

SENATO DELLA REPUBBLICA

XIV LEGISLATURA

COMMISSIONI 6^a e 10^a RIUNITE

6^a (Finanze e tesoro) e 10^a (Industria, commercio, turismo)
del Senato della Repubblica

SEDUTA CONGIUNTA CON LE

COMMISSIONI VI e X RIUNITE

VI (Finanze) e X (Attività produttive, commercio e turismo)
della Camera dei deputati

INDAGINE CONOSCITIVA SUI RAPPORTI TRA IL
SISTEMA DELLE IMPRESE, I MERCATI FINANZIARI
E LA TUTELA DEL RISPARMIO

7^o Resoconto stenografico

(La numerazione dei resoconti stenografici comprende le sedute svolte dalle Commissioni riunite VI e X della Camera dei deputati congiunte con le Commissioni riunite 6^a e 10^a del Senato della Repubblica presso la Camera dei deputati)

SEDUTA DI MARTEDÌ 3 FEBBRAIO 2004

Presidenza del presidente della 10^a Commissione permanente del Senato
PONTONE

INDICE

Audizione dell'Associazione fra le società italiane per azioni

PRESIDENTE:		
– PONTONE (AN), senatore	Pag. 3, 11, 21 e <i>passim</i>	* MERLONI Pag. 4, 13, 14 e <i>passim</i> * MICOSSI 7, 25, 26 e <i>passim</i>
* ARMANI (AN), deputato	24	
* BENVENUTO (DS-U), deputato	17	
* EUFEMI (UDC), senatore	12, 16, 17	
* LETTIERI (MARGH-U), deputato	18	
* PINZA (MARGH-U), deputato	22, 27	
SALERNO (AN), senatore	11, 12	
* TABACCI (UDC), deputato	12, 21, 22 e <i>passim</i>	
* TOLOTTI (DS-U), deputato	25	
TRAVAGLIA (FI), senatore	11	
* VISCO (DS-U), deputato	13	

Audizione dei rappresentanti della Standard & Poor's

PRESIDENTE:		
– PONTONE (AN), senatore	Pag. 28, 29, 40 e <i>passim</i>	* PIERDICCHI Pag. 28, 29, 31 e <i>passim</i>
BENVENUTO (DS-U), deputato	43	
* EUFEMI (UDC), senatore	43	
* GIANNI Alfonso (RC), deputato	42, 49	
* GRANDI (DS-U), deputato	42, 44	
GRILLOTTI (AN), senatore	46	
* LA MALFA (Misto-LdRN.PSI), deputato	31, 41, 50 e <i>passim</i>	
* PASQUINI (DS-U), senatore	45, 51	
* PINZA (MARGH-U), deputato	41, 42	
SALERNO (AN), senatore	44, 46, 48 e <i>passim</i>	
* TABACCI (UDC), deputato	42	
TRAVAGLIA (FI), senatore	45	

N.B. L'asterisco indica che il testo del discorso è stato rivisto dall'oratore.

Sigle dei Gruppi parlamentari del Senato della Repubblica: Alleanza Nazionale: AN; Democratici di Sinistra-l'Ulivo: DS-U; Forza Italia: FI; Lega Padana: LP; Margherita-DL-l'Ulivo: Mar-DL-U; Per le Autonomie: Aut; Unione Democristiana e di Centro: UDC; Verdi-l'Ulivo: Verdi-U; Misto: Misto; Misto-Comunisti Italiani: Misto-Com; Misto-Indipendenti della Casa delle Libertà: Misto-Ind-CdL; Misto-Lega per l'Autonomia lombarda: Misto-LAL; Misto-Libertà e giustizia per l'Ulivo: Misto-LGU; Misto-Movimento territorio lombardo: Misto-MTL; Misto-MSI-Fiamma Tricolore: Misto-MSI-Fiamma; Misto-Nuovo PSI: Misto-NPSI; Misto-Partito Repubblicano Italiano: Misto-PRI; Misto-Rifondazione Comunista: Misto-RC; Misto-Socialisti democratici Italiani: Misto-SDI; Misto-Alleanza Popolare-Udeur: Misto-AP-Udeur.

