le vendite sui mercati azionari sono divenute strumenti per creare nicchie di liquidità e per

escussioni più o meno formali di garanzie precedentemente rilasciate. Le indagini della CONSOB consentono peraltro di affermare che gli intermediari più attivi dal lato delle vendite sul mercato azionario italiano sono esteri o di matrice estera. Anche gli ordini di vendita più consistenti ricevuti da intermediari italiani sembrano provenire dall'estero.

Dall'inizio della crisi globale, con il fallimento di Lehman Brothers, a venerdì 13 ottobre le borse mondiali hanno perso intorno al 30 per cento. La Borsa italiana dall'inizio dell'anno al 13 ottobre ha perso addirittura il 50 per cento circa. L'attenzione, anche mediatica, all'andamento delle borse non deve però distogliere dall'analisi dei fattori strutturali all'origine della crisi. Ulteriore segnale del fatto che la crisi ha minato in modo grave la fiducia degli investitori proviene dalla notevole richiesta di titoli di Stato nei quali investire la liquidità comunque presente nel mercato: sono diventati quasi un bene rifugio.

Le autorità di vigilanza sulla trasparenza e correttezza del mercato, come la CONSOB, hanno adottato tutte le iniziative possibili nell'ambito delle loro competenze, intervenendo con provvedimenti progressivamente sempre più restrittivi volti a limitare la speculazione (in particolare, le vendite allo scoperto). Obiettivo degli interventi è stato quello di arginare gli effetti sul mercato azionario di una crisi che ha la sua origine e il suo epicentro altrove, nel sistema dell'intermediazione bancaria. Ulteriori provvedimenti che incidano sull'operatività del mercato dovranno essere concordati a livello internazionale, considerando che i dati disponibili evidenziano per il nostro Paese rischi anche inferiori a quelli che emergono in altri mercati.

Il sistema bancario negli ultimi anni aveva trovato negli Stati Uniti ampi margini di espansione dell'attività, grazie ad una cultura fortemente favorevole alla *deregulation*. Lo dimostrano anche alcuni interventi delle autorità americane che consentivano alle banche d'investimento di operare con requisiti di capitale molto flessibili. La cultura della *deregulation*, fiduciosa nella capacità di autodisciplina dei mercati, è stata successivamente e velocemente importata in Europa, in virtù della forza assunta dagli intermediari anglosassoni sui mercati europei e mondiali e del peso avuto dai Paesi di matrice anglosassone nei negoziati per l'emanazione delle regole comunitarie. Questo è un punto particolarmente importante.

Le banche di investimento americane hanno espanso la propria operatività sul mercato europeo, tramite l'insediamento di società, con sede a Londra, che potevano commercializzare servizi e prodotti in tutta Europa fruendo delle possibilità offerte dalle regole del mercato unico. La normativa comunitaria lascia, infatti, margini di intervento assai limitati alle autorità dei Paesi ospitanti. È emersa chiaramente la debolezza di una cultura di estese liberalizzazioni che non si basano su alti livelli di armonizzazione, cioè su regole unitarie, chiare e applicate da tutti i Paesi membri in eguale misura e con eguale rigore.

La CONSOB ha vissuto, malgrado ogni possibile sforzo contrario, in posizione strutturalmente minoritaria tale evoluzione nelle competenti sedi comunitarie. Intende utilizzare tenacemente la propria voce per riformu-

lare oggi, in tali sedi, le proprie valutazioni critiche e le conseguenti proposte, per contribuire al necessario processo di rinnovamento della disciplina europea.

In proposito, mi è opportuna l'occasione per far presente che, in data 30 settembre, nell'ultima riunione del CESR, sede nella quale si riuniscono tutte le «CONSOB» dell'Unione europea, si è deciso, dopo tanto dibattito, di poter votare a maggioranza qualificata (due terzi), eliminando così la regola precedente del *consensus*, di fatto una unanimità che poteva bloccare qualsiasi determinazione, a volte anche con il voto negativo di un singolo Paese. È un vantaggio che darà risultati sicuri.

La crisi trova storicamente origine nel progressivo deterioramento della qualità dei mutui *subprime* negli Stati Uniti a partire dal 2006. Il rapido contagio della crisi dei mutui all'intero sistema finanziario è dipeso fondamentalmente dal nuovo modello assunto dagli intermediari bancari, basato sul ridimensionamento dell'attività bancaria tradizionale a favore di politiche espansive sui mercati mobiliari.

Le banche hanno adottato strategie volte all'incorporazione di crediti e impieghi, anche di cattiva qualità, in strumenti finanziari da collocare sui mercati internazionali a vaste platee di investitori (cosiddette operazioni di cartolarizzazione dei crediti). In linea di principio, la cartolarizzazione dei crediti e la possibilità di trasferirne il rischio a terzi fanno parte di un processo di innovazione finanziaria dal quale possono derivare effetti positivi, tra i quali una più abbondante offerta di credito e maggiori opportunità di diversificazione degli investimenti.

La crisi dei *subprime* ha tuttavia messo in luce le gravi debolezze strutturali del nuovo modello, nel quale hanno assunto un ruolo determinante le quantità, ovvero gli obiettivi di massimizzazione dei risultati basati sui volumi intermediati e sulle relative commissioni. La valutazione e gestione della qualità dei debitori non veniva più percepita come fondamentale, in virtù dell'esternalizzazione dei crediti. Quindi la quantità ha fatto pregio sulla qualità.

La crisi ha, al contrario, messo in evidenza che il processo di cartolarizzazione non ha realizzato la riallocazione del rischio di credito al di fuori del sistema bancario, né la sua migliore ripartizione. I rischi sono risultati in larga misura riconcentrati all'interno dello stesso sistema bancario. Il mercato dei titoli cartolarizzati, infine, grazie ai numerosi passaggi distributivi e alla ridotta standardizzazione dei contratti, è risultato molto opaco e poco liquido, denunciando la difficoltà nell'attribuire un valore economico a tali strumenti.

Il cambiamento del quadro macro-economico ha portato alla luce in modo drammatico i pericoli del nuovo modello bancario e, di conseguenza, in particolare le debolezze dell'assetto regolamentare internazionale. La riduzione del valore degli immobili e l'aumento dei tassi di interesse hanno determinato un significativo aumento delle insolvenze sui mutui ipotecari, con una immediata ripercussione sul valore dei titoli garantiti dai crediti relativi a tali mutui. Molti intermediari e investitori istituzionali sono risultati privi di modelli autonomi di valutazione del rischio di tali

titoli, con conseguente prevalente affidamento sui giudizi espressi dalle società di *rating*. Queste ultime hanno dimostrato di non avere, a loro volta, modelli adeguati di valutazione e aggiornamento dei *rating* e sono apparse condizionate nei giudizi dalla presenza di forti conflitti di interessi.

Il crollo dei valori dei titoli, l'aumento delle insolvenze sui mutui e l'opacità del mercato di riferimento hanno minato la fiducia degli investitori nella possibilità di conoscere la reale dimensione dei rischi e l'effettiva esposizione dei singoli intermediari.

A livello internazionale sono prevalsi modelli di regolamentazione che consentivano l'opacità strutturale di tali operazioni, nonostante precedenti crisi avessero già evidenziato la necessità di maggiore trasparenza nei mercati *over the counter*. Le transazioni tra intermediari e investitori istituzionali si sono basate su regimi di esenzione delle principali regole di trasparenza e correttezza.

La forte incertezza ha determinato un aumento indiscriminato del costo del finanziamento per le banche e fortissime tensioni sul mercato interbancario.

La crisi di liquidità sul mercato dei titoli cartolarizzati si è quindi trasformata in una crisi di liquidità bancaria che ha velocemente contagiato i mercati azionari.

Per gli intermediari più esposti, le forti svalutazioni degli strumenti finanziari in portafoglio hanno determinato una significativa erosione del patrimonio, inducendo le banche a disinvestimenti e a richieste di capitali freschi, con ulteriori effetti di avvistamento della crisi.

La crisi ha avuto un impatto molto rilevante sui corsi azionari in tutte le principali aree geografiche. La notizia del fallimento della Lehman Brothers, diffusa il 15 settembre, appare uno degli elementi scatenanti della forte reazione negativa dei mercati borsistici e comunque l'evento che, fino a quella data, aveva avuto l'impatto più profondo sulla dinamica dei corsi azionari, proprio per la decisione delle autorità americane di lasciar fallire una banca di dimensioni molto significative e con forte operatività *cross-border*. Non so se sia stata una decisione proprio felice.

Il 15 settembre i mercati hanno chiuso con perdite molto rilevanti, sia negli USA (- 4,7 per cento l'indice generale e oltre - 8 per cento l'indice dei titoli bancari) che in Europa (rispettivamente - 3,9 per cento e - 5,9 per cento). Nei giorni successivi si sono registrate variazioni giornaliere degli indici ancora più significative, accompagnate da una volatilità sempre più elevata.

L'effetto dell'insolvenza del gruppo Lehman Brothers sulle borse si può valutare tenendo presente che quasi un terzo delle perdite dei listini azionari in Italia e in Europa, e quasi un quarto della perdita del mercato USA dall'inizio del 2008 fino al 15 settembre, è imputabile alla dinamica dei corsi nei giorni a partire dall'8 settembre, data in cui sono incominciati a divenire più insistenti i *rumors* sulle difficoltà del gruppo Lehman Brothers.

L'impatto della crisi della Lehman Brothers e le perduranti incertezze sul destino di altre grandi banche d'affari USA hanno quindi fatto sì che il bilancio dell'andamento dei corsi azionari dall'inizio del 2008 fino al 15 settembre sia stato fortemente negativo in tutte le principali aree geografiche: le perdite sono state più significative in Italia (- 33 per cento circa) e in Europa (- 31 per cento), mentre negli USA la correzione dell'indice generale del mercato azionario è stata pari al 21 per cento circa.

Nel periodo successivo al 15 settembre sono proseguite le forti tensioni sui mercati azionari, con correzioni giornaliere molto intense, alternate da alcune sedute di cosiddetti rimbalzi tecnici (peraltro un po' piccoli), per arrivare alla giornata del 9 ottobre, in cui si è registrata una discesa dei corsi del 7,6 per cento negli USA, seguita nella giornata del 10 da correzioni simili in Europa (- 6 per cento) e in Italia (- 7 per cento).

La discesa dei corsi azionari è stata amplificata dalle tensioni che si sono registrate sul mercato dei *credit default swap* (CDS) a seguito dell'insolvenza del gruppo Lehman Brothers. Gli intermediari che avevano offerto protezione rispetto a tale evento si trovano a dover risarcire importi molto elevati, stimati in circa 400 miliardi di dollari. La necessità di fronteggiare gli impegni conseguenti ha probabilmente determinato la vendita forzata degli *asset* più liquidi, fra cui le azioni.

Il *default* del gruppo Lehman ha determinato una crescita del costo per la protezione dal rischio di insolvenza su tutti i principali emittenti, ma ha anche fatto prendere coscienza agli operatori che, in situazioni di tensione come quella attuale, le protezioni acquistate sul mercato dei CDS potrebbero non necessariamente essere onorate, inducendo ad un approccio molto più restrittivo nella gestione dei rischi, fino al punto di innescare la liquidazione delle posizioni per le quali le coperture appaiono difficilmente onorabili o comunque troppo costose.

Non stupisce pertanto che, dopo il fallimento di Lehman, la crisi si sia ulteriormente aggravata sui mercati azionari, così come testimoniano la più recente evoluzione degli indici azionari e l'incremento della volatilità dei corsi.

Complessivamente, dall'inizio del 2008 al 10 ottobre, il mercato statunitense ha perso circa il 40 per cento, mentre i mercati europei e quello italiano hanno perso, rispettivamente, il 43,8 e il 47,3 per cento. Rispetto agli altri mercati azionari, la borsa italiana ha sofferto, come si vede dai dati, di una maggiore volatilità e di ribassi più accentuati, fondamentalmente in ragione del peso più elevato dei titoli azionari e finanziari sul listino. Infatti, nel listino italiano hanno molto peso le grandi società e su quelle si sono concentrate le vendite.

La crisi ha avuto gli effetti più intensi nei settori finanziari. Dall'inizio dell'anno fino al 10 di ottobre, l'andamento del settore bancario è risultato particolarmente negativo: - 46,0 per cento negli USA; - 49,7 per cento in Europa; - 49,5 per cento in Italia.

L'indice delle principali banche di investimento americane ha subito una contrazione di circa il 70 per cento, mentre quello relativo alle banche commerciali ha perso circa il 35 per cento. In maniera similare, è stato

colpito il settore assicurativo: - 65,8 per cento negli USA; - 51,2 per cento in Europa; - 42,5 per cento in Italia.

Relativamente al mercato italiano, il titolo bancario più colpito dalla crisi risulta Unicredit, che ha perso circa il 60 per cento dall'inizio dell'anno, mentre Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare e Intesa Sanpaolo hanno perso circa metà del loro valore.

La crisi ha contagiato anche il settore non finanziario e le riduzioni dei corsi per le principali *blue chip* industriali sono state di entità simile a quelle rilevate per il settore bancario. Ciò è da ascrivere alla necessità dei fondi di far fronte ai riscatti (e in generale degli investitori di ridurre le proprie posizioni di indebitamento) vendendo *asset* liquidi anche in settori diversi rispetto a quelli direttamente colpiti dalla crisi. La situazione di difficoltà delle banche ha poi creato aspettative di restrizioni nell'offerta del credito e di riduzione della crescita degli utili societari.

Nella giornata del 13 ottobre, si è verificata una forte inversione di tendenza negli andamenti delle Borse, rassicurate dal piano di interventi reso pubblico dai Governi dei Paesi dell'area dell'euro. Negli USA, il mercato ha fatto registrare il più forte rialzo giornaliero dal dopoguerra (con un aumento dell'11,08 per cento); il mercato italiano è cresciuto dell'11,49 per cento, in linea con la crescita dei principali mercati europei (l'indice delle principali *blue chip* europee è aumentato del 10,47 per cento) e successivamente la Borsa di Tokyo ha chiuso con un rialzo storico del 14,15 per cento. È stata veramente una giornata felice.

Nella prima tabella riportata nel testo scritto depositato della relazione, sono esposte le variazioni percentuali del prezzo dei titoli azionari dei principali gruppi, da cui si ricava che il titolo di Unicredit è quello che ha perso di più, con una diminuzione pari al 59,1 per cento, a fronte della diminuzione del 49,7 per cento del Monte dei Paschi, del 49,3 per cento del Banco Popolare, del 46 per cento di Intesa Sanpaolo, del 39,7 per cento di Mediobanca e del 36 per cento di UBI Banca.

Nella seconda tabella, è riportata la variazione percentuale del prezzo dei titoli azionari delle principali società non finanziarie quotate, da cui si evidenzia la perdita del 64,7 per cento di Telecom, a cui seguono le perdite di altre società, con punte particolarmente rilevanti nella Fiat, nella Edison, nella Saipem e nelle stesse ENI e ENEL, che pur essendo società di grande solidità hanno perso quasi la metà del loro valore azionario.

La crisi richiede risposte adeguate e tempestive e, in un periodo più lungo (ma lungo il meno possibile), un rinnovamento delle regole di vigilanza a livello nazionale e internazionale. Forme più incisive di coordinamento e di cooperazione sono necessarie di fronte all'integrazione, ormai irreversibile, tra i comparti del mercato finanziario e tra i sistemi economici mondiali. Come in ogni crisi, si pone l'esigenza di gestire la potenziale tensione fra finalità di trasparenza del mercato e obiettivi di stabilità degli intermediari e del sistema, con l'obiettivo primario della protezione degli investitori e del risparmio.

La corretta gestione dei rischi da parte delle istituzioni finanziarie non è rilevante solo per la sana e prudente gestione. La crisi ha confer-

mato che, in situazioni di forte tensione sui mercati, stabilità e trasparenza sono fortemente legate fra loro.