Sigle dei Gruppi parlamentari della Camera dei deputati: Forza Italia: FI; Democratici di Sinistra-l'Ulivo: DS-U; Alleanza Nazionale: AN; Margherita, DL-l'Ulivo: MARGH-U; Unione dei democratici cristiani e dei democratici di centro: UDC; Lega Nord Federazione Padana: LNFP; Rifondazione Comunista: RC; Misto: Misto; Misto-Comunisti italiani: Misto-Com.it; Misto-Socialisti Democratici Italiani: Misto-SDI; Misto-Verdi-l'Ulivo:

Intervengono il presidente dell'Associazione fra le società italiane per azioni (Assonime), dottor Vittorio Merloni, accompagnato dal direttore generale, dottor Stefano Micossi, dalla dottoressa Chiara Petruzzelli, dal responsabile del settore del mercato mobiliare, dottor Carmine Di Noia, e dalla responsabile del diritto societario, avvocatessa Margherita Bianchini.

Intervengono, inoltre, il direttore generale della Standard & Poor's, dottoressa Maria Pierdicchi, accompagnata dal managing director and senior european counsel, signor Ian Bell, e dal dottor Luigi Chessa.

I lavori hanno inizio alle ore 10,25.

PROCEDURE INFORMATIVE

Audizione dell'Associazione fra le società italiane per azioni (Assonime)

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca il seguito dell'indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio, sospesa nella seduta del 30 gennaio scorso.

Ricordo che la pubblicità dei lavori sarà assicurata, secondo le forme stabilite dagli articoli 33 e 48 del Regolamento del Senato della Repubblica e dagli articoli 65 e 144 del Regolamento della Camera, attraverso la resocontazione stenografica della seduta.

Comunico, inoltre, che il Presidente del Senato ha autorizzato la pubblicità dei lavori della seduta attraverso l'attivazione sia della trasmissione radiofonica sia di quella televisiva con il canale satellitare del Senato, eventualmente in differita. Resta naturalmente confermata la forma di pubblicità di cui all'articolo 33, comma 4, del Regolamento del Senato, che pertanto sarà garantita anche mediante l'attivazione dell'impianto audiovisivo a circuito chiuso.

La prima audizione oggi prevista è quella dell'Associazione fra le società italiane per azioni (Assonime). Sono presenti il dottor Vittorio Merloni, presidente, il dottor Stefano Micossi, direttore generale, la dottoressa Chiara Petruzzelli, il dottor Carmine Di Noia e l'avvocato Margherita Bianchini, che ringrazio per la loro partecipazione alla seduta odierna.

Come è noto, le Commissioni congiunte finanze e industria di Senato e Camera stanno conducendo una indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio, con l'obiettivo di compiere una analisi della situazione che ha determinato anche l'insorgere di gravi situazioni di crisi e di formulare proposte finalizzate a rafforzare i controlli interni e esterni alle società.

Ritengo che il ruolo assunto dall'Assonime di centro di elaborazione e di analisi delle questioni più rilevanti per l'attività di impresa possa consentire alle Commissioni di acquisire un contributo importante sui temi del

diritto societario ed in particolare sugli assetti delle società quotate e sui rapporti con il mercato mobiliare.

Do quindi la parola al presidente Merloni.

MERLONI. Ringrazio le Commissioni congiunte per averci consentito di esprimere le nostre valutazioni e il presidente Pontone per l'introduzione che ha fatto.

Informo, preliminarmente, che parlo in questa sede in qualità di Presidente dell'Assonime, ma anche come imprenditore, perché il mio mestiere è quello dell'imprenditore piuttosto che quello del legislatore, non avendo mai fatto politica: vi parlerò, dunque, come imprenditore. Abbiamo diviso la nostra esposizione in due parti. Svolgerò una introduzione di circa dieci minuti; se il Presidente ce lo consentirà, il dottor Micossi svolgerà poi la parte più dettagliata e tecnica della relazione per ulteriori venti minuti circa: in trenta minuti, dunque, dovremmo terminare la nostra presentazione e risponderemo volentieri alle domande che dovessero essere poste.

Naturalmente, siamo qui per parlare della crisi della Parmalat, che è un fatto gravissimo per tre diverse ragioni. La prima attiene alle dimensioni dell'insolvenza che, grosso modo, rappresenta circa un punto del PIL nazionale; quindi, è stato davvero un evento molto importante, anche perché è accaduto dopo le questioni Cirio e Fiat, mettendo in dubbio la capacità industriale italiana. La seconda ragione riguarda i falsi, ed è forse peggiore della prima, poiché per più di un decennio si è potuto continuare ad ingrandire la società con documenti falsi, mettendo in dubbio la credibilità del sistema economico italiano. Questo è stato un punto molto critico su cui vi è sempre discussione: come si sia riusciti a fare queste cose, senza che il controllo se ne potesse accorgere; più avanti parleremo proprio del controllo interno. La terza ragione, citata per ultima ma forse socialmente più importante, è che tutto ciò ha colpito i risparmi di moltissimi piccoli risparmiatori; si tratta di una crisi etica, dunque della questione più importante delle tre che ho citato.

A fare le spese di tutto ciò non sono stati solo i risparmiatori, ma anche le imprese. Farò un esempio che riguarda la nostra società, che è quotata in borsa: nei primi due giorni dello scandalo di Parmalat abbiamo perso il 15 per cento del valore, qualcosa come 250 milioni di euro. Fortunatamente li abbiamo recuperati, perché poi si è chiarito che non eravamo affatto coinvolti con Parmalat e abbiamo recuperato, a ieri sera, 12 dei 15 punti. Questo per sottolineare che una società che produce elettrodomestici a livello internazionale, pure essendo solida, sana e non indebitata in due giorni ha perso il 15 per cento del valore. Questa è la prima questione che vorrei sollevare: la fiducia è scossa.

Serve una risposta incisiva per ristabilire la fiducia sui nostri mercati e anche all'interno stesso delle imprese. Un fatto di questo genere ha prodotto anche preoccupazioni interne.

L'ho detto più di una volta: i casi italiani sono stati gravi, ma non siamo stati gli unici ad averli subiti. Sulla base di una classifica compilata

da «*The Economist*», l'Italia è al sesto posto tra i Paesi che hanno subito disastri negli ultimi anni e sotto l'Italia ce ne erano altri. Ricorderò, a titolo di esempio, gli Stati Uniti, dove le misure severe assunte dopo i casi Enron e WorldCom hanno posto le basi per una ripresa della borsa e dell'intera economia statunitense. Dunque, il caso è esistito ma oggi è stato superato.

Servono dunque interventi molto mirati, e prima di tutto controlli migliori e sanzioni più severe; serve a poco, anzi è dannoso, limitare un po' la libertà di impresa, decidendo *a priori* cosa essa possa fare e cosa no. Credo piuttosto che si debba poter fare tutto onestamente, purché si sia controllati e vigilati. La tutela del risparmio non può tradursi in un regime di libertà vigilata per le imprese, limitando cosa esse possano fare: gli addetti alla vigilanza debbono controllare se le regole vengono rispettate.

L'effetto positivo sulla fiducia sarebbe maggiore, se fosse portato avanti con un largo consenso. L'ho detto subito, i primi giorni, anche in un'intervista trasmessa dalla televisione: Governo, istituzioni, Parlamento e imprese, tutti insieme dovrebbero lavorare per lo stesso obiettivo: ricostruire la fiducia nel sistema Italia.