Ci si pone il problema se, in una determinata situazione in cui si apprende la notizia di risultati fortemente negativi di taluni intermediari (considerato che la Banca d'Italia deve garantire la stabilità – questo è il suo compito primario – e la CONSOB la trasparenza), si debba dare immediatamente queste notizie magari relative solo ad alcuni intermediari. Infatti, ove queste fossero o apparissero non molto positive, si rischierebbe di creare un rilevante danno a cascata, che potrebbe danneggiare la stabilità. Peraltro, tutto ciò potrebbe risultare ingiustificato, perché magari quella situazione può avere avuto solo un effetto di breve periodo e relativamente solo ad alcuni intermediari. Posso dire con piacere che in queste situazioni i contatti con la Banca d'Italia sono frequenti e proficui; restando ogni autorità nei limiti della propria attività, è possibile svolgere, entro termini brevi, tutti gli approfondimenti necessari. In tal modo si possono svolgere indagini a più largo raggio riguardanti una vasta platea di titoli e non un singolo titolo.

Il modello italiano di ripartizione delle competenze tra le autorità, sulla base della finalità della vigilanza, ha consentito e sta consentendo di perseguire nella maniera più trasparente e coordinata possibile i diversi interessi pubblici.

Valido strumento di coordinamento si è dimostrato il neo-costituito Comitato per la salvaguardia della stabilità finanziaria, presieduto dal Ministro dell'economia e composto dal Governatore della Banca d'Italia e dai presidenti di CONSOB e ISVAP, tempestivamente convocato e riunitosi più volte in questo tumultuoso periodo, che si è dimostrata una sede di opportune valutazioni e scambi di notizie. Ciascuna autorità, nell'ambito delle proprie competenze, ha apportato ed apporta in esso tempestivi contributi di conoscenza e valutazione. Il confronto aperto tra le istituzioni sulle misure per fronteggiare le crisi consente di valorizzare gli interessi generali che ciascuna autorità persegue e ai quali l'ordinamento riconosce pari dignità per la tutela del risparmio.

La connessione tra le diverse forme di impiego del risparmio richiede una forte protezione sia dei depositanti sia dei piccoli investitori. Le attuali preoccupazioni vanno quindi estese, con non minore attenzione, a questi ultimi. Come è stato già detto, si tratta di un'istanza che deriva direttamente dalla Costituzione, laddove si prescrive la tutela del risparmio in tutte le sue forme.

Chiarezza ancora maggiore potrebbe venire – come dalla CONSOB spesso segnalato – da una piena attuazione del modello di vigilanza per finalità, con la concentrazione delle competenze in capo a due autorità: una per la stabilità e una per la trasparenza e correttezza.

L'appartenenza dell'Italia all'economia globale e al mercato interno europeo rende la realizzazione degli obiettivi di tutela dei risparmiatori strettamente collegata e vincolata alla capacità di elaborare misure coordinate a livello internazionale e, soprattutto, a livello comunitario. Le istituzioni europee, che hanno perseguito in modo efficace l'integrazione e la

liberalizzazione nelle fasi positive dell'economia, stanno operando non senza difficoltà per trovare una linea comune nella gestione di una crisi che appare privilegiare interessi e soluzioni in un'ottica nazionale, eccezion fatta per le determinazioni collegiali assunte domenica 12 ottobre a Parigi. Ricordo nuovamente l'accordo fatto in sede CESR, il 30 settembre, sulla votazione a maggioranza e non più all'unanimità.

Ai risparmiatori europei dovrebbero essere assicurati livelli di tutela equivalenti, soprattutto considerando che in alcuni mercati – ed è il caso dell'Italia – i piccoli investitori sono stati sollecitati ad impieghi in prodotti ingegnerizzati e in gran parte distribuiti dall'estero.

In questo contesto, la CONSOB ha da sempre perseguito, nei ristretti limiti consentiti dalla normativa europea, obiettivi di massima trasparenza e correttezza. Lo dimostrano le iniziative – da tempo avviate e non sempre adeguatamente valutate – relative alla corretta rappresentazione dei profili di rischio dei prodotti strutturati e dei prodotti assicurativi a contenuto finanziario, nonché quelle relative alla correttezza dei comportamenti degli intermediari nei confronti degli investitori. In quest'ottica, la CONSOB ha posto in consultazione sin dal maggio scorso, ed emanerà in tempi brevi, linee-guida con le quali si richiamano gli intermediari a una particolare diligenza nel proporre investimenti in prodotti non trattati su mercati liquidi e trasparenti.

Come già anticipato, la crisi in atto ha cambiato lineamenti e dimensioni a partire dall'annuncio negli Stati Uniti del fallimento di Lehman Brothers. La turbolenza dei mercati internazionali, prima di tale data, non aveva compromesso in modo radicale la fiducia dei risparmiatori, soprattutto in Europa.

Nell'estate del 2007, le informazioni raccolte dalla CONSOB sull'esposizione delle banche e delle assicurazioni quotate alla crisi dei mutui *subprime* non destavano gravi preoccupazioni. Anche l'esposizione delle famiglie italiane, in base agli esiti delle indagini avviate dalla CONSOB sui portafogli amministrati o gestiti, non risultava particolarmente critica.

Il fallimento di Lehman Brothers ha coinvolto tutte le entità europee del gruppo americano e, in particolare, la *holding* costituita nel Regno Unito, che operava in modo esteso in tutta Europa tramite succursali, inclusa quella con sede a Milano.

Il 15 settembre, appresa la notizia della presentazione da parte della *holding* americana della richiesta di fallimento, la CONSOB, in collegamento con Banca d'Italia e ISVAP, ha avviato la ricognizione del conseguente rischio potenziale per il sistema italiano. Ciascuna autorità si è impegnata ad assumere nei tempi più rapidi possibili le informazioni relative ai diversi settori del mercato. La CONSOB ha quindi iniziato senza indugio un'indagine ricognitiva dell'esposizione di emittenti, mercati e degli investitori in forme di risparmio gestito o amministrato.

Lo stesso 15 settembre, la CONSOB ha indirizzato ad un campione significativo di emittenti non finanziari (40 società) una richiesta di informazioni mirata ad evidenziare la posizione relativa ai derivati, ai depositi

o linee di credito, nonché ai titoli in portafoglio emessi o garantiti dal gruppo Lehman Brothers o da soggetti ad esso riconducibili.

I risultati dell'analisi non hanno evidenziato rischi significativi a livello di sistema. Infatti, su 40 società, 27 hanno dichiarato di non detenere alcun rischio verso il gruppo Lehman Brothers. Rischi limitati, anche in relazione alle dimensioni di impresa, sono stati rilevati per tre primarie società che hanno comunicato posizioni attive in derivati per 76 milioni di euro.

Nel complesso, gli emittenti selezionati mostrano un'esposizione nei confronti del gruppo Lehman di circa 120 milioni di euro per derivati e di 13,7 milioni di euro per titoli in portafoglio.

Prima dell'apertura del mercato italiano, il 15 settembre, gli uffici della CONSOB hanno preso contatti con Borsa Italiana per valutare gli interventi relativi all'operatività del gruppo Lehman sui mercati italiani. Si ricorda che Lehman Brothers International Europe negoziava direttamente sui mercati gestiti da Borsa Italiana tramite accesso remoto, e ricopriva la qualifica di operatore principale nei mercati gestiti dalla società MTS S.p.a. (Mercato telematico titoli di Stato e altri titoli a reddito fisso). L'operatività della società sui citati mercati, così come la quotazione sul mercato telematico delle obbligazioni gestito da Borsa Italiana S.p.a. di due prestiti obbligazionari è stata sospesa il giorno stesso.

Il 16 settembre, a seguito di comunicazione della Banca d'Italia, la Cassa di compensazione e garanzia ha avviato la procedura prevista in caso di inadempimento di un partecipante indiretto (negoziatore), mentre Monte Titoli ha proceduto alla liquidazione delle posizioni garantite da controparte centrale ed ha provveduto allo stralcio di quelle non garantite. In quella data, quindi, sono stati verificati gli effetti sulla controparte centrale.

Il controvalore dei titoli del Gruppo Lehman nei patrimoni dei fondi comuni è risultato di circa 138 milioni di euro, pari allo 0,05 per cento del patrimonio gestito aggregato; quello relativo alle gestioni individuali è risultato di circa 400 milioni di euro, pari allo 0,1 per cento del patrimonio aggregato, per larga parte riconducibile a investitori istituzionali.

L'analisi degli uffici della CONSOB ha inoltre riguardato i prodotti del Gruppo Lehman oggetto di collocamento ed offerta fuori sede, nonché i prodotti assicurativi (polizze cosiddette *index linked*) collocati tramite prospetto informativo ad investitori al dettaglio ed aventi come sottostante tali prodotti. Il valore di questi ultimi è risultato pari ad oltre 1,6 miliardi di euro. Per tale motivo il 24 settembre la CONSOB e l'ISVAP hanno chiesto congiuntamente alle imprese assicurative di fornire informazioni ai clienti circa la procedura concorsuale e le motivazioni dell'eventuale impossibilità di pubblicare il valore degli strumenti collegati alle polizze.

Alcuni gruppi finanziario-assicurativi hanno annunciato l'intenzione di proteggere i propri clienti, contenendo gli effetti negativi cui sono risultate esposte le polizze *index linked*; è stata un'azione quasi immediata. È un atteggiamento condivisibile che si auspica non rimanga circoscritto a

casi isolati e che può produrre benefici effetti nel recupero della fiducia dei risparmiatori.

Il 25 settembre 2008 la CONSOB ha avviato un'indagine ispettiva presso la succursale di Milano di Lehman Brothers finalizzata a verificare l'operatività. Il ruolo della succursale italiana appare peraltro limitato ad attività promozionali e di commercializzazione dei servizi della casa madre.

Il 29 settembre la CONSOB ha infine invitato le Associazioni di categoria degli intermediari a raccomandare ai propri associati di fornire tempestive e adeguate informazioni ai clienti sull'impatto del fallimento del Gruppo Lehman sui loro investimenti. Inizialmente non erano state comprese le finalità di tale richiesta, ma poi essa ha trovato un seguito operativo.

La crisi di liquidità e di fiducia che si è determinata ha continuato ad avere effetti negativi sul mercato del credito e sulla raccolta di risorse finanziarie. I risultati economici degli emittenti, soprattutto bancari e assicurativi, sono esposti ai rischi derivanti dai deterioramenti del ciclo economico e da continue riduzioni dei valori delle attività. In questa situazione di difficoltà sistemica, i mercati vivono turbolenze spesso non giustificate dalla considerazione dei valori fondamentali degli emittenti e creano effetti moltiplicativi della crisi finanziaria e soprattutto della generalizzata perdita di fiducia. In questo contesto si è manifestato nelle settimane passate un vero proprio crollo delle quotazioni, dapprima degli emittenti bancari e successivamente anche degli altri emittenti.

Nell'attuale fase di crisi, gli andamenti negativi possono essere acuiti anche dalle cosiddette vendite allo scoperto di titoli, cioè vendite di titoli presi a prestito ovvero di cui non si ha immediata disponibilità (*short selling*). Tali operazioni mirano infatti a guadagnare sulle differenze di prezzo dei titoli, rafforzando aspettative di forte ribasso delle quotazioni.

La CONSOB, in stretto coordinamento con le altre autorità europee (c'è stata una *conference call* durata un'ora a cui hanno partecipato i componenti del CESR), ha quindi progressivamente introdotto restrizioni alla possibilità di vendite allo scoperto, già limitata dalla regola generale della consegna dei titoli venduti al terzo giorno dall'ordine. Provvedimenti di tale natura si giustificano solo in circostanze eccezionali, posto che tale pratica di mercato svolge normalmente funzioni positive tra cui: l'agevolazione del meccanismo di formazione dei prezzi; il contenimento di bolle speculative al rialzo, l'accrescimento della liquidità disponibile. Nelle attuali circostanze di mercato, lo *short selling*, accentuando le tendenze ribassiste, esaspera i problemi di liquidità e scarsità di credito. Provvedimenti restrittivi sono stati peraltro adottati dapprima negli Stati Uniti e successivamente nel Regno Unito e in altri Paesi europei.

Il 19 settembre 2008, in condizioni di mercato ancora relativamente stabili, la CONSOB ha richiamato gli operatori al pieno rispetto delle regole in materia di consegna dei titoli nell'ambito di operazioni di vendita allo scoperto.

Il lunedì successivo, 22 settembre, dopo la chiusura della Borsa, valutato l'andamento del mercato, è stata adottata una delibera più restrittiva, in base alla quale la vendita di azioni di banche e assicurazioni quotate deve essere assistita dalla disponibilità dei titoli al momento dell'ordine e fino alla data di regolamento dell'operazione. Le restrizioni imposte avevano la finalità di contrastare manovre speculative idonee a produrre effetti anomali sulle quotazioni.

Tra il 23 settembre e il 7 ottobre, in sole 11 sedute, l'indice del settore bancario ha registrato una flessione del 16 per cento. Il titolo Unicredit nello stesso intervallo temporale subiva una perdita complessiva del 22,93 per cento, registrando le variazioni negative più significative, pari rispettivamente a - 8,25 per cento e - 9,28 per cento nelle sedute del 29 e del 30 settembre. La collaborazione tra gli Uffici della CONSOB e Borsa Italiana è stata continuativa; nelle sedute più critiche del 29 e 30 settembre Borsa Italiana ha frequentemente adottato provvedimenti di temporanea sospensione delle contrattazioni tendenti a calmierare gli eccessi speculativi. Si consideri che il titolo Unicredit è stato rinviato in asta di pre-apertura per quattro volte il 29 settembre 2008, per sei volte il 30 settembre 2008 e per ben 10 volte nella seduta del 7 ottobre 2008.

Il 30 settembre 2008 la CONSOB, valutato l'andamento del mercato (ancora negativo), ha attivato indagini di vigilanza anche di natura ispettiva, avvalendosi della collaborazione della Guardia di finanza (il cui contributo considero prezioso e che in questa sede desidero ringraziare) in merito al rispetto della delibera sulle vendite allo scoperto e al crollo delle quotazioni di titoli bancari. Le indagini avviate mirano ad individuare in particolare i committenti finali delle operazioni in vendita e la regolarità delle operazioni disposte.

Lo stesso giorno è stata attivata la cooperazione internazionale per gli intermediari di diritto estero operanti direttamente sulla Borsa italiana (i cosiddetti *remote members*) che non avevano consegnato i titoli nei tempi dovuti ovvero risultati particolarmente attivi sul lato delle vendite di titoli bancari nella seduta del 29 settembre.

Il 1° ottobre 2008 la valutazione degli esiti preliminari degli accertamenti e l'andamento ancora fortemente negativo del mercato hanno indotto la CONSOB ad adottare ulteriori misure restrittive, prescrivendo per le vendite allo scoperto di azioni di società bancarie e assicurative l'obbligo di essere assistite, oltre che dalla disponibilità, anche dalla proprietà dei titoli al momento dell'ordine e fino alla data di regolazione dell'operazione (si richiedeva cioè non solo la possibilità di avere i titoli ma si esigeva che se ne avesse la proprietà). Lo stesso 1° ottobre sono state estese le richieste di cooperazione internazionale per gli intermediari di diritto estero maggiormente attivi sul lato delle vendite di titoli bancari anche nella seduta del 30 settembre.

Complessivamente, la CONSOB ha inviato 11 richieste di cooperazione internazionale in relazione all'operatività allo scoperto sulle azioni di quattro emittenti finanziari italiani. La cooperazione è stata attivata con le autorità di quattro Stati membri (Francia, Germania, Regno Unito

e Svezia) e di un Paese non appartenente all'Unione europea (Bermuda) e ha riguardato l'operatività di ben 11 intermediari: cinque del Regno Unito; uno tedesco; tre francesi; uno svedese; uno con sede alle Bermuda. Di questi, nove sono membri remoti del mercato azionario italiano.

Il 7 ottobre, sulla base dei primi accertamenti e senza pregiudizio di ulteriori iniziative, la CONSOB ha adottato un primo provvedimento d'urgenza. Con tale provvedimento è stato ordinato alla Sim Crédit Agricole Chevreux Italia di non consentire a due soggetti esteri l'accesso alle negoziazioni di titoli bancari e assicurativi negoziati sul mercato italiano. Crédit Agricole Chevreux, infatti, non è stata in condizione di regolare a scadenza le vendite di titoli Unicredit concluse per conto di tali soggetti nelle giornate del 25 e 30 settembre. Alla scadenza dei tre giorni che gli sono stati concessi, l'istituto non ha consegnato i titoli, dimostrando così di non avere la proprietà dei titoli (o comunque la loro disponibilità) e quindi si è provveduto a bloccare l'accesso alla negoziazione.