Sicuramente servono nuove norme, ma non nuove leggi, che rafforzino la vigilanza sui mercati e le sanzioni sulla frode. Le competenze dell'Autorità di vigilanza debbono essere ben separate per chiarire le responsabilità, perché quando non sono separate si ha difficoltà ad individuare il responsabile. Ma soprattutto occorre applicare meglio le leggi esistenti, che nel complesso noi giudichiamo essere buone leggi.

Questo richiede un impegno rinnovato non solo dell'Autorità di vigilanza, ma anche di tutti gli attori privati del mercato finanziario. Inizio a parlare dei controlli interni delle imprese che debbono essere tempestivi, reali e trasparenti: devono controllare gli amministratori, i sindaci, i revisori. Tutti sono chiamati ad un comportamento più rigoroso di quello che era nel passato, prima di questi incidenti. I giornalisti, gli investitori e la stampa specializzata devono svolgere il loro lavoro in modo severo ed esigente, non nascondendo niente, con trasparenza e chiarezza. Le regole dei mercati finanziari e il diritto societario, nel nostro Paese, sono molto progrediti in questi ultimi anni: siamo in linea con i mercati più avanzati e meglio regolati. Questo deve essere un punto tenuto presente nei provvedimenti che adotterà il Parlamento.

D'altra parte, bisogna rafforzare la tutela dei risparmiatori individuali cui mi sono riferito prima, il grande punto dell'«incidente». Le informazioni fornite devono essere semplici e trasparenti: i rischi e i costi dell'investimento devono essere spiegati con trasparenza agli investitori. Non si devono vendere al risparmiatore privato strumenti rischiosi che non riesce a comprendere: spesso sono stati venduti prodotti finanziari difficili da comprendere anche dai tecnici; non si devono vendere ai risparmiatori, ma li si può vendere alle istituzioni finanziarie che speculano e che guadagnano su queste cose, ma non ai risparmiatori privati. Molte banche stanno già compiendo passi importanti in questa direzione: hanno proibito di vendere al pubblico ed hanno assunto altri provvedimenti.

Tuttavia, non si può garantire ai risparmiatori che non ci siano perdite, che non ci siano rischi, perché senza rischio non c'è investimento, né profitto e se non c'è il mercato dei capitali non esiste più nulla. Quindi, ogni investimento comporta sempre un rischio che deve però essere limitato al tipo di investitore. Insisto ancora sull'autodisciplina perché non vogliamo sollecitare sempre a fare qualcosa o a non fare qualcos'altro. Dobbiamo essere noi i primi a fare le cose bene. Ciò che è accaduto non implica che gli strumenti di autodisciplina non servano a completare le norme. È vero proprio il contrario: le leggi funzionano se si nutrono di intima convinzione e adesione non solo formale. Questa è l'etica necessaria.

Richiamo un altro esempio: nella nostra società il nostro sistema di controllo interno è molto più efficiente di quello degli *auditors* esterni. Ho prima parlato di trasparenza, tempestività e chiarezza. Generalmente il primo pomeriggio del primo giorno lavorativo dopo il mese disponiamo dei dati di tutti i mercati, di tutte le produzioni e di tutte le nostre società: considerate che vendiamo i nostri prodotti in 21 Paesi. Ciò è possibile perché abbiamo un sistema informativo, un ufficio di *auditing* e un sistema operativo molto efficienti, e spesso contano più i sistemi delle persone.

I codici di disciplina etici e i modelli organizzativi imposti dalle imprese con il decreto legislativo n. 231 del 2001 sono strumenti utili perché rendono espliciti comportamenti che amministratori e dipendenti sono tenuti a rispettare. Quindi, esiste già una legge, bisogna solo farla rispettare e prima di approvarne altre bisogna guardare a questa. Gradualmente le regole diventano comportamenti condivisi da tutti i dipendenti della società. Questo non è assolutamente avvenuto nei casi di cui stiamo parlando.

Prima di concludere, vorrei ricordare due serie carenze molto importanti del nostro ordinamento che devono essere affrontate.