Una volta acquisiti gli esiti completi delle richieste di cooperazione internazionale e degli accertamenti in corso, se riscontrati inadempimenti o violazioni di norme, potrebbero essere adottati ulteriori provvedimenti. Questi deriveranno da tutte le indagini che sono in corso e che, in campo internazionale, hanno bisogno di tempi non troppo brevi, anche se abbiamo avuto contatti telefonici e io stesso ho fatto sollecitazioni scritte ai Presidenti delle rispettive autorità di cui ho fatto il nome.

Il 9 ottobre, tenendo conto delle esigenze rappresentate dalla CONSOB anche sulla base delle indicazioni provenienti dalle associazioni degli intermediari, Borsa italiana e London Stock Exchange hanno annunciato il rinvio al 10 novembre della migrazione dei mercati italiani sulla piattaforma inglese. Tale decisione è da ricondurre all'inopportunità di cambiamenti organizzativi di notevole portata nelle attuali difficili condizioni di mercato. In pratica, si doveva trasferire il TradElect dalla piazza di Milano a Londra e, in un periodo di particolare difficoltà, spostare l'operatività poteva creare confusione o addirittura determinare risultati negativi; quindi, di comune intesa, peraltro faticosamente raggiunta perché abbiamo dovuto convincere anche il London Stock Exchange, si è deciso di procrastinare di un mese questo trasferimento per evitare turbative nell'operatività quotidiana.

Il 10 ottobre in una fase di maggior acutezza della crisi che aveva iniziato a coinvolgere anche l'andamento dei titoli del settore non finanziario, si è resa necessaria l'adozione da parte della CONSOB di un provvedimento di divieto generale delle vendite allo scoperto, esteso a tutti i titoli azionari negoziati sul mercato italiano. Quindi, prima si è raccomandato di operare secondo le norme, poi è stata emanata una delibera per pretendere la disponibilità dei titoli; successivamente, per i soggetti assicurativi e bancari, oltre alla disponibilità si è pretesa anche la proprietà dei titoli ed infine si è deciso di estendere tale regola a tutte le società quotate.

Sempre il 10 ottobre è stato chiesto a 33 società di gestione del risparmio, che costituiscono una parte significativa (circa i due terzi) del

settore dei fondi comuni italiani, dei fondi esteri riconducibili a gruppi italiani e dei fondi speculativi italiani, di comunicare alla CONSOB lo stato della liquidità e l'andamento dei disinvestimenti chiesti dai sottoscrittori. Il riscontro dei dati acquisiti ha permesso di constatare la presenza di un buon livello di liquidità nei portafogli gestiti. L'ammontare dei rimborsi richiesti appare allo stato assistito dalla liquidità giacente. Da quel momento, le apprensioni sui fondi che potevano essere dirompenti non hanno trovato un riscontro documentale.

Va rilevato che i fondi speculativi, destinati tipicamente alla clientela istituzionale, hanno registrato – in termini aggregati – deflussi netti nel solo mese di settembre pari a 1,8 miliardi di euro (circa 6 volte i rimborsi netti richiesti in precedenza su base mensile), ossia pari a circa l'8 per cento del patrimonio netto in gestione collettiva di natura speculativa. Tale tendenza, confermata dalle evidenze relative alla prima settimana di ottobre, non è escluso che possa determinare un impatto posticipato, considerato che i rimborsi vengono regolati di norma con periodicità mensile. Oggi potrebbero quindi essere richiesti riscatti che però possono essere eseguiti fino a trenta giorni; pertanto, è possibile che i relativi effetti appariranno più avanti.

Lo stesso 10 ottobre è stato chiesto, ai sensi dell'articolo 115 del Testo unico della finanza, agli azionisti rilevanti (con quote superiori al 2 per cento) delle società quotate appartenenti all'indice Standard & Poor's di comunicare alla CONSOB la situazione attuale dei loro possessi azionari, nonché tutte le successive variazioni superiori alla soglia dello 0,50 per cento. La richiesta ha riguardato anche la comunicazione di eventuali partecipazioni detenute a seguito della stipula di contratti derivati. Con tali iniziative la CONSOB mira a monitorare la situazione delle compagnie azionarie delle principali società italiane e l'origine dei pesanti flussi di vendita registrati sul mercato. Conoscere le vendite, sapere dove sono state effettuate, da chi sono state operate le acquisizioni e le variazioni dello 0,50 per cento consente di tracciare una mappa di quanto avviene.

Nelle circostanze attuali potrebbe anche essere opportuno valutare iniziative di carattere legislativo per consentire all'autorità di vigilanza, in presenza di motivi di particolare rilevanza e per periodi predeterminati, di richiedere a chiunque informazioni, da rendere anche conoscibili al mercato, sull'azionariato delle società quotate al di sotto del limite di partecipazione stabilito per legge al 2 per cento. Come è a tutti noto, oggi, i soggetti che detengono una partecipazione al di sopra del 2 per cento in società quotate devono darne comunicazione alla società e alla CONSOB; tale comunicazione deve essere fatta anche in caso di superamento del 5 per cento, 7,5 e 10 per cento. Ora, si segnala l'opportunità, da valutare nelle sedi parlamentari, che in casi di particolare necessità ed urgenza e per periodi predeterminati (che potrebbero essere anche di una settimana), la CONSOB possa avere la facoltà – giuridicamente concessale – di chiedere anche di informare la CONSOB e il mercato sul possesso di titoli rappresentanti l'1 per cento del capitale. Questo può consentire di avere una mappa delle partecipazioni ed eventualmente riscontrare anche azioni

di concerto sul capitale di società quotate; naturalmente è da verificare, ma ciò può facilitare la conoscenza dell'andamento del mercato in fasi di crisi. Per obiettività devo dire che l'Italia ha il limite azionario più basso d'Europa, quello del 2 per cento, mentre in altri Paesi tali livelli sono più elevati. Tuttavia, in momenti di crisi consentire di conoscere per periodi predeterminati il possesso di titoli anche dell'1 per cento non può turbare nessuno, ma può solo essere un utile vantaggio. Per la CONSOB sarebbe un onere, cioè uno sforzo ulteriore, ma ritengo che l'interesse collettivo possa essere quantomeno preso in considerazione.

Suscitano, inoltre, nuove preoccupazioni le conseguenze che la situazione del mercato può avere sull'esposizione delle società quotate a tentativi di acquisizioni ostili. Elevate sono, infatti, le limitazioni attualmente imposte dalla normativa nazionale – più restrittive di molti altri Paesi europei – alle capacità di difesa delle società: la cosiddetta *passivity rule* impone ai *manager* della società-bersaglio di non effettuare operazioni che possano ostacolarne l'acquisto; limitazioni legittime e giustificate in contesti ordinari di mercato, diversi da quello attuale. In proposito, è utile ricordare che nel recepimento della direttiva sull'OPA si è favorita la massima apertura dei mercati e contendibilità delle società. Il libero mercato necessita di libertà di funzionamento; quindi, tra un'ipotesi più restrittiva e una meno rigorosa che la direttiva consentiva, si è preferito accordare la massima disponibilità e apertura; è stata prevista la massima contendibilità del controllo societario a vantaggio dei piccoli risparmiatori, cioè di quelli che hanno quote di minoranza. Tuttavia, abbiamo constatato che alcuni Paesi, in particolare uno, hanno utilizzato strumenti regolamentari con i quali hanno potuto chiedere a società italiane di comunicare se avevano intendimento di effettuare interventi, in genere OPA, su società di quel Paese; inoltre, tale comunicazione da parte delle società italiane doveva essere fornita entro 24 ore. Mi sono messo in contatto con il Presidente dell'autorità di questo grande Paese a noi vicino sostenendo che eventualmente la richiesta doveva esser rivolta alla CONSOB, la quale a sua volta avrebbe verificato se ci fossero gli elementi giuridicamente corretti per la risposta. Mi è stato riferito che la suddetta richiesta sarebbe stata inviata anche alla CONSOB per conoscenza, per rispetto e anche perché si lavora in armonia, ma veniva rivolta a due tra le più grandi società italiane. Ho ribattuto che tali società non avevano obbligo di risposta e mi è stato riferito che quanto detto corrispondeva a verità, ma in caso di mancata risposta entro 24 ore, nei sei mesi successivi si sarebbe ritenuto, secondo il regolamento, che quelle imprese non avrebbero potuto operare in quel Paese. Questo mi ha lasciato sbalordito: la normativa è loro, non la nostra; fanno una richiesta e se la risposta non è tempestiva (a prescindere dal fatto che sia positiva o negativa), nei sei mesi successivi le imprese interessate non possono attuare eventualmente un'OPA sulla società per la quale il Paese di riferimento aveva chiesto notizie. Questa vicenda e qualche altra considerazione che è stata comunicata dalla CONSOB al Governo porta oggi a riconsiderare se non vi sia la possibilità di una modifica in senso più restrittivo della normativa, unicamente a fini di tutela

non perché non si apprezzi il libero mercato, che è quello in cui tutti si dovrebbe operare correttamente. Tuttavia, in un libero mercato non ci può essere chi con strumenti propri può mettere in difficoltà imprese di un altro Paese e, a sua volta, godere del privilegio di poter andare liberamente a fare un'OPA in altri Paesi, cosa che in questo periodo di abbassamento del valore delle società potrebbe essere anche facile e meno oneroso.

È intendimento della CONSOB continuare ad esercitare con fermezza i propri poteri di vigilanza al fine di contrastare comportamenti anomali o scorretti, per limitare gli effetti che pesanti manovre speculative a danno delle società italiane possono avere sull'integrità del mercato e sulla tutela degli investitori.

Va tuttavia rilevato che i provvedimenti assunti in materia dalle diverse autorità europee sono risultati frammentari e non sempre di contenuto equivalente, ponendo problemi di arbitraggio regolamentare a favore delle normative meno stringenti.

Per questi motivi il CESR, anche su precisa richiesta CONSOB, ha istituito il 30 settembre 2008 un'apposita *task force*, con l'obiettivo di un miglior coordinamento delle iniziative delle autorità di vigilanza nella materia.

Resta sempre aperto il problema delle opportunità elusive concesse dalle giurisdizioni non regolamentate e non cooperative, i cosiddetti paradisi legali, che per alcuni possono anche essere una fonte di interesse, ma che per altri, come l'Italia – pensiero mio personale – sono solo fonti di rischi.

Gli uffici della CONSOB hanno contemporaneamente proseguito l'analisi delle esposizioni del mercato italiano alla crisi, considerando il moltiplicarsi di prospettive negative per i più importanti istituti finanziari internazionali, che si auspica possano trovare un'attenuazione negli interventi disposti in questi giorni dalle autorità di governo americane ed europee. Prima di venire qui mi sono chiesto, rileggendo queste righe della relazione, se dire «si auspica» o «si ritiene». Per prudenza dico «si auspica». La mia convinzione e fiducia mi fanno pensare che forse avrei anche potuto dire «si ritiene».

Nella seconda metà del mese di settembre sono stati selezionati i 9 gruppi finanziari e soggetti bancari che, in base agli indicatori di mercato, presentano il maggiore rischio di credito e che risultano aver collocato prodotti finanziari presso investitori italiani. Il controvalore dei titoli di tali soggetti presenti nei portafogli gestiti su base individuale dagli intermediari finanziari operanti in Italia è pari all'1,47 per cento del totale delle gestioni individuali. Per chiarezza devo dire che il valore assoluto, cifra di massima, è di circa sei miliardi.

Il controvalore dei titoli nei patrimoni dei fondi comuni mobiliari aperti di diritto italiano è pari allo 0,77 per cento del totale del patrimonio dei fondi gestiti in Italia. Qui il valore assoluto è di circa due miliardi.

È evidente che, in assenza degli interventi statali di sostegno a tali gruppi bancari e finanziari in crisi, prevalentemente statunitensi, l'impatto

diretto della crisi sui portafogli gestiti avrebbe assunto dimensioni più significative.

La gravità dell'attuale crisi finanziaria è tale da indurre Governi e istituzioni internazionali sia all'adozione di misure di effetto immediato, sia a riflessioni di più lungo periodo sull'architettura dei controlli e del sistema di regolamentazione dei mercati finanziari.

Negli Stati Uniti, dopo i numerosi fallimenti, salvataggi e nazionalizzazioni, il Governo ha predisposto un piano di intervento a sostegno del settore finanziario.

In Europa, si è inizialmente assistito alla realizzazione di iniziative nazionali di diversa natura (dalla nazionalizzazione all'istituzione di fondi di intervento pubblico). In una prima fase, piena convergenza è stata trovata solo in materia di innalzamento delle soglie minime di assicurazione dei depositi bancari. I Ministri finanziari dell'Unione europea, nell'ambito dell'ECOFIN del 7 ottobre, hanno esaminato l'ipotesi di costituzione di un fondo europeo finalizzato alla ricapitalizzazione e al sostegno delle banche in crisi, senza giungere ad un accordo. Tale misura è stata adottata dal Regno Unito l'8 ottobre.

Il Governo italiano, con il decreto-legge del 9 ottobre 2008, n. 155, ha previsto la possibilità per il Ministero dell'economia di intervenire negli aumenti di capitale delle banche che presentino una situazione di inadeguatezza patrimoniale accertata dalla Banca d'Italia e di rilasciare garanzia statale a favore dei depositanti delle banche italiane per un periodo di 36 mesi. Nei prossimi 30 giorni è previsto che siano adottati i decreti attuativi di tali disposizioni.

Domenica 12 ottobre, i Governi dell'Eurogruppo hanno finalmente raggiunto un accordo sulle misure per fronteggiare la crisi, con l'obiettivo di innescare una spirale virtuosa che ripristini la capacità delle banche di assicurare i necessari finanziamenti all'economia reale, prevenendo il rischio di contagio del mondo produttivo.

Il piano anticrisi dei Governi europei si articola in sei misure. Sono talmente note che mi permetto di non ripeterle, anche se sono riportate nella relazione che consegno agli atti della Commissione.

L'ECOFIN, con il supporto della Commissione europea e della Banca centrale europea, dovrà riferire al Consiglio europeo sull'attuazione delle misure previste nei Paesi membri.

Il Governo italiano, in attuazione di tali decisioni, ha emanato ieri, lunedì 13 ottobre, un decreto-legge con il quale il Ministero dell'economia è autorizzato a concedere la garanzia dello Stato sulle passività delle banche italiane di nuova emissione con scadenza fino a cinque anni, nonché ad effettuare operazioni di scambio fra titoli di Stato e strumenti finanziari o passività di nuova emissione delle banche italiane con scadenza fino a cinque anni.

Per quanto riguarda la revisione dell'interpretazione della regola contabile del *fair value*, essa nasce dalla constatazione che, nelle attuali condizioni di mercato, possano determinarsi eccezionali svalutazioni dell'attivo e rilevanti perdite in conto economico.

Negli Stati Uniti la SEC e il *Financial Accounting Standard Board* (FASB) hanno fornito linee guida aggiuntive per una più corretta applicazione del principio del *fair value* in presenza di turbolenze di mercato e di scarsa liquidità, chiarendo le modalità di utilizzo dei modelli interni di valutazione, in luogo dei prezzi di mercato.

Il 7 ottobre il Consiglio ECOFIN ha sottolineato la necessità di evitare disparità di trattamento con gli emittenti americani e di prevedere regole contabili adeguate al contesto di mercato, sottolineando, al riguardo, l'esigenza di un rapido intervento da parte della Commissione europea.

A seguito delle indicazioni formulate dall'ECOFIN, la Commissione europea ha proposto di apportare modifiche alle attuali regole contabili applicate dalle società quotate dei Paesi europei, convocando una riunione del competente comitato per il 15 ottobre. L'*International Accounting Standards Board* (IASB) già il 13 ottobre ha approvato una modifica al famoso, e da qualcuno detto «famigerato», principio contabile IAS 39, con la quale si consente di non valutare al *fair value* gli strumenti finanziari in portafoglio, ad eccezione dei derivati, qualora la società non intenda negoziarli nel breve termine. Tale modifica produrrà i suoi effetti già nella prossima rendicontazione trimestrale. È certamente cosa di grande rilevanza.