La prima carenza riguarda la lentezza e l'incertezza degli esiti dei processi. Non parlo di giustizia ma di processi. L'economia ha bisogno di un sistema giudiziario rapido ed efficiente. Sottolineo questo aspetto perché tra gli indici di ostacolo all'ingresso nel mercato italiano di società straniere vi è la lentezza e l'incertezza dei processi. Anche quando si sono conclusi il primo, il secondo e il terzo grado di giudizio non si è mai sicuri se tutto è a posto e se si può essere effettivamente tranquilli. Questo è il primo ostacolo. Tra le misure da adottare per migliorare la situazione, si dovrebbe prendere in considerazione l'istituzione di sezioni specializzate di tribunali in materie economiche; vi sarebbe almeno una specificità.

La seconda carenza riguarda invece la mancanza di una legislazione moderna per la gestione dei casi di crisi delle imprese. Il decreto del Governo sulla crisi Parmalat dovrebbe essere disponibile per tutte le imprese in difficoltà, non solo con decisione *ad hoc* e per l'emergenza ma come regola base valida per tutti. Questo è un altro aspetto molto importante perché nelle imprese l'immateriale vale quanto il materiale; il valore patrimoniale per se stesso è diventato la minoranza del valore dell'impresa;

contano più i marchi che i materiali e credo che questo punto sia importantissimo.

Se il presidente Pontone lo consente, vorrei cedere la parola al dottor Stefano Micossi per lo svolgimento delle nostre considerazioni in modo più tecnico e dettagliato.

MICOSSI. Il nostro testo è stato distribuito, salterò qualche parte limitandomi ad illustrare le parti principali.

Vi sono tre profili che occorre regolare e controllare per un'efficace tutela del risparmio.

Il primo sono i doveri fiduciari verso i risparmiatori da parte degli intermediari che collocano e gestiscono gli strumenti di risparmio. Il secondo riguarda i conflitti di interesse per lo svolgimento da parte dello stesso intermediario delle diverse attività di banca d'affari, di investimento e di credito ordinario. Il terzo è il sistema dei controlli sulle società emittenti.

Le considerazioni nostre si concentrano su quest'ultimo aspetto: i controlli sugli emittenti.

Per quanto concerne il mercato finanziario e le imprese, occorre anzitutto sottolineare che questo mercato è ancora poco sviluppato e bisogna che si sviluppi di più.

In tutti i mercati azionari esistono strumenti per accrescere la stabilità del controllo, anche se i meccanismi sono diversi. Tali misure non sono in sé criticabili: il mercato è in grado di attribuire un prezzo e di incorporarlo nella valutazione delle azioni. Queste pratiche diminuiscono naturalmente quando i mercati si integrano perché diventano più costose per l'emittente che deve raccogliere denaro. Diverso è il caso in cui si moltiplicano le società e le operazioni infragruppo con lo scopo principale di rendere opachi la situazione economica e patrimoniale e i flussi finanziari.

Il comitato per il controllo interno, il collegio sindacale e la società di revisione sono tenuti a vigilare non solo sulla correttezza formale e sostanziale, ma sugli effetti di queste operazioni. Il mercato, la Borsa e la CONSOB già oggi possono pretendere da ogni società quotata l'organigramma societario e un bilancio che rifletta tutti i rapporti del gruppo con le controparti bancarie e finanziarie e le parti correlate. Queste norme diventeranno più forti se si trasporranno correttamente le nuove direttive comunitarie su trasparenza, prospetto e abusi di mercato.

L'introduzione di limiti all'operatività estera delle società italiane non sembra necessaria per prevenire fraudolenti occultamenti delle condizioni economiche e patrimoniali delle imprese. Obblighi adeguati di trasparenza, rigorosamente applicati dagli organi di controllo endosocietari, presidiati dalle norme sulla responsabilità di amministratori, sindaci e revisori controllati dalle autorità di sorveglianza dei mercati, possono garantire lo stesso risultato già oggi senza limitare la capacità di competere delle imprese.

Negli ultimi anni, soprattutto dopo l'adozione dell'euro, sono molto aumentate le emissioni obbligazionarie delle imprese e ciononostante, in

termini relativi, ce ne sono ancora poche rispetto all'esperienza estera. Molte emissioni sono di grandi imprese che hanno finanziato meritevoli operazioni di investimento e di acquisizione. Sappiamo che circa la metà delle emissioni, dal 1999 al 2003, è avvenuta sull'euromercato. L'emissione in Lussemburgo consente risparmi di costi e di tempo. Attraverso questo canale hanno avuto capitali imprese meritevoli di credito anche piccole e tecnologicamente avanzate. Lo sviluppo di questo canale deve essere incoraggiato e non frenato. Spetta agli intermediari e agli investitori istituzionali decidere cosa sono disposti a sottoscrivere e collocare. Piuttosto, come ha già rilevato il presidente Merloni, bisogna vedere se sono adeguate le regole e i controlli che determinano cosa può essere distribuito ai risparmiatori individuali. In questo, la discussione delle ultime settimane ha già messo in luce i rimedi possibili.

Gli intermediari istituzionali che partecipano alla sottoscrizione al collocamento iniziale possono essere vincolati a mantenere l'investimento almeno per un anno, come in America. In caso di successiva cessione a risparmiatori individuali, essi dovrebbero fornire agli acquirenti un documento informativo semplice e predisposto sotto la propria responsabilità, come avviene in Inghilterra e in Germania. L'obbligo di prospetto deve essere esteso a tutti i prodotti finanziari collocati presso il pubblico; questo è già imposto dalla direttiva sul prospetto. Se fosse valsa questa semplice norma forse non si sarebbero collocati certi prodotti assicurativi incomprensibili che hanno prodotto grandi perdite agli assicuratori.

Per quanto riguarda il regime di responsabilità degli amministratori e delle società, richiamiamo una serie di articoli molto rilevanti. In particolare, il nuovo diritto societario ha stabilito la responsabilità diretta delle società che esercitano attività di direzione e coordinamento nei confronti dei soci di tutte le società controllate; amministratori dissenzienti, sindaci e soci possono impugnare le delibere.

La nuova disciplina, colmando una lacuna, indica esplicitamente i compiti del consiglio di amministrazione, degli organi delegati e dei singoli amministratori. Il consiglio di amministrazione è tenuto a valutare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società; deve esaminare i piani strategici, industriali e finanziari della società e il generale andamento della gestione. Gli organi delegati devono riferire regolarmente al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale. Gli amministratori sono tenuti ad agire in modo informato ed hanno diritto di ottenere dagli organi delegati ogni informazione utile allo svolgimento dei propri compiti.

Una novità significativa è stata introdotta con il decreto legislativo n. 231 del 2001 – come ha già ricordato il presidente Merloni – che obbliga le società non solo a rispettare la legge, ma anche a mettere in atto sistemi organizzativi interni tali da garantire il rispetto della legge; le società possono invocare questo fatto come elemento di esonero della responsabilità.

L'apparato sanzionatorio è straordinariamente rigoroso. Il punto di debolezza nell'ordinamento della responsabilità, a nostro avviso, è sugli illeciti penali ed amministrativi. Le pene sono modeste e abbassano i ter-

mini di prescrizione in modo indesiderabile in un'ordinamento in cui i procedimenti sono lenti. Inoltre, anche se avevamo chiesto di tenere conto della *materiality*, della natura sostanziale delle violazioni, nella normativa sul falso in bilancio e false comunicazioni sociali, riteniamo che non sia una buona idea avere introdotto soglie quantitative nella legge come elemento esimente del reato perché ciò mina la percezione dell'illegalità del comportamento.

In ordine al sistema dei controlli societari, ogni società deve avere un collegio sindacale e un revisore contabile. I sindaci hanno ampi poteri di ispezione e di indagine interna e nelle società quotate devono comunicare senza indugio alla CONSOB le irregolarità riscontrate. Nell'ultimo biennio la CONSOB ha proposto sanzioni nei confronti di sindaci che non avevano ottemperato a questa disposizione; le segnalazioni di irregolarità sono subito aumentate: evidentemente, quando i poteri si usano, gli effetti si notano.