Si deve tuttavia rilevare che l'applicazione del *fair value* non è da considerare all'origine delle difficoltà che hanno portato alle crisi bancarie. Una diversa applicazione della regola non modifica la qualità complessiva degli attivi e la capacità delle banche di fronteggiare le tensioni di liquidità, all'origine delle tensioni sul mercato. Se, per la natura e le dimensioni assunte dalla crisi, le misure di intervento hanno riguardato e riguardano in prevalenza profili di stabilità, sono emerse con forza anche questioni che interessano il ruolo delle autorità preposte a garantire la trasparenza dei mercati e la protezione degli investitori.

Tali autorità, come detto, sono intervenute, seppur in modo non uniforme, con provvedimenti volti a contenere gli effetti negativi di pratiche speculative, limitando o vietando le vendite allo scoperto sui mercati azionari. Il primo contatto che abbiamo avuto in videoconferenza con operatori sulla limitazione delle vendite è stato particolarmente sofferto ed impegnativo. Poi gradualmente siamo giunti ad una buona cooperazione e ad una condivisione di normativa sostanzialmente equivalenti.

L'esperienza maturata dimostra che i provvedimenti regolamentari di tal genere, per essere pienamente efficaci e per evitare la possibilità di arbitraggi regolamentari e la concentrazione di pressioni speculative sulle piazze finanziarie che adottano un approccio più liberista, necessitano di un maggiore coordinamento sul piano internazionale e di una integrale e univoca applicazione da parte di tutti.

È da segnalare che molteplici iniziative sono state avviate dalle autorità di vigilanza sui mercati nelle sede internazionali. In particolare, in sede CESR, sono state adottate importanti decisioni.

È stata creata una «*task force Lehman*», presieduta dalla *Financial Services Authority* (inglese), per individuare l'impatto della crisi Lehman

anche sugli investitori al dettaglio e agevolare lo scambio di informazioni tra autorità di vigilanza.

È stata creata una «*task force short selling*» per esaminare le misure prese in materia di vendite allo scoperto ed assicurare il necessario coordinamento tra le autorità, identificando aree di operatività transfrontaliera che sfuggono alle misure adottate a livello nazionale.

È stato dato incarico al gruppo di esperti sul «*clearing and settlement*» di approfondire l'impatto della crisi sui sistemi di *post trading*, in particolare sulle casse di compensazione.

È stato dato incarico al gruppo di esperti sulle «gestioni collettive», presieduto da chi vi parla, di analizzare l'impatto della crisi di liquidità sul settore dei fondi comuni di investimento e, in particolare, dei cosiddetti fondi monetari, esaminando eventuali misure necessarie.

La CONSOB partecipa attivamente, con i propri esperti, a tutte le iniziative. È un impegno rilevante perché i compiti richiedono attenzione, competenza e frequenti riunioni in campo internazionale. È peraltro diffusa in tutta la dirigenza e nella Commissione la convinzione che questi sforzi siano necessari per essere presenti, per dare il proprio apporto e, specialmente con le modifiche al sistema di votazione, per ottenere risultati più proficui.

Nell'attuale eccezionale fase di mercato, potrebbe risultare anche opportuno individuare soluzioni regolamentari concordate, volte ad assicurare maggiore elasticità alle attività di intervento da parte degli emittenti, soprattutto bancari e assicurativi, a sostegno della liquidità di mercato dei propri titoli. Nelle condizioni presenti, infatti, anche per effetto di eventi esogeni alla sfera societaria, si registra un sensibile disallineamento tra domanda e offerta di strumenti negoziati nei mercati regolamentati, caratterizzato da volumi ridotti in acquisto e volumi elevati in vendita.

Richiedono inevitabilmente tempi meno brevi gli interventi volti ad incidere sulle cause strutturali della crisi attraverso modifiche regolamentari e dell'assetto istituzionale dei sistemi di vigilanza. In alcune aree, si ritiene necessario introdurre norme più stringenti e armonizzate, privilegiando approcci e modelli di vigilanza che contengano gli effetti potenzialmente destabilizzanti dell'innovazione finanziaria.

In particolare, è necessario intervenire per aumentare la trasparenza nei mercati primari e secondari dei prodotti strutturati e assicurare maggiori informazioni sull'effettiva distribuzione del rischio tra gli operatori e sui loro modelli di gestione dei rischi. Funzionali a tali obiettivi sono gli interventi in materia di agenzie di *rating*, informativa continua sui prodotti strutturati, sviluppo di mercati liquidi ed efficienti, non escludendo ipotesi di revisione delle regole contabili, da rendere però uniformi e da tutti integralmente attuate.

Istituzioni e autorità di vigilanza hanno da tempo avviato un intenso dibattito sull'opportunità di introdurre una regolamentazione pubblica delle agenzie di *rating*. Si attende l'imminente presentazione da parte della Commissione europea di una proposta di direttiva o di regolamento.

La CONSOB intende anche farsi promotrice in sede europea ed internazionale di iniziative volte ad un riesame della normativa relativa alla trasparenza sia sul mercato primario sia su quello secondario, riproponendo istanze già sollevate nell'ambito dei negoziati delle recenti direttive europee e a suo tempo risultate purtroppo minoritarie.

In particolare, è importante che le istituzioni europee sviluppino iniziative già annunciate, quali quella sull'estensione delle norme di trasparenza e correttezza ai prodotti finanziari non tradizionali. Si pensi ai prodotti assicurativo-finanziari, allo stato non regolati a livello europeo.

La CONSOB intende inoltre riproporre le osservazioni a suo tempo formulate nel dibattito che ha portato all'approvazione della direttiva MiFID ed anche queste risultate purtroppo minoritarie, tra cui quella relativa all'opportunità di prevedere l'obbligo per gli intermediari di fornire informazioni dettagliate agli investitori sui singoli specifici prodotti proposti, nonché sui profili di rischio e rendimento, valutandone appieno l'adeguatezza.

Anche le disposizioni che regolano le transazioni tra investitori qualificati meritano una revisione. Pur condividendo l'obiettivo di non introdurre regole eccessive, e tenendo sempre presente l'esigenza di considerare con massima cautela ogni aggravio dei costi, è opportuno che le transazioni su questo mercato rispettino i principi generali in materia di conflitti di interesse, di informazione minima e di correttezza.

Il settore dei gestori collettivi merita anch'esso una pronta revisione. In sede europea, l'armonizzazione riguarda solo il limitato settore dei gestori di fondi aperti commercializzati agli investitori al dettaglio. I recenti avvenimenti sollecitano infine una riflessione sull'opportunità di assoggettare i fondi *hedge* a vigilanza, anche a fini di stabilità, considerato il ruolo che possono assumere nell'operatività dei mercati del credito e dei titoli e il loro peso.

La drammatica crisi che stiamo vivendo, e che si spera possa avere allentato la sua morsa da ieri, ha costretto gli operatori, le istituzioni e i risparmiatori ad affrontare con maggiore consapevolezza e più forte senso di responsabilità le debolezze strutturali del sistema finanziario, che erano meno visibili e destavano minori preoccupazioni nelle fasi di crescita che l'economia mondiale ha vissuto fino a poco tempo fa.

Tutte le componenti del mercato devono oggi concorrere con forte impegno a creare le condizioni per il ripristino di un clima di fiducia. Al termine della crisi, infatti, è ipotizzabile che il mercato possa operare sulla base di maggiori cautele nell'accettazione di prodotti e strumenti finanziari molto sofisticati, sulla base di regole internazionali più rigorose e più armonizzate nella formulazione e nell'applicazione e, infine, sulla base della dovuta assunzione di responsabilità e del rispetto di principi etici da parte degli intermediari finanziari. Il rispetto dei principi etici è stato ricordato dalla CONSOB anche nel discorso al mercato del luglio di quest'anno. È qualcosa che ognuno ha in sé, però è comunque necessario che tale rispetto si diffonda, insieme alla convinzione che le parti più deboli (cioè i risparmiatori, i piccoli investitori, i depositanti) debbano rice-

vere una tutela adeguata, nel senso che a questi soggetti deve essere chiaramente spiegato che avere un'obbligazione o un investimento ad alto rendimento può portare al rischio di perdere tutto.

Le autorità di Governo sono intervenute con tempestività e in via d'urgenza per tentare di fugare i timori dei risparmiatori ed aiutare gli intermediari bancari più colpiti dalla crisi di liquidità e dalle conseguenti tensioni patrimoniali. Le iniziative a tutela dei depositanti hanno rappresentato un primo fondamentale passo per contrastare il contagio della crisi di fiducia a tutto il sistema economico, che in qualche istante ha fatto temere un contagio da panico. Io stesso ho ricevuto moltissime telefonate di singole persone – alle quali, nei limiti del possibile, ho sempre risposto – che chiedevano notizie su come difendere il loro piccolo risparmio. Per alcune ore, quindi, c'è stato veramente il rischio che si diffondesse il panico.

Infatti, la tutela del risparmio implica innanzitutto la necessità di trovare adeguate forme di salvaguardia degli interessi dei piccoli investitori, che l'innovazione dei prodotti finanziari e dei sistemi di intermediazione ha reso esposti a rischi non adeguati alle loro caratteristiche e conoscenze.

Il primo obiettivo è quello di assicurare piena trasparenza e conoscibilità dei rischi relativi ai prodotti finanziari offerti sul mercato. L'intermediario, che deve informare sulle caratteristiche di prodotti spesso complessi, potrà e dovrà acquisire maggiore consapevolezza dell'adeguatezza del prodotto offerto e dovrà assumere quindi maggiori responsabilità nei confronti dei propri clienti.

In proposito, va segnalato che le competenze di intervento della CONSOB non sono estese a tutti i prodotti finanziari presenti sul mercato e soprattutto alle offerte provenienti dall'estero che beneficiano del passaporto europeo ed entrano direttamente nella disponibilità di chi li vuole acquistare.

Sul piano dei comportamenti degli intermediari, la CONSOB ha in corso un potenziamento dell'azione di vigilanza sul rispetto delle regole e sono in fase di emanazione linee guida sul comportamento degli intermediari nella distribuzione di prodotti illiquidi, sulla base di indirizzi già sottoposti a consultazione.

Ugualmente, sono prossime all'emanazione disposizioni secondarie relative all'attivazione del fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori e del sistema di conciliazione e arbitrato; la procedura di consultazione sulla disciplina della conciliazione e arbitrato è terminata il 30 settembre.

All'attività regolamentare e di vigilanza, la CONSOB affianca iniziative di *investor education*, affinché i piccoli investitori acquisiscano più consapevolezza delle caratteristiche dei diversi prodotti finanziari e sappiano tutelarsi meglio di fronte a prospettive di rischio non adeguate, spesso correlate a previsioni di elevati rendimenti.

Snodo fondamentale per il corretto funzionamento del sistema rimane il comportamento degli intermediari, che dovrà, con uno sforzo di consapevole determinazione, uscire rinnovato dalla crisi, a salvaguardia sia

della propria stabilità patrimoniale sia della correttezza della condotta assunta nei confronti dei clienti. Gli intermediari dovranno assumere in pieno il ruolo, che la normativa assegna loro, di sostegno reale dei risparmiatori nelle scelte di investimento e di supporto all'attività produttiva industriale e commerciale, rifiutando la tentazione di attività meramente speculative.

L'impegno della CONSOB, nell'interesse dell'integrità del mercato e di tutti coloro che in esso operano – le imprese e, non ultimi, i risparmiatori – continuerà ad essere assoluto, svolgendosi in fase di vigilanza, anche con la collaborazione della Guardia di Finanza, per la verifica del più integrale rispetto delle regole e delle misure restrittive adottate in questi giorni, perseguendo con i mezzi a disposizione le condotte che risulteranno adottate in violazione delle regole di mercato ovvero delle norme in materia di abusi, e in fase di prevenzione, segnalando alle autorità consorelle ogni elemento atto a consentire interventi utili e coordinati.

Al Governo, in particolare nella persona del Ministro dell'economia, come previsto dall'articolo 1, comma 12, della legge n. 216 del 1974, è stata e sarà tempestivamente sottoposta ogni informazione e ogni utile segnalazione. In sede di Comitato per la salvaguardia della stabilità finanziaria, sarà fornita in continuità ogni coordinata collaborazione.

Si conferma, infine, la più ampia disponibilità a corrispondere a ogni richiesta del Parlamento ed a fornire, nell'ambito delle competenze d'istituto e dell'esperienza acquisita, piena e grata rispondenza.

PRESIDENTE. Ringrazio molto il presidente Cardia per questa relazione puntuale, che contiene la cronaca – ma non solo – delle decisioni prese, degli interventi effettuati e delle situazioni affrontate in questo periodo di crisi.

Prima di dare la parola ai colleghi, vorrei sottolineare tre punti che a me sembrano di grande rilievo.

Nel momento in cui appare evidente che strutturalmente, almeno nel medio periodo, occorre un salto di qualità nell'ambito della cooperazione europea, verso una vigilanza di carattere europeo, mi sembra doveroso ringraziare il presidente Cardia per averci informato di un fatto che giudico serio e grave, da non sottovalutare. Si può capire che ciascuna autorità nazionale abbia timore che durante le fasi di Borsa così calante vi siano tentativi di scalata da parte di altri, ma non si può tollerare che questo non passi attraverso le autorità nazionali dei singoli Paesi. Ricordo ai colleghi lo strano episodio di qualche anno fa, quando l'Italia fu costretta a vendere le Genco e alle gare per la privatizzazione di quelle società partecipava una grande impresa di Stato europea; in quel caso la Commissione europea sanzionò il comportamento del Governo italiano che bloccò i diritti di voto al tre per cento. Non lo dico per rivangare il passato, ma per invitare a prendere le precauzioni del caso.

L'educazione del risparmiatore è certamente un elemento fondamentale, ma altrettanto fondamentali sono il *rating* e gli intermediari. Non è più tollerabile che l'attività di *rating* sia commissionata da parte della so-

cietà che deve essere esaminata: l'esaminatore non può agire su richiesta dell'esaminando. Valuteremo quali indirizzi fornire in merito, ma certamente una squadra non può scegliersi l'arbitro; nel campionato di calcio italiano qualche volta si è verificato ma appunto non è stata una bella esperienza.

Per quanto riguarda gli intermediari, condivido perfettamente quello che il presidente Cardia ha detto nella relazione; credo però che si debba andare oltre l'aspetto etico ed inserire anche dei paletti e delle regole cui devono attenersi gli intermediari, se vogliono svolgere quel mestiere.

FERRARA (*PdL*). La particolare attenzione con la quale noi commissari abbiamo seguito l'esposizione, durata quasi un'ora, della relazione della CONSOB, è indicativa della peculiarità del momento. Se da un lato ci corre l'obbligo di ringraziarla, dall'altro è chiaro che la nostra attenzione non è soltanto dovuta al rispetto e alla gratitudine che abbiamo nei confronti della CONSOB per la scrupolosità della relazione, ma anche alla gravità del momento, di cui la relazione stessa è esemplificativa. La relazione è molto chiara nel tracciare un *excursus* dalla metà di settembre al 13 ottobre delle tappe fondamentali in cui si è determinata la crisi nel contesto internazionale.

Vorrei chiederle, dottor Cardia, di illustrarci nel dettaglio l'ipotesi formulata nella sua relazione della concentrazione delle competenze di vigilanza in capo a due autorità, una per la stabilità e una per la trasparenza e la correttezza ai fini della maggiore chiarezza (tema ripreso anche nella parte conclusiva della sua relazione). È evidente a tutti noi, alla luce dei fatti, che occorrono strumenti legislativi attraverso cui il nostro Governo possa aiutare gli organi competenti ed il Paese; è quindi doveroso che il Parlamento lavori ad una normativa che sia di maggior garanzia per il risparmiatore.