Il controllo contabile delle società quotate è esercitato da società di revisione, iscritte all'albo speciale della CONSOB e sottoposte alla sua vigilanza.

Le norme sulla nomina, la rotazione e le incompatibilità dei revisori possono essere rese più stringenti. Noi proponiamo di affidare la nomina dei revisori al collegio sindacale, di restituire alla CONSOB l'approvazione dell'incarico e della revoca (che il TUF aveva soppresso), di seguire le raccomandazioni della cosiddetta Commissione Galgano sulle incompatibilità e di applicare il divieto di nuovo incarico anche ai revisori. L'incarico, poi, dovrebbe essere piuttosto lungo per consentire ai revisori di conoscere adeguatamente la società; nel momento del rinnovo dell'incarico dovrebbe essere escluso, per evitare che l'approssimarsi della scadenza indebolisca l'indipendenza del revisore. Il regime di incompatibilità tra revisione e altre attività di consulenza, come quelle di natura fiscale, dovrebbe essere esteso alla rete delle società di consulenza collegate. Si può considerare l'idea di attribuire i poteri di vigilanza e di dettare gli *standard* della revisione contabile ad un organismo separato. In larga parte la CONSOB già detiene tali poteri.

Per quanto riguarda il ruolo dell'autodisciplina, negli anni recenti Assonime ha promosso lo sviluppo degli strumenti di autodisciplina delle società quotate. Nel 2002 è stato pubblicato un codice, nel quale si stabilisce che il consiglio di amministrazione deve assicurare che il sistema dei controlli interni funzioni; a tal fine, esso deve costituire al suo interno un comitato per il controllo interno; il preposto ai controlli interni deve essere indipendente dagli amministratori esecutivi.

Il codice è stato criticato per la mancanza di sanzioni. Le nostre analisi quantitative mostrano, in realtà, che quasi la totalità delle imprese applica i principi del codice e che la qualità dei comportamenti è migliorata nel tempo. La sanzione, però, dovrebbe derivare dallo scrutinio del mercato. Da questo punto di vista, la pressione esercitata dagli analisti, dalle agenzie di *rating* e dalla stampa specializzata può essere maggiore di quanto finora rilevato.

Nei prossimi giorni renderemo pubblica una Guida alla redazione della relazione sulla *corporate governance*, che verrà inviata dal presidente Merloni a tutte le società quotate, invitando a presentare in fondo, in forma tabellare, una sintesi delle scelte adottate. Ciò dovrebbe aumentare la pressione per una buona applicazione.

Infine, in materia di vigilanza sui mercati e gli emittenti, riteniamo sarebbe preferibile adottare in modo coerente una impostazione della vigilanza sui mercati finanziari per finalità. Secondo tale impostazione, i compiti della CONSOB includerebbero l'applicazione delle regole di trasparenza e di protezione dell'investitore. Dovrebbe essere esclusa l'attribuzione di compiti di tutela della stabilità patrimoniale degli intermediari. Già oggi, peraltro, la CONSOB ha il dovere di vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite dagli emittenti quotati e da quelli non quotati i cui titoli siano diffusi tra il pubblico dei risparmiatori. Lo scrutinio della CONSOB, a nostro avviso, include la veridicità – contrariamente a quanto affermato dal presidente Cardia – delle informazioni fornite, come è confermato dall'articolo 157 del TUF, secondo cui la CONSOB può impugnare i bilanci «in ogni caso» e, dunque, a prescindere dal giudizio di sindaci e revisori. La CONSOB ha ampi poteri di chiedere informazioni. Come è noto, invece, è debole dal punto di vista delle sanzioni: in primo luogo, la CONSOB non applica direttamente le sanzioni, ma le propone al Ministero dell'economia; in secondo luogo – cosa più importante – le sanzioni erogate dalla CONSOB, diversamente dal modello *antitrust*, non sono applicate alle società, ma agli amministratori individuali. Si potrebbe, dunque, attribuire il potere sanzionatorio direttamente alla CONSOB ed applicare le sanzioni alle società.