Anche il Presidente ha fatto riferimento all'inopportunità che la facoltà di vigilanza sia lasciata alle sole società di *rating*. Vorrei sapere pertanto se vi sono proposte per fare in modo che la trasparenza e la correttezza vengano assicurate anche da un sistema come quello duale che è stato riproposto sulla base del modello anglosassone e tedesco, ma che in Italia non ha avuto grande fortuna. Questo invece potrebbe essere un sistema per individuare una migliore responsabilità nella gestione, esercitando un controllo interno, più efficace di un controllo esterno, che presenta le difficoltà di cui ha già detto il Presidente. Chiedo se le nuove responsabilità a cui tutti (CONSOB, Banca d'Italia, ISVAP, CESR) sono chiamati potranno essere sostenute da un impianto normativo e se lei abbia già delle proposte in merito.

LEDDI (*PD*). Anzitutto ringrazio il presidente Cardia per la relazione, che ci ha offerto una delle panoramiche più esaustive finora avute sull'attuale situazione che desta in noi notevole preoccupazione.

Desidero porre al presidente Cardia alcune domande, stimulate appunto dalla sua relazione. Lei ha fatto un chiaro riferimento a quanto ci

è già noto, cioè al fatto che questa è una crisi internazionale che avrebbe richiesto probabilmente un miglior coordinamento internazionale per ottenere un antidoto più efficace. In verità, dato che si tratta di una crisi imponente, il coordinamento internazionale è stato frammentario e lo stesso coordinamento europeo ha stentato a decollare; pertanto le autorità dei singoli Stati sono state responsabilizzate per dare risposte di coordinamento interno. Lei ha specificato di aver avuto, soprattutto nelle fasi più critiche delle ultime settimane, collegamenti intensi con la Banca d'Italia. Proprio perché la lezione che stiamo traendo è ancora di una notevole difficoltà anche a livello europeo ad avere coordinamenti tra le autorità di vigilanza, vorrei sapere se ritiene opportuno che all'interno del nostro Paese si istituzionalizzino e formalizzino raccordi tra soggetti di vigilanza all'interno di ogni singolo Paese: lei stesso ha accennato che vi sono stati raccordi non solo tra CONSOB e Banca d'Italia ma anche con ISVAP. Quindi, in attesa di un diverso coordinamento di tipo internazionale o europeo, rafforziamo questo? Al di là degli organismi di vigilanza cui è stato fatto cenno prima, recentemente costituiti, è necessario formalizzare i rapporti tra i nostri soggetti di vigilanza?

Lei ha fatto correttamente cenno alla necessità di valutare l'opportunità di modifiche normative che consentano, al di là delle soglie significative già oggi soggette ad obbligo di comunicazione (del 2, del 5, del 7,5 e del 10 per cento), di prevedere un obbligo di comunicazione o comunque di informativa anche al superamento di soglie al di sotto del 2 per cento. Credo però che anche il vuoto di obbligo informativo tra le soglie del 2 e del 5 per cento sia, in tempi di turbolenze di questa natura, un elemento su cui riflettere. Abbiamo infatti constatato che la trasparenza è l'elemento che aiuta, in un contesto molto difficile da governare, a stabilizzare il mercato. Quali sono le sue valutazioni sulla necessità di trasparenza negli assetti partecipativi anche attraverso questi strumenti?

Mi appaiono invece poco chiari gli atteggiamenti e le iniziative assunte in relazione allo *short selling*, da lei perfettamente ricostruiti. Il 19 settembre negli Stati Uniti tale questione è stata affrontata di petto perché ci si è resi conto che, pur avendo gli effetti positivi che lei ha richiamato, con queste turbolenze di mercato lo *short selling* diventava un forte elemento ingovernato di criticità. Inizialmente, i provvedimenti adottati sono stati un po' timidi; immagino che ci siano state delle ragioni – che ci dirà – ma, atteso che gli Stati Uniti nel bene e nel male (purtroppo più nel male) hanno anticipato alcuni comportamenti e che comunque c'era già un parametro di efficacia, mi chiedo se non fosse opportuno assumere prima il provvedimento che è stato adottato il 10 ottobre, cioè una restrizione, anche se momentanea, ma resa necessaria dalla contingenza di mercato.

BONFRISCO (*PdL*). La relazione del presidente Cardia, durata oltre un'ora, ci ha illustrato nei minimi dettagli, così come ci attendevamo, tutto ciò che è accaduto negli ultimi giorni. La precisione della narrazione ci aiuta a ricordare che si tratta della cronaca di una morte annunciata da

tempo e puntualmente arrivata. Al di là delle analisi politiche che faremo in altra sede e in altri momenti dei nostri lavori parlamentari, la mia domanda rappresenta una sorta di evoluzione del quesito già posto dalla collega che mi ha preceduto. Mi chiedo cioè come mai soltanto il 10 ottobre noi arriviamo a decisioni che altri avevano già anticipato in ordine alle turbolenze dei mercati, anche rispetto a quanto ci ha illustrato nella sua relazione. Soprattutto, prima delle decisioni che sono state prese dal 19 settembre al 10 ottobre, lei crede, Presidente, che questa autorità di vigilanza abbia davvero svolto il proprio ruolo con puntualità e precisione nei giorni precedenti al 19 settembre e in quelli in cui da più parti si levava non solo il tradizionale grido di dolore, ma un fortissimo grido di allarme in ordine ad operazioni di natura finanziaria sottoscritte non solo dal nostro sistema delle imprese e dai risparmiatori, ma persino dai nostri enti locali, che si ritrovano oggi affogati nei debiti a causa di comportamenti che ritengo non sempre legali e regolari da parte di alcuni soggetti bancari italiani e soprattutto stranieri, su cui scarsa vigilanza evidentemente c'è stata?

LANNUTTI (*IdV*). Signor Presidente, vorrei rivolgere al presidente Cardia solo poche domande molto semplici. Sorvolo sulle questioni inerenti la trasparenza, la correttezza e su quelle di ordine etico, pur richiamate nella sua relazione in questa sede. La pedante ricostruzione degli andamenti degli indici di borsa e dei comparti, durata più di un'ora, può anche essere interessante per gli investitori, ma è noto che a noi dell'Italia dei Valori interessa più comprendere quanti siano i risparmiatori coinvolti, quanti hanno titoli e *bond* Lehman Brothers, quanti hanno polizze *index linked* con sottostanti titoli Lehman ed affini. Queste sono le problematiche che riguardano la povera gente, chi si è sudato il risparmio e si ritrova, per la seconda volta dopo cinque anni, in una situazione simile a quella dei casi Cirio e Parmalat: ricordiamo infatti che si sta celebrando il processo per il *crack* da 14 miliardi in cui il pubblico ministero ha ricostruito un'omessa vigilanza da parte delle autorità di controllo.

Tra l'altro, la senatrice Bonfrisco ha ragione, ma io mi spingo ancora più in là: questa crisi è datata agosto 2007 – ricordiamocelo – con l'esplosione della bolla dei mutui *subprime*. Il colpevole ritardo delle autorità di controllo, Presidente, non è riferito soltanto dall'Italia dei Valori, da noi che siamo sempre accusati di fare le pulci, ma anche da un economista prudente come Vaciago il quale, rilevando che il fallimento della Northern Rock è di un anno fa, che l'esplosione dei mutui *subprime* è dell'agosto del 2007, che il *crack* Bear Stearns è di marzo, si è domandato perché le autorità di controllo si siano ridotte (questo Comitato per la salvaguardia della stabilità finanziaria) ad intervenire ad ottobre. Tra l'altro, questo Comitato aveva sostenuto che l'Italia era al riparo, mentre il sottosegretario al Ministero dell'economia e finanze Cosentino, rispondendo ad un'interrogazione alla Camera, si è espresso diversamente da quanto sostenuto dal suddetto Comitato, che quindi ha nascosto la verità al Paese e ai risparmiatori, affermando che in ogni caso gli effetti diretti della crisi finan-

ziaria mondiale in Italia sono risultati marginali. Il sottosegretario Cosentino invece ha riferito che le famiglie italiane hanno in mano direttamente, o tramite fondi d'investimento, titoli Lehman Brothers per circa 1,8 miliardi e polizze per 1,7 miliardi, quindi siamo attorno a 3 miliardi di euro. In altre occasioni io avevo trovato un ammontare di circa 3,2 miliardi in emissioni operate dalle due maggiori banche come Intesa Sanpaolo e UniCredit. Non vogliamo che neanche la più piccola banca fallisca, ci interessa la stabilità del sistema bancario, ma ci preme di più la stabilità delle famiglie frodate in questa grande crisi finanziaria.

In ultimo, Signor Presidente, sempre con il suo permesso e considerando la trasparenza dei mercati, vorrei rilevare che nei giorni scorsi, quando la Borsa era aperta, ho ascoltato alcune massime cariche istituzionali procedere ai «consigli per gli acquisti» di certi titoli, configurando una vera e propria manipolazione dei mercati. Chiedo dunque se, rispetto a tale turbativa, si intenda o meno aprire un'istruttoria, verificando i volumi che sono stati intermediati e i prezzi dei titoli quotati chiamati in causa, che ricordo essere ENI, ENEL e Mediaset.

BARBOLINI (PD). Ringrazio il presidente Cardia per la sua relazione. Desidero porre anch'io alcune domande.

È stato dato un quadro molto dettagliato e completo. Si è parlato dello snodo cruciale del fallimento della Lehman Brothers come elemento di accelerazione della crisi. Tuttavia da quanto detto emerge un elemento: al di là del fatto che questa sia una crisi che origina nel sistema americano, c'è stata una fase in cui la dimensione europea non è riuscita a esprimere tutta l'energia e la capacità di intervento necessarie. Ricordo che a settembre 2008 la BCE nel suo ultimo bollettino rimarcava il tema della lotta all'inflazione, ma non mi sembra facesse cenno alla crisi del credito. D'altronde quando lei dice che ora, a livello di coordinamento europeo, potremo far valere di più un certo tipo di attenzione, di sensibilità e di denunce circa l'inadeguatezza dei controlli e di certe regole lasche, io nelle sue parole leggo una censura.

Lei giustamente a luglio ha parlato di segnali di fragilità del sistema finanziario e ha evidenziato che c'erano crescite troppo tumultuose dovute a incentivi che non erano sempre compatibili con principi di corretta gestione. Però, visto il precipitare degli eventi, non si è interrogato se non occorresse alzare voci più ferme e più nette, posto che ce ne fossero le condizioni, le possibilità e le strumentazioni, per denunciare una situazione simile? Come nel film «Cassandra Crossing», si trattava di un treno lanciato verso un ponte incapace di sostenerlo.

Visto quel che è successo, in particolare l'altalenare dei titoli, immaginavo che ci fossero state anomalie nel mercato, ma sono rimasto colpito dal numero di situazioni da monitorare o su cui si è avviata un'istruttoria. Si tratta solo della punta di un *iceberg* costituito da un fenomeno molto più complesso? È possibile arrivare fino in fondo?

Si è parlato di strumentazioni più incisive. Non c'è comunque il rischio che ci sia una sfasatura di tempi tra l'individuazione del problema, il controllo e la sanzione?

Il punto che mi interessa di più è la tutela dei risparmiatori e delle persone che investono. In proposito può darci qualche altro elemento?

Il vice presidente del nostro Gruppo, senatore Zanda, credo abbia formalizzato una richiesta per sapere se la dichiarazione di alcune personalità politiche sia stata appropriata, meditata, inopportuna o forse anche peggio che inopportuna. Non so se lei vorrà affrontare questo argomento, toccato anche dal collega Lannutti, che vede coinvolto tuttavia anche il delicato tema delle informazioni al mercato. In questa fase, ci sono state dichiarazioni che possono aver giocato un effetto di disinvolta rassicurazione, magari *pro domo* di qualcuno, oppure aver innescato il rischio del panico?

Noi dobbiamo preoccuparci soprattutto di ciò che deve fare il legislatore. Solo un anno fa sembrava che le norme italiane a tutela dei risparmiatori fossero buone, valide. Ora si è verificato questo *tsunami*. Per recuperare la fiducia dei risparmiatori, la serenità e l'efficienza dei mercati, lei ha accennato ad una doppia autorità. Può darci qualche elemento in più sulle regole e sul controllo?

Nella sua relazione si parla delle agenzie di *rating*. Io non penso bene di tali agenzie; non pensavo benissimo neanche prima ma ora il mio pensiero è ancora più negativo. Bisogna intervenire con le regole e con la normazione. Forse anche il legislatore ha attribuito a queste agenzie di *rating* una funzione di cardine o di parametro di riferimento nella regolazione del sistema che magari andrebbe riconsiderata. Però mi interessa di più un altro aspetto, cui lei ha accennato. Io ricordo che nella legge di recepimento della direttiva contro gli abusi di mercato era contenuta una disposizione secondo la quale, sul tema della correttezza, della trasparenza e dei conflitti d'interesse, anche le agenzie di *rating* erano tenute a dichiarare le proprietà nonché gli elementi che potessero far ipotizzare un conflitto d'interesse. Tale disposizione venne poi cassata nella legge sul risparmio. Va ripristinata? È questa la direzione che deve seguire il legislatore? Io penso di sì, altrimenti il sistema rischia di avere troppe slabbrature e di non dare quella garanzia di trasparenza e fiducia che i risparmiatori hanno il diritto di attendersi.

D'UBALDO (PD). Ringrazio il presidente Cardia per questa amplissima e preziosa informativa.

Vorrei insistere sulla società di *rating*, perché prima di fare i rappresentanti del popolo siamo appartenuti al popolo. Siamo cresciuti in famiglia, siamo stati abituati a pensare, a sapere, a percepire, nella vita dei paesi e delle città, che se un commerciante era in crisi, vi erano dei segnali precisi, si diffondeva anche la voce; c'era una microeconomia, che invitava a non prestare soldi; c'era un'avvisaglia. Ora viviamo un'epoca di globalizzazione e siamo tutti consapevoli della sua complessità, ma bisogna capire qual è, dal punto di vista politico, l'equilibrio che garantiamo e che ci sforziamo di garantire. Il riferimento è alla Lehman Brothers. Una

mia fonte casuale, cioè un direttore di istituto di previdenza minore, mi ha detto che fino alla sera prima, come istituto, aveva investito in prodotti Lehman Brothers. Tutte le spinte, parlo del pubblico, non di speculatori di borsa, erano perché si investisse in titoli sicuri e quelli della Lehman Brothers erano considerati tali fino alla sera prima della crisi. La Lehman Brothers era garantita e aveva un *rating* doppio rispetto a quello dello Stato italiano; la mattina dopo è fallita. Ora, il problema che abbiamo di fronte, visto che quando usciamo da questa Commissione dobbiamo parlare con la gente, con le persone in carne ed ossa, è come giustificare un sistema assolutamente incontrollabile. Si ripete continuamente che dobbiamo ricostruire la fiducia negli operatori, nei cittadini, ma se compriamo un prodotto gestito da una società che è considerata affidabilissima e il giorno dopo questa fallisce, chi ci assicura che domani questo non si ripeterà?

Prima di concludere, dottor Cardia, le chiedo un chiarimento su un aspetto che in effetti travalica la sua competenza. Le pongo comunque questo quesito in quanto lei è persona sensibile ed esercita un ruolo molto delicato, per cui dispone di elementi di valutazione diversi dai nostri. Vorrei sapere se il fallimento della Lehman Brothers, di una società così importante, era oggettivamente inevitabile? O meglio, solo la Lehman Brothers doveva fallire? È strano; perché questa società fallisce e le altre non falliscono? Non è che la mano invisibile diventa una mano oscura, che manovra i mercati, che determina condizioni che per l'opinione pubblica media non è facile controllare?

Siamo in una sede istituzionale che rappresenta la Nazione, abbiamo bisogno di capire un fenomeno al di là di quanto ci descrivono le aride cifre. Abbiamo cioè la necessità di capire quali sono le dinamiche che ci hanno portato ad una situazione così drammatica e difficile.

DE ANGELIS (*PdL*). Ringrazio il dottor Cardia per la sua disponibilità. Mi scuso per il ritardo, dovuto ad un impegno in un'altra Commissione. Sono venuto il prima possibile.

Non vorrei ripetere quello che hanno detto altri colleghi, ma mi sembra che sostanzialmente la domanda principale sia la stessa per tutti. In questo clima improntato all'«io l'avevo detto», in cui tutti sapevano tutto, ma nessuno ha avvertito di ciò che stava accadendo, vorrei porre alcune semplici domande. Certo, se Vaciago ci avesse avvisato qualche mese fa, probabilmente saremmo intervenuti. Ma sono tanti gli economisti che oggi sostengono di aver previsto tutto. Addirittura, l'economista americano che ha appena ricevuto il Nobel, Krugman, dice che vent'anni fa aveva pronosticato quanto sta accadendo in questi giorni.

C'è la possibilità di quantificare il danno oggi in Italia, considerando amministrazioni locali, enti pubblici, risparmiatori? E che cosa succede adesso nel mondo del risparmio? Ricordo che, fino a qualche mese fa, i giudizi delle agenzie di *rating* diventavano oggetto di discussione e di battaglia politica: bastava che l'agenzia di *rating* assegnasse una A+ e si riteneva che in Italia fossimo tutti ricchi.

Come si riesce a passare da una grandissima affidabilità al dramma assoluto? Abbiamo scoperto che i *bond* argentini e le azioni di Cirio e Parmalat erano praticamente spazzatura, però ce lo hanno detto da Londra, noi non lo sapevamo. Sono anni che le amministrazioni pubbliche vengono tassate da banche che vendono spazzatura, facendo indebitare tutti i cittadini italiani.

Ebbene, oggi scopriamo che miliardi di euro che circolano nelle nostre banche erano tutta spazzatura e questo ovviamente si ripercuote negativamente sul nostro Paese che, avendo un debito pubblico che è il terzo tra i più alti al mondo, è più debole rispetto ad altre strutture. Fortunatamente, oggi siamo all'interno del contesto europeo, che per certi versi ci difende in situazioni come queste.

Ma che cosa succede oggi nel mondo? Che cosa deve fare il risparmiatore? Nascondiamo tutti il denaro sotto la mattonella oppure riusciremo, un giorno, ad essere garantiti, magari in virtù di un accordo nuovo?

In America in questi giorni sta succedendo di tutto. Ho letto la notizia che l'italoamericano settantenne, Angelo Mozilo, fondatore della banca Countrywide, che oggi è indicato da tutti come colui che ha ideato i *sub-prime*, aveva due banche private, però era intimo della *speaker* della Camera Nancy Pelosi e di un certo tipo di lobbismo della politica americana.

Come dicevo, noi subiamo questi eventi. Il piccolo risparmiatore oggi è in grandissima crisi. Non solo l'Italia dei Valori è attenta a queste situazioni, caro senatore Lannutti, non è una questione legata ad un partito o ad un Gruppo. Penso che tutti siamo preoccupati per ciò che sta succedendo.

Allora, dottor Cardia, in quale modo si può ricreare un clima di fiducia?

VACCARI (*LNP*). Anch'io mi unisco al ringraziamento al dottor Cardia per la relazione, che ritengo molto utile.

Mi soffermo su quanto lei scrive, Presidente, a pagina 36 della documentazione che ci è stata distribuita, circa l'esigenza di dare un maggiore «supporto all'attività produttiva industriale e commerciale, rifiutando la tentazione di attività meramente speculative» (e con ciò penso voglia riferirsi a strumenti di natura solo finanziaria).

Le chiedo un chiarimento su una considerazione che mi sembra emerga dalla sua esposizione. Più che prevedere maggiori autorità e maggiori controlli, sarebbe forse più opportuno avere meno aspetti da controllare, nel senso che stiamo andando verso un'esplosione parossistica di strumenti effimeri e virtuali, sostenuti nella loro crescita spasmodica, e nel frattempo trascuriamo di dare sostegno alla crescita dell'economia reale, che si basa sul PIL, su ciò che è costruito, sull'attività industriale.

Non mi sforzerei di trovare nuovi strumenti di controllo sulle autorità, perché a volte, come diciamo in Veneto con una battuta, «l'è peso el tacon del bus». Non dobbiamo coprire i buchi, ma mettere una nuova camera d'aria, cioè evitare queste situazioni grazie ad un sistema più sano.

Ripeto, occorre diminuire ciò che è da controllare e riformare un sistema che è cresciuto solo per autosostenersi.

GERMONTANI (*PdL*). Nel corso della sua relazione, dottor Cardia, lei fa un lungo accenno alla revisione dell'interpretazione della regola contabile del *fair value* e quindi alle linee guida aggiuntive per una corretta applicazione di tale principio, in presenza di turbolenze di mercato, anche se – aggiunge – non è da considerare il *fair value* come l'origine delle difficoltà. Sicuramente però questo è stato un argomento importante, negli ultimi giorni, tanto che ne è previsto un congelamento dal prossimo trimestre.

A pagina 16 della sua relazione, lei afferma che è stata avviata la ricognizione del rischio potenziale per il sistema italiano e che «la Consob ha indirizzato ad un campione significativo di emittenti non finanziari (40 società) una richiesta di informazioni mirata ad evidenziare la posizione relativa ai derivati, ai depositi o linee di credito nonché ai titoli di portafoglio emessi o garantiti dal gruppo Lehman Brothers».

Dalla nota si evince, però, che i dati richiesti sono stati «il *fair value* e il valore nominale relativi ai derivati di copertura, ripartiti in posizioni attive e in posizioni passive» e poi «il *fair value* e il valore nominale relativi ai derivati di negoziazione, anch'essi ripartiti in posizioni attive e passive»; sono quindi stati richiesti dati sempre sulla base del *fair value*. Si dice che i risultati delle analisi non hanno evidenziato rischi significativi a livello di sistema, che nel complesso gli emittenti selezionati mostrano un'esposizione nei confronti del gruppo Lehman Brothers di circa 120 milioni di euro per derivati e 13,7 milioni di euro per titoli in portafoglio. Ma tutto questo è stato valutato sulla base del *fair value* al 15 settembre. Le chiedo quale è la sua valutazione in proposito ad oggi.

LEDDI (*PD*). Il senatore Lannutti ricordava nel suo intervento un'affermazione del Presidente del Consiglio in ordine al suggerimento di acquisto di azioni: ritengo anch'io che sia del tutto improprio che venga suggerito l'acquisto di questa o di quella azione, anche se ovviamente le aziende avevano una grossa partecipazione (erano sostanzialmente aziende di Stato). Nello stesso contesto era stata fatta anche un'altra affermazione, secondo me decisamente più grave e delicata: era stata avanzata l'ipotesi di sospensione delle attività di Borsa per un certo periodo. Poiché vedo che questo è stato fatto in Russia, in Brasile e in altri Stati (le cui Borse, però, certamente sono marginali rispetto alla nostra e ad altre) e poiché credo che la Borsa sia lo strumento della trasparenza, vorrei conoscere la sua valutazione in ordine a questo aspetto, che secondo me può anche affascinare, perché fa immaginare che momentaneamente si congeli la crisi, mentre a mio avviso la crisi stessa ha un sottostante molto più pericoloso. Naturalmente, però, la sua valutazione ha un peso molto maggiore della mia.

PRESIDENTE. Vorrei ringraziare, oltre al presidente Cardia, i colleghi per gli interventi svolti. Mi permetto di aggiungere una considerazione complessiva; non le chiedo quindi una risposta, presidente Cardia, ma vorrei proporre una riflessione comune sul tema profondo che mi pare si evi-

denzi soprattutto nella costruzione europea, la grande assente, il soggetto mancante di questa crisi. È chiaro che quella che stiamo vivendo è una crisi che nasce dall'America, ma c'è questo *missing subject*. La costruzione europea, nella quale chi appartiene alla mia generazione ha visto la grande speranza del futuro, diventa una necessità nel presente. Vorrei invitare tutti i colleghi a riflettere su questo argomento: questa costruzione europea è nata sulla base del presupposto che il processo politico d'integrazione fosse poco affidabile e troppo lento e che potesse essere forzato attraverso meccanismi tecnocratici autoreferenti che, imponendo paletti, anche giusti e, dal mio punto di vista, addirittura sacrosanti, in termini di rigore monetario e finanziario sulla finanza pubblica, potessero forzare il processo politico affidato a questi scalmanati della politica un po' allegra. Vorrei richiamare solo questo argomento, approfittando della presenza del presidente Cardia.

Questa crisi infatti ci porta a meditare su due aspetti, senza discutere gli assetti istituzionali che sono quelli che sono ma bisogna porsi il problema se siano adatti da oggi in poi. La Banca centrale europea, sull'altare di uno statuto che assegna esclusivamente il controllo dell'inflazione, non riesce a controllare l'inflazione, determina una frenata sulla crescita economica e di fatto fa perdere all'area euro 700 miliardi di euro in conto economico (profitti e perdite, senatore De Angelis). Quindi queste autorità sono rigidissime nel rispettare la sacralità dei *totem* assegnati (rigidissima la soglia del 3 per cento fissata per il *deficit*, con la prospettiva dell'azzeramento dello stesso), ma sono francamente molto lasche nelle spericolatezze finanziarie che arrivano a vendere i derivati agli enti pubblici. Questa considerazione, come giustamente è stato detto, dovrebbe farci riflettere nella nostra qualità di rappresentanti del popolo. Almeno personalmente sono molto legato alla campagna ed essendo ragioniere di campagna credo anch'io che quei campanelli d'allarme nelle piccole comunità, cui faceva riferimento il senatore D'Ubaldo nel suo intervento, forse erano più efficienti in tempi passati dei mancati campanoni d'allarme che avrebbero dovuto preannunciare la crisi odierna.

Questo è l'argomento in positivo che voglio porre, perché la finalità dell'indagine conoscitiva che stiamo svolgendo non è solo, come abbiamo detto, comprendere cause, effetti e impatto della crisi sull'Italia e sui risparmiatori, ma poi anche elaborare delle proposte legislative atte ad evitare che crisi come questa avvengano in futuro. La difficoltà sta proprio nel fatto che possiamo chiedere alle nostre autorità nazionali il massimo impegno e sforzo, possiamo anche criticarle se riteniamo che gli interventi dovessero essere attuati due mesi prima e non due settimane dopo, ma il vero *gap* è in termini di costruzione europea: da un lato si è stati rigidissimi su certi aspetti che provocano danni, dall'altro si è stati laschi. La rigidità ci ha fatto perdere circa 700 miliardi di euro di PIL nel 2008 rispetto al 2003, oggi avremmo in Europa 800 miliardi di euro di PIL in più. Quel lassismo nel non tenere conto delle regole per proteggere i vari nazionalismi o perché si è pensato che la crisi fosse solo americana

e riguardasse solo il gruppo Lehman Brothers ha fatto sì che poi si ritrovarono gli effetti di quella crisi fra i piccoli risparmiatori e nei Comuni.

Se Lehman Brothers ha pagato delle fatture, sicuramente ha pagato quelle delle società di *rating*: il Gruppo sarà fallito per altre ragioni, ma sfido a trovare nel bilancio Lehman Brothers tra i creditori dell'asse fallimentare le stesse società di *rating*.

Sul conto del reddito questo è l'effetto. Sul conto dello stato patrimoniale le stime sono varie, ma si aggirano intorno ai 1.500 miliardi di euro, cioè il PIL italiano. Per le rigidità delle autorità autoreferenti, con il *totem* dell'inflazione (con il risultato che l'inflazione è al 4 per cento e non al 2) perdiamo circa 700 miliardi di PIL; per le lascività di un controllo che non c'è stato, non c'è potuto essere, non ci voleva o doveva essere, perdiamo 1.500 miliardi di euro, cioè l'intero PIL italiano nello stato patrimoniale.

Inviterei i colleghi, indipendentemente dal loro schieramento, a riflettere su quest'argomento, anche nel prosieguo delle nostre audizioni, e a produrre eventuali proposte ed indicazioni in termini nazionali in modo che il Governo possa poi portarle nell'opportuna sede europea.

Ringrazio i senatori intervenuti per l'interesse delle questioni sollevate nel dibattito e do la parola al presidente Cardia.

CARDIA. Vorrei esprimere il mio ringraziamento anche per la vastità e la profondità delle domande che non solo sono stimolanti, ma che mi consentono anche di esporre come abbiamo ragionato, agito e con quale tempestività abbiamo affrontato il problema, sempre nei limiti di quanto può fare un'istituzione come quella che rappresento; colgo l'occasione per esprimere gratitudine per l'impegno e lo sforzo di tutti i suoi dirigenti.

Prima di rispondere ai vari quesiti, vorrei sgombrare il campo da due questioni. La prima domanda che tutti, in modo semplice e garbato, a ragione, si sono posti è se la CONSOB non poteva agire prima del 10 ottobre. Questo non è esatto. Secondo i documenti che ho qui con me, quando il giorno 15 settembre la Lehman Brothers è fallita, aveva un rapporto debiti-mezzi propri, la cosiddetta leva finanziaria, pari a 35; in genere una banca commerciale ha un rapporto tra 8 e 10. Dico questo per fare presente che non c'era motivo perché un'ipotesi di tracollo di questo tipo potesse essere immaginata da chi operava con la Lehman, atteso che la Lehman ha nazionalità e sede estera, come altre analoghe banche o società. Peraltro anche le agenzie di *rating* hanno fallito come già avvenuto nei casi Enron, Parmalat e in tante altre occasioni.

A volte il fallimento è stato previsto, in altre occasioni previsto e a volte immaginato, dipende anche dalle persone: c'è chi è particolarmente cauto nell'esprimersi, chi manifesta tranquillamente ipotesi che comunque restano tali e chi fa riferimento a fatti concreti. Ad esempio – lo dico con grande rispetto e personale amicizia – il mio predecessore mi disse che nel momento in cui era diventato Presidente di questa autorità di vigilanza aveva trasferito sue liquidità sui *bond* argentini. Questo non ha commento; penso che più buona fede di così non si possa immaginare, né si può ritenere che fosse una persona poco competente o poco attenta, anche per

quanto riguarda i propri interessi. Intendo dire che ci sono eventi imprevedibili e inconoscibili; poi si possono anche fare tesi universitarie quali esperimenti e in qualche caso indovinare; ma le istituzioni devono riferirsi ai documenti e ai fatti. La mia non vuole essere una critica; intendo rappresentare la realtà quale oggettivamente si presenta.

Per quanto riguarda il nostro operare, premetto che il giorno 15 settembre c'erano dati completamente positivi: si stava verificando la crisi della Lehman e si immaginava che avrebbe prodotto risultati negativi per cui la prima cosa che abbiamo fatto il 19 settembre è stato un richiamo al puntuale rispetto delle regole sulla negoziazione e consegna dei titoli, non solo con una circolare scritta, ma anche con un comunicato ufficiale firmato dalla CONSOB. Il 22 settembre, con delibera n. 16622, abbiamo vietato la vendita di azioni di banche e assicurazioni quotate nei mercati regolamentati se non assistite dalla disponibilità dei titoli; questo è stato quindi il primo passo. In data 1° ottobre la CONSOB ha vietato la vendita di azioni di banche e assicurazioni quotate nei mercati regolamentati se non assistite dalla proprietà e dalla disponibilità (quindi non più soltanto dalla disponibilità). Il 10 ottobre, con delibera n. 16652, abbiamo vietato la vendita di tutte le azioni nei mercati regolamentati se non assistite dalla disponibilità e dalla proprietà di titoli. Si è dunque trattato di un operare in crescendo.

La domanda che si può porre è per quali ragioni non abbiamo agito sin dall'inizio in questo modo. Risponderò in modo corrispondente alla verità dei fatti. Appena sentiamo che ci sono ipotesi di difficoltà, un dirigente – che è qui presente – si informa anche attraverso relazioni personali su ciò che sta avvenendo (in modo scherzoso dico che sente il mercato), mentre il direttore generale ed io facciamo *conference call* internazionali o telefonate nei Paesi più importanti, quindi contattiamo l'autorità di vigilanza francese, tedesca, inglese, spagnola ma anche belga, olandese e lussemburghese. All'inizio, abbiamo trovato resistenza all'ipotesi di intervento sulle vendite allo scoperto perché queste non rappresentano in un mercato solo pratiche negative ma svolgono una funzione positiva. In effetti, se condotte correttamente e se non ci si trova di fronte a crisi come questa, che è stata l'unica di dimensioni tali da richiedere interventi come quelli attuati, le vendite allo scoperto svolgono funzione considerate positive perché consentono di realizzare movimenti di denaro e quella facilità che rende vivo il mercato e permette agli operatori di ottenere entrate che rappresentano la finalità del loro quotidiano operare.

In sede europea, ci siamo adoperati affinché almeno i Paesi con maggior responsabilità avessero una linea comune, ma inizialmente abbiamo trovato forti resistenze; dopo di che, molto insistendo siamo stati sempre più pressanti sino ad ottenere un diffuso consenso e ciò anche perché in Europa la CONSOB è da tutti rispettata. A volte ci siamo trovati in minoranza, ma più spesso molte sono state le occasioni in cui il risultato comune è stato positivo grazie a nostre proposte o con il nostro forte impegno; in questa occasione, però, all'inizio si è dovuto constatare che il blocco delle vendite allo scoperto non trovava consenso. Ho qui con me

un'analisi quotidiana a partire dalla seduta del 1° ottobre che dimostra come non c'erano situazioni di gravità nel nostro mercato, tant'è vero che la Borsa italiana aveva una chiusura positiva (il grafico relativo è totalmente nero). Il giorno successivo, il 2 ottobre, ci sono stati segnali negativi (il grafico riporta i primi segnali rossi) e a tale punto abbiamo deciso di procedere anche senza consenso. La progressione del nostro operare è stata dunque finalizzata ad ottenere un sostanziale accordo internazionale per la più idonea difesa del mercato; alla fine si è determinato un vasto convinto consenso.

FERRARA (*PdL*). Perché ha detto che non avete trovato consenso?

CARDIA. Perché all'inizio nessuno voleva vietare le vendite allo scoperto perché in quel modo si inaridisce il mercato, la liquidità diminuisce; la vendita allo scoperto può avvenire anche dalla sera alla mattina.

FERRARA (*PdL*). Essendo un'autorità indipendente a chi si riferisce parlando di consenso?

CARDIA. Alle altre autorità di vigilanza. Posso dire che per quanto riguarda il consenso, la CONSOB è consapevole di essere assolutamente indipendente; è rispettosa di tutti, ma non ha mai subito interferenze o accettato imposizioni, quindi ha svolto e svolge la propria attività secondo legge. Chi mi conosce sa che, anche se mi pesa molto nella vita quotidiana, oggi la CONSOB può vantare un'indipendenza vera. Detto questo, in Europa è d'uopo ricercare un operare comune, quindi il consenso internazionale è necessario. Non è una regola, ma essere da soli significa trovarsi in difficoltà e quindi rompere il fronte. Poi le direttive europee e le conseguenti leggi varate dallo Stato italiano obbligano a seguire principi comuni.

Ho sentito dire incidentalmente, e condivido tale considerazione, che la regolamentazione italiana è buona. Posso dire che dopo le vicende passate, le tre leggi, la *market abuse*, quella sul risparmio e la relativa modifica della riforma del risparmio attuata con il decreto Pinza ...

BONFRISCO (*PdL*). Ricordiamo proprio il peggio.

CARDIA. No. Nel loro insieme queste leggi hanno prodotto...

BONFRISCO (*PdL*). Hanno prodotto quello che oggi è sotto nostri occhi. Hanno contribuito a produrre questo.

CARDIA. Ma questo viene proprio dall'esterno, se mi consente.

Non sono qui per difendere nessuno. La mia convinzione personale è che questo venga dall'esterno. È stato un progredire in negativo di diffusione di titoli che poi si sono dimostrati carta straccia. Ma questi titoli

sono spesso passati attraverso sedi estere di istituti che non avevano neanche una sede in Italia.

Si è parlato dei derivati. Due terzi dei derivati sono passati attraverso Londra e sono stati acquistati.

BONFRISCO (*PdL*). Presidente, chiedo scusa ma devo fare una precisazione.

PRESIDENTE. Senatrice Bonfrisco, pur con qualche elasticità, siamo in fase di replica.

BONFRISCO (*PdL*). Solo un attimo. Non voglio certo abusare della posizione del Presidente della CONSOB. Io apprezzo molto la sua invocata autonomia. Vuol dire che è tutta una sua responsabilità l'assenza di ruoli di vigilanza su tanti dei fenomeni che oggi raccogliamo sotto il nome di crisi, ma che presi singolarmente, e da molto tempo, forse potevano essere analizzati da un altro punto di vista e da un'altra ottica. Non si trattava allora di una crisi, ma di comportamenti non corretti, non trasparenti e, talvolta, non legali. Ma ne prendo atto.

CARDIA. Le chiedo solo di spiegarsi meglio, perché non ho capito. Comportamenti non legali?

BONFRISCO (*PdL*). Non credo ci sia il tempo per poter spiegare e mi rendo conto che non è questa la sede più opportuna.

PRESIDENTE. Lascerei adesso al Presidente Cardia...

BONFRISCO (*PdL*). La sede dell'audizione di CONSOB è solo quella di ascoltare le risposte in ordine al suo ruolo e al suo lavoro.

PRESIDENTE. ...la possibilità di rispondere alle domande dei colleghi. Poi abbiamo tutto il tempo per le riflessioni.

BONFRISCO (*PdL*). Giusto per l'opportunità del concerto europeo, nel Regno Unito, come lei saprà meglio di me, da molti anni non si possono vendere i derivati agli enti locali. Ma nel nostro Paese sono stati venduti.

BARBOLINI (*PD*). Signor Presidente, chiedo scusa, ma se riapriamo la discussione...

PRESIDENTE. No, interrompo qui.

BARBOLINI (*PD*). Però bisognerebbe che ci attenessimo tutti alle stesse regole. Le regole lasche non vanno bene.

PRESIDENTE. Assolutamente sì.

I colleghi senatori avranno tempi e modi di affrontare ulteriori argomenti. Ha la parola il presidente Cardia per la replica.

CARDIA. Volevo dimostrare che l'operatività della CONSOB è stata graduale, progressiva e sempre più incidente e che è stata connessa a due punti fondamentali: l'andamento del mercato e – ma in misura minore – i rapporti internazionali con le «CONSOB» europee, con le quali ogni azione è stata concordata e portata avanti. La situazione non si è verificata solo in Italia, ma in tutto il mondo. L'operare in comune è una necessità, perché operare separatamente significa che le conseguenze negative ricadono sul Paese che ha regole più lasche o meno favorevoli. Se si parte tutti insieme e si applicano le stesse delibere, l'equivalenza consente di non essere «vittima» di un solo sistema. I dati che ho letto non sono certo belli, ma non sono dati dai quali possa dedursi che l'Italia, rispetto ad altri Paesi, è stata vittima. Questo dicono i dati che riguardano tutti i Paesi e non solo il nostro.

Mi fa piacere dire che ora, alle 15,30, i dati che mi vengono forniti sono ancora buoni, perché il Mibtel è salito dal 6,20 al 6,40 per cento e Nasdaq e Dow Jones hanno aperto positivamente, rispettivamente del 2,2 e 4,4 per cento. Questo fa ben sperare, perché le borse americane hanno una grande influenza su quelle europee e su quella italiana. Mi auguro che la progressione positiva possa continuare e aiutare un recupero.

Vengo ora alla domanda del senatore Ferrara. Alla fine risponderò anche alla domanda del presidente Baldassarri, a meno che non fosse una considerazione.

PRESIDENTE. In effetti non è stata una domanda, ma solo una considerazione offerta all'attenzione dei colleghi.

CARDIA. Il senatore Ferrara fa notare che a pagina 14 della relazione si parla di concentrazione delle competenze in capo a due autorità, una per la stabilità e una per la trasparenza e correttezza. È vero. Ho detto in più occasioni e sedi, anche parlamentari, nonché in relazioni al Governo e al mercato, che ero e resto convinto che la ripartizione di competenze per finalità sia essenziale, perché consente chiarezza, assunzione di responsabilità e alta specializzazione. Rispetto agli anni precedenti, vedo che molti affinamenti di operatività sono dovuti a rapporti personali e a normative migliori, ma sarebbe positivo se si concentrasse la stabilità, come già è, in un unico responsabile (Banca d'Italia), e la trasparenza e correttezza in un'unica autorità. Non certo per desiderio di farsi carico di altre responsabilità, bensì solo per la consapevolezza che per poter operare al meglio occorre un quadro normativo adeguato e quindi occorre una razionalizzazione del sistema. Peraltro è noto che la nostra attività viene svolta con rispetto di tutti ma anche senza soggezioni. La possibilità di unificare le varie autorità secondo il criterio della finalità perseguita renderebbe più chiaro il quadro e più concreto ed efficace per tutti l'operare delle autorità preposte alla vigilanza. Oggi, ad esempio, esistono prodotti assicurativi

per i quali, da un anno, è prevista la vigilanza della CONSOB, in quanto sono prodotti finanziari; in precedenza gli stessi sono stati invece sottoposti all'attività di vigilanza di un altro istituto (l'ISVAP). Questa diversità può determinare sovrapposizioni di interventi e oneri maggiori per intermediari e per coloro che operano sul mercato. E gli oneri alla fine pesano molto, anche nel trasferimento di operazioni da una piazza all'altra: se in Italia un'operazione ha un dato costo mentre in un altro Paese ha un costo diverso, magari perché lì ci sono regole più lasche o costi minori, allora l'Italia e il mercato italiano ne risentono in negativo.

Per quanto riguarda l'operatività cui io ho accennato, il Comitato di salvaguardia della stabilità finanziaria, istituito dal precedente Governo e divenuto realtà sotto quello attuale, è stato una felice intuizione e un'ottima sede di confronto. Ci si può domandare quali siano i risultati. Non sta a me giudicare. Certo è importante che pochi soggetti, ognuno responsabile di un settore, si trovino attorno ad un tavolo per condividere le notizie di cui dispongono, le difficoltà che trovano, le sensazioni che hanno ed espongono valutazioni spesso concordi. Peraltro, le voci provenienti dal mercato spesso non sono dimostrabili, perché molte volte ci sono amministratori che parlano con qualcuno in cui hanno fiducia e danno un allarme o una notizia che ad altri non darebbero. A volte notizie di particolare rilevanza non vengono acquisite se non si ha un rapporto di fiducia. L'unificazione consente minori oneri ed un accentramento di valutazione.

Per verifiche, rapporti e consultazioni la sede del Comitato è stata particolarmente utile. La mia attività non è legata a visioni politiche, è assolutamente neutrale, e con neutralità dico che quella è una sede che ha dato possibilità di conoscere e di agire con maggiore tempestività, di confrontare le situazioni, di stimolarsi reciprocamente, ad esempio chiedendo a chi svolge un'indagine nel settore assicurativo di estenderla oltre gli originari confini al fine di evitarne l'analisi anche di un'altra autorità. Quindi è una sede utile. Così come, lo ripeto, sarebbe utile l'unificazione delle autorità e non certo per aver più attribuzioni, anzi sarebbe un peso aggiuntivo, ma perché il sistema funzionerebbe meglio. Questo con pieno rispetto del funzionamento delle autorità e delle modalità con cui attualmente operano.

Per quanto riguarda la produzione legislativa, ho già detto che quella passata ha migliorato il quadro normativo, rispetto al nulla che c'era prima. Appena diventato presidente, sono stato audito in questa sede per molte ore sulla vicenda della Cirio e della Parmalat. Posso dire che rispetto a quel periodo sono stati assegnati alla CONSOB poteri particolarmente utili, specialmente in materia di *market abuse*, rispetto a quelli che si avevano in precedenza.

Rispondo a chi ha chiesto cosa produrranno gli 11 interventi in campo internazionale, che sono stati giudicati lenti. Certamente l'intervento in sede internazionale non produce risultati veloci. Quando ci rivolgiamo ad un intermediario italiano o estero con sede in Italia, possiamo chiedergli di rispondere entro 24 ore, oppure in tre giorni, se riteniamo che la ricerca dei dati sia impegnativa o se è compresa la domenica. Di-

verso è se abbiamo bisogno di notizie che riguardano intermediari o imprese che operano in sedi estere, che da lì hanno fatto venire direttamente i loro prodotti in Italia. Oggi infatti questi possono giungere direttamente in Italia, senza che ci debba essere attività di vigilanza da parte della CONSOB (perché questo prevede la direttiva comunitaria, non è che noi non svolgiamo con tempestività i nostri compiti). In questo caso, bisogna avere pazienza e tenacia, perché devono essere chiamati gli intermediari dalle autorità di vigilanza dei rispettivi paesi, le quali dopo ci trasmettono le notizie acquisite; spesso inoltre si verifica che sono necessari ulteriori approfondimenti. Inoltre, se si tratta di un caso singolo, la pronuncia su di esso può essere più veloce e meno difficile. Se invece dovesse apparire un'operazione concertata da più soggetti che hanno agito nello stesso tempo, acquisti concertati, con modalità più o meno simili, allora ai sensi della normativa sul *market abuse* si devono svolgere impegnativi accertamenti e, se del caso, segnalare anche in sede penale comportamenti rilevanti sotto questo profilo.

Ricordo in proposito che segnalai telefonicamente al procuratore della Repubblica di Milano e a quello di Parma la vicenda della Parmalat, appena scoperta dalla CONSOB. Devo dire che, se allora ci fosse stata la normativa conseguente al recepimento della direttiva sul *market abuse*, si sarebbero potuti ottenere risultati più tempestivi. Peraltro, erano coinvolti altri Paesi esteri, quindi abbiamo dovuto avere contatti con gli Stati Uniti e con le autorità di vigilanza e giudiziarie di quel Paese e di altri Paesi.

In conclusione, la cooperazione internazionale è molto utile, ha però bisogno di tempi più lunghi, può dare risultati più veloci su singoli casi, può anche far risultare operazioni ritenute inizialmente non corrette del tutto normali, commesse senza violazioni di norme. Può anche darsi che un'operazione appaia concertata e, laddove questa non fosse conforme a legge, ci potrebbero essere conseguenze che possono giungere sino a richiedere la segnalazione in sede penale. Questo è il quadro normativo ed internazionale in cui si opera.

Per quanto riguarda il sistema duale e il controllo interno, la normativa oggi prevede tutti e due i sistemi. Abbiamo visto che il sistema duale non è stato molto utilizzato. Un grande intermediario ha ritenuto di fare marcia indietro. Non posso pronunciarmi a favore di uno o dell'altro; rilevo solo che esistono tutti e due e che possiamo solo verificare, quando esistono, che operino correttamente.

Dal punto di vista dell'operatività, c'è chi pensa che il collegio sindacale svolgeva benissimo le sue attività con il sistema precedente e chi invece ritiene che il sistema duale possa essere utile, non soltanto per raddoppiare le cariche, ma anche per svolgere funzioni tra loro interconnesse. Dipende da come queste vengono in concreto svolte, non dalla astratta preferenza dell'uno o dell'altro sistema. Certamente, abbiamo constatato che la possibilità offerta dal legislatore non ha avuto grandi sviluppi; sui casi allo stato non ci sono considerazioni negative da formulare, ma solo attenta vigilanza da svolgere.

Per quanto riguarda la domanda della senatrice Leddi sul coordinamento internazionale, mi sembra di avere già detto in quali termini si effettua tale collegamento e quanto sia utile. Dalle informazioni che stanno già pervenendo (abbiamo ricevuto pacchi di informazioni, ma sono dettagliate, quindi devono essere analizzate e verificate), speriamo di riscontrare un comportamento corretto anche se speculativo (la speculazione fa parte dei mercati). Se invece risultasse che fossero state poste in essere situazioni non conformi alle norme, certamente le perseguiremo, nei modi che la disciplina vigente e la cooperazione internazionale consentono.

Per quanto riguarda le soglie di partecipazione rilevanti per cui è richiesta una informativa, confermo che in Italia sono fissate al 2 per cento, che rappresenta un livello di conoscenza più basso rispetto a quello degli altri Paesi. Aggiungo che la riduzione di tale soglia è utile per periodi brevi e sempre per casi particolari. Del resto, una certa opacità negli acquisti deve anche esistere, perché se si chiede ad ogni società e impresa di comunicare gli acquisti per ogni 0,25 per cento, dopo un certo periodo, se questa impresa si comporta correttamente per un paio di volte, probabilmente la terza volta troverà un prezzo delle azioni aumentato di parecchio.

In momenti particolari, invece, la conoscenza può essere tale da permettere di verificare se ci sono vendite o acquisti concertati e quindi è uno strumento aggiuntivo. Su questo possono esserci opinioni a favore e contro. Anche parlando con i colleghi della commissione, qualcuno ha detto che sarebbe molto opportuno, altri hanno detto che non sono sicuri che lo sia. Con ciò intendo dire che sono rispettabili entrambe le idee. Personalmente, lo ritengo uno strumento utile nei momenti di particolare difficoltà. In questo momento sarebbe stato utile, perché avremmo potuto vedere i soggetti che vendevano. Abbiamo dovuto aspettare la notizia quando si è arrivati alla soglia del 2 per cento, invece avremmo potuto vedere anche le vendite inferiori e comunicarle al mercato.

Disponiamo poi di un altro strumento, l'articolo 115 del Testo unico della finanza, che consente alla CONSOB di ottenere specifiche notizie, riguardanti una determinata società o un'impresa singola; ma in questo caso le informazioni non possono essere comunicate all'esterno, perché la legge impone di non divulgarle. Diverso sarebbe se il dato fosse reso noto a tutto il mercato, perché fosse dallo stesso utilizzato.

Si è parlato dell'OPA, credo di avervi fatto riferimento *per incidens*. La direttiva europea sull'OPA non è stata la più felice tra le direttive comunitarie. Ha consentito di avere una rispondenza più aperta o più chiusa al mercato. La CONSOB fece la scelta, che finora ha sempre mantenuto, di un'apertura totale al mercato. Questa vicenda e qualche esperienza precedente (ho raccontato il fatto di uno Stato che ha chiesto a due nostre grandi imprese di dichiarare entro 24 ore se volevano operare nel suo territorio in un determinato settore, altrimenti per sei mesi non avrebbero potuto farlo) mi fanno pensare che, per la tutela di un mercato di cui tutti noi siamo parte e a cui diamo un contributo (l'*unicum* è il prodotto finale), sarebbe opportuno disporre di una normativa che preveda norme più strette di difesa, che possono essere allargate con delibera assembleare.

Non si sarebbe quindi contro il mercato, ma si darebbe in prima istanza la possibilità di una maggiore tutela.

Il senatore Lannutti ha chiesto se era noto il numero dei portatori di quote o di polizze. Noi non conosciamo il numero dei portatori di polizze o di quote, ma si conoscono i valori. Nei fondi e nelle gestioni patrimoniali, le percentuali dei prodotti Lehman sono molto basse; per le polizze *unit* e *index linked*, avevo già accennato che erano di circa di 1,6 miliardi, quindi non rappresentano un peso di grandi dimensioni rispetto ad una dimensione colossale. Però la vicenda Lehman ha provocato effetti a cascata.

Ciò che questa vicenda mi ha insegnato, e che credo che tutti debbano tener presente per il futuro, è stata la paura per il singolo piccolo risparmiatore che in Italia si potesse verificare quello che era avvenuto in Inghilterra. L'Inghilterra è un Paese di grande libertà, ha regole certamente non rigide, che peraltro hanno molto influenzato le direttive comunitarie. Il *common law*, seguito in Lussemburgo, Belgio e Stati Uniti, ha molto influenzato le direttive comunitarie. Tuttavia, in un Paese di così grande libertà, si è visto che in 24 ore si era creata una fila di migliaia di persone fuori dalle banche perché tutti avevano paura di perdere la possibilità di ritirare i propri risparmi. In quel caso, l'intervento liberista dell'Inghilterra non ha tenuto conto delle norme, ma ha salvato la situazione evitando il panico.

In Italia ho avuto la sensazione – che non era solo mia, ma si percepiva dalle telefonate e dalle richieste di notizie che ci venivano fatte, e che naturalmente ho rappresentato a chi di dovere – che potesse diffondersi il panico, anche fra la gente semplice e per questo ancora più rispettabile perché non esperta e non abile a muoversi, di perdere il proprio piccolo risparmio. Ritengo che l'operato collettivo, in questa fase, sia particolarmente produttivo di buoni effetti; lo dimostrano i dati, non è una mia opinione. Per cautela ero indeciso sul termine da utilizzare tra «auspicare» o «ritenere» ma, per i motivi che vi ho detto alcuni minuti fa, penso che il «ritenere» sia migliore dell'«auspicare». Ciò non toglie che la situazione sia ancora complessa e che tale sia in tutto il mondo e allo stato non facilmente circoscrivibile.

Mi è stato detto che il dottor Vaciago ha parlato di colpevole ritardo dell'autorità di controllo. Personalmente, ho grande rispetto di tutti e anche del dottor Vaciago, ma credo che il colpevole ritardo non esista perché la CONSOB si è mossa immediatamente. Premesso che noi monitoriamo il mercato tutti i giorni, compreso il giorno precedente il Ferragosto ed il giorno successivo, sottolineo che personalmente ho interrotto le ferie per due verifiche da effettuare (ma non sono il solo, lo hanno fatto anche i dirigenti qui presenti): basta un minimo allarme anche per interrompere le ferie al fine di verificare le situazioni monitorandole giorno per giorno. Ogni giorno studiamo ora per ora l'andamento della borsa, che viene segnalato in rosso quando è negativo. Credo che più di questo non sia possibile fare. Per quanto poi riguarda la previsione che una vicenda o una crisi possano svilupparsi bene, male o molto male, potrei fare anch'io

qualche previsione, ma probabilmente nei casi di maggior rilievo potrebbero essere tutte sballate. Quella previsione, quindi, fatta da un soggetto che rispetto e apprezzamento, non poteva riferirsi in particolare alla Lehman Brothers, ma è da ritenere che riguardasse l'evoluzione negativa di una crisi che indubbiamente si andava deteriorando in tutto il mondo.

È quindi un tema diverso, che per altro non compete alla CONSOB, la quale deve perseguire la trasparenza, rendendo cognita ogni notizia a sua disposizione. Peraltro, come ho detto in diverse circostanze, la CONSOB spesso concorda i tempi di comunicazione al pubblico di certe informazioni in collaborazione con la Banca d'Italia per evitare che una prima notizia negativa venga diffusa per essere poi magari smentita dopo un quarto d'ora, e per evitare che si debba poi constatare che a fronte di una sola notizia negativa ve ne erano cento positive. Il danno di una prima notizia negativa, infatti, può essere tale da creare situazioni difficili. Ad esempio, l'anno scorso emerse la crisi dei mutui *subprime* (era il 9 agosto) e ricordo di aver avuto numerosi contatti telefonici nella stessa giornata con il Governatore della Banca d'Italia per una valutazione delle conseguenze sulla stabilità che potevano determinarsi a seguito di un annuncio immediato della CONSOB su una specifica notizia e stabilire insieme come operare; abbiamo concordato che avremmo chiesto la comunicazione dei dati relativi alla crisi entro tre giorni per poterli esaminare nel loro insieme e per informare il mercato in modo aderente al vero e non superficiale. In quella situazione mi sono reso conto che rischiamo di ricevere critiche; anzi Padoa-Schioppa mi disse che se avessi sbagliato avrei potuto meritare una critica consistente. A cose avvenute, fortunatamente è risultato che l'aver chiesto immediatamente i dati e l'aver verificato entro tre giorni quali erano le risultanze di tutti gli intermediari che avevamo interpellato (non solo del settore bancario ma anche di quello assicurativo e di quello delle grandi imprese), ha fatto sì che si dimostrasse che la stabilità non era stata assolutamente intaccata. Questo è il nostro modo di operare, con senso di responsabilità e con la speranza di non commettere errori.

Per quanto riguarda i segnali di fragilità del sistema finanziario, preciso che questo è un sistema finanziario mondiale: la normativa ha stabilito alcune regole che certamente consentono che un prodotto dagli Stati Uniti vada a Londra, che da Londra vada in qualsiasi altro Paese e da questo Paese possa ritornare indietro per poi finire, ad esempio, in una società di gestione del risparmio che magari lo vende al pubblico senza che vi siano stati controlli. Infatti, ricordo che in caso di emissione di prodotti finanziari la normativa prevede che l'onere della responsabilità del prodotto ricada sul Paese che ha dato origine allo stesso o su quello che lo ha trasferito.

Come ho avuto modo di ricordare in altre circostanze, l'unica occasione in cui la CONSOB rende pubbliche le proprie valutazioni è l'annuale «incontro con il mercato», un intervento ufficiale reso noto a tutti; per il resto ci rivolgiamo al Parlamento attraverso la relazione prevista dalla legge che rendiamo il 31 marzo al Ministro, il quale poi la trasmette

con le sue considerazioni al Parlamento. Rispondiamo inoltre, come voi sapete, a qualsiasi richiesta da qualunque parte venga e di qualunque genere (interrogazioni, interpellanze, audizioni). Nelle circostanze che ho richiamato è stato detto, e oggi desidero ripeterlo, che occorrono regole certe, chiare, applicate da tutti. Non sempre esistono regole chiare e la difficoltà sta nel fatto che si tratta di regole internazionali: le nostre regole non sono carenti ma sono certo migliorabili; peraltro sono vincolate al rispetto di quanto previsto dalle direttive europee. Occorre che le regole siano chiare e certe e siano uguali per tutti; invero negli Stati Uniti ci sono regole di altro tipo e nel Regno Unito, che non fa parte dell'Unione monetaria europea anche se collabora nel CESR, si possono avere normative non equivalenti. La questione delle regole uguali per tutti è la più delicata: ci può essere, come ricordato, un Paese che applica una regola varando un regolamento sottostante che permette di chiedere a società italiane di conoscere entro 24 ore i propri intendimenti nei confronti di un'attività ed ecco che le regole non sono più uguali per tutti. Lo sforzo comune, però, è come un fiume che scorre: il fiume va sicuramente al mare; si può fermare, si può impantanare, ma la convinzione è che al mare ci si arriva e che quindi potrà trovarsi un operare comune sempre più efficace; questa crisi sarà d'insegnamento a tutti, nessuno escluso. La cooperazione internazionale per la prima volta si è dimostrata progressivamente coesa ed è avvenuta a tutti i livelli, non soltanto a livello di governi, ma tra le varie autorità che si sono consultate, tra le autorità bancarie, tra le autorità di vigilanza, tra le quali vi è la stessa CONSOB, e tra le autorità di vigilanza del settore assicurativo. Sono convinto che l'operato comune si possa sempre migliorare ma è già avviato in modo più che proficuo. La tragedia – perché è una tragedia quella che si è verificata, in quanto si tratta di una crisi a livello mondiale – verrà superata e insegnerà un miglior modo di operare comune. Non so se ho risposto a tutti i senatori.

BARBOLINI (PD). Le avevo chiesto delle società di *rating*.

D'UBALDO (PD). Le avevo fatto una domanda a cui può anche non rispondere.

CARDIA. Rispondo a tutto.

D'UBALDO (PD). Le avevo chiesto se lei considera, alla luce della sua competenza, che fosse giusto evitare il fallimento della Lehman Brothers, proprio per evitare il panico a cui faceva riferimento prima.

CARDIA. Ho parlato di possibile panico.

D'UBALDO (PD). Lei ha detto che in Inghilterra si è evitato il panico proprio per l'intervento del Governo che lo ha frenato. In base alla sua competenza e alla sua valutazione, era giusto evitare questo fallimento

della Lehman Brothers, che ha creato tanto panico? Può anche non rispondere, per carità, ma noi dobbiamo andare al sodo nelle nostre relazioni pubbliche.

CARDIA. Le rispondo, pur rendendomi conto che si tratta di una risposta delicata; la consideri come un'opinione personale che potrei esprimere in famiglia. Penso che, avendo fatto già altri interventi, se si fosse compreso quale sconquasso si sarebbe determinato, forse sarebbe stato meglio tutelare la società piuttosto che farla fallire, ma sono scelte politiche assolutamente esterne a noi e la mia è una modestissima opinione personale.

DE ANGELIS (Pdl). È una domanda improntata ad antiamericano.

CARDIA. L'America sta prendendo molte iniziative.

BARBOLINI (PD). Presidente Cardia, potrebbe rispondere sulle società di *rating* anche in riferimento alla norma della legge sul risparmio.

CARDIA. Sulle società di *rating* posso fare due considerazioni. La prima è che è stato un errore non prevedere nella normativa la facoltà d'intervento della CONSOB. Dal mio punto di vista, la considero una lacuna perché tale previsione era stata inserita e poi è stata espunta dalla normativa.

Per quanto riguarda le società di *rating* presso la IOSCO è stata formata una *task force*, cui partecipa anche la CONSOB, che in qualche mese (un lasso di tempo necessario per elaborare una normativa in campo internazionale) produrrà risultati e certamente tenderà a eliminare le ipotesi di conflitto d'interessi. Infatti, per lo meno nelle finalità si deve evitare che la società di *rating* possa fare consulenza alla società nei cui confronti esprime il *rating*, perché questa è forse una delle cause più grandi che ha concorso a determinare questo sconquasso. La finalità è di giungere a questo obiettivo; la verità è che le tre grandi società di *rating* non sono italiane, quindi la nostra *facultas agendi* nei loro confronti è molto limitata. Tuttavia, in campo internazionale e in seno all'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), dove si sono radunati gli oltre 100 presidenti delle autorità di vigilanza sulla Borsa, penso che il risultato possa essere raggiunto ed è assolutamente necessario farlo, direi anzi che è uno dei più nevralgici. Tra l'altro, domani incontro la presidente della IOSCO, che viene dall'Australia per parlare anche di questo tema.

Rendendomi conto di non poter abusare del tempo che mi è stato dedicato, mi permetto di concludere che quando hanno cominciato a verificarsi ipotesi di turbative, la CONSOB, immaginando che potessero esservi attività fortemente speculative, ha chiesto con atto scritto al presidente della IOSCO e al presidente del CESR di convocare tempestive riunioni.

Il presidente della IOSCO, che non poteva partecipare, ha dato delega al presidente del comitato esecutivo, che è il presidente della *Securities and Exchange Commission* (SEC) americana, il quale ha fissato a Madrid una riunione il 4 e 5 settembre, quindi nel giro di pochi giorni (la proposta della CONSOB è stata dunque accolta immediatamente). Il CESR, invece, si è riunito il 15 e il 30 settembre ed è previsto che si riunisca ancora a breve. Pertanto, l'attività internazionale – non solo la richiesta di notizie a scopo di verifica e di vigilanza, ma anche la cooperazione – è molto intensa (lo dico perché corrisponde al vero) anche su forte impulso della CONSOB, che è un'autorità molto attiva e rispettata.

Signor Presidente, vorrei esprimere il mio ringraziamento perché quando si viene in Parlamento si sente la sacralità del luogo (ci sono anche venuto da Sottosegretario e ugualmente la sentivo), quindi si ha rispetto ma anche prudenza nel parlare, sempre però potendo affermare che vi è la consapevolezza di un agire tempestivo e corretto, coadiuvati di continuo da uno *staff* dirigenziale di prim'ordine. Prima dalla CONSOB se ne andavano in tanti, attratti da alte remunerazioni; oggi non va via nessuno, anzi ci sono richieste di rientro e ciò ci fa sentire parte viva, anche se piccola, di questo stare insieme nell'interesse del sistema Paese. Pertanto venire qui, a confrontarsi con opinioni diverse e anche esser giudicati per quello che siamo in grado di fare, per me è gratificante e di particolare interesse pur se molto impegnativo.

PRESIDENTE. Ringrazio il presidente Cardia, abbiamo avuto una seduta lunga, credo oltre le previsioni, ma fruttuosa e piena di informazioni e valutazioni. Ovviamente, saremo grati al presidente Cardia se nei prossimi giorni vorrà inviarci ulteriori documentazioni scritte.

CARDIA. Signor Presidente, posso inviare settimanalmente documentazione relativa all'andamento dei mercati; diversamente, se ci sono particolari argomenti d'interesse, invito a segnalarli.

PRESIDENTE. Laddove ritenga di volerci fornire ulteriori informazioni, le segnalo che l'indagine conoscitiva in corso si concluderà a fine mese.

Ringraziando ancora una volta lei e i suoi collaboratori per il tempo che ci avete dedicato, dichiaro conclusa l'audizione.

Rinvio il seguito dell'indagine conoscitiva ad altra seduta.

I lavori terminano alle ore 17,30.