All'aumento dei poteri della CONSOB deve accompagnarsi la piena valorizzazione dei diritti di partecipazione e di difesa per tutti i soggetti coinvolti nei procedimenti. Le regole procedurali della CONSOB dovrebbero essere integralmente pubblicate, come avviene per l'Autorità garante della concorrenza. A questo la CONSOB è tenuta dal TUF, ma non lo ha mai fatto.

L'esercizio efficace da parte della CONSOB dei penetranti poteri che si vuole attribuirle presuppone, a nostro avviso, una forte indipendenza rispetto all'Esecutivo e meccanismi rinforzati di responsabilità nei confronti del Parlamento.

Infine, vorrei svolgere qualche breve osservazione sulla Borsa italiana. Il riordino dei poteri regolamentari non può tralasciare la questione delle funzioni di *listing*, cioè l'ammissione a quotazione e la successiva sorveglianza al mercato di Borsa. Anche la nuova direttiva europea sui servizi di investimento prefigura ormai la separazione dei poteri di *listing* dalle società-mercato che ormai sono private. Questa strada dovrebbe essere seguita anche in Italia. In tal caso, però, la capacità di competere di Borsa italiana deve essere contemporaneamente rafforzata, consentendole di quotarsi e liberandole le mani dall'attuale struttura paramutualistica della proprietà che le impedisce di competere, perché molti intermediari suoi concorrenti ne sono anche i proprietari.

PRESIDENTE. Ringrazio il presidente e il direttore generale dell'Assonime per la loro chiara ed esauriente esposizione iniziale.

TRAVAGLIA (FI). Mi ha colpito un passaggio della relazione svolta dal governatore della Banca d'Italia Antonio Fazio, nel quale si sottolinea che vi sono stati numerosi casi di obbligazioni offerte dalle banche senza che fossero corredate da qualche forma di *rating*. Ripeto che ciò mi ha abbastanza stupito perché, forse nella mia inesperienza, pensavo che tutti gli strumenti finanziari avessero questo tipo di ausilio. La cosa mi è sembrata piuttosto grave, in quanto una obbligazione senza *rating*, è, a mio giudizio, una obbligazione senza marca: non è un prodotto di marca, ma è quasi un prodotto sfuso. Se una banca si assume la responsabilità di negoziare prodotti sfusi, qualcuno dovrebbe mettere la propria marca, la propria responsabilità. Forse si potrebbe pensare al fatto che in questo caso possa essere la banca stessa a garantire un prodotto privo di una sufficiente autenticazione.

A mio avviso, il concetto di marca è molto importante e credo che al presidente Merloni sia molto familiare questo aspetto del mercato. Ciò potrebbe cominciare a rappresentare una sorta di obiettivo collettivo generalizzato per cercare, anche nei confronti del nostro mercato finanziario, di farne un prodotto di marca. Probabilmente, oggi come oggi, considerate le carenze manifestatesi anche a livello internazionale, il nostro mercato finanziario non è di marca.

Quindi, anche alla luce di alcune considerazioni che sono state fatte nell'introduzione, penso che sarebbe importante se tutti quanti ci mobilitassimo nella convinzione che la marca ha un suo significato, per fare anche di questi strumenti qualcosa di più qualificato con un corredo di iniziative legislative che rendano non inattuabile, perché questo non sarà mai, ma sufficientemente garantita la negoziazione di tutti i valori finanziari che in questo mercato si realizzano.

È un auspicio che raccoglie, in definitiva, quello che diceva il presidente Merloni, una sorta di collaborazione attiva da parte di tutte le forze politiche per fare del nostro mercato finanziario un mercato di marca, il che non potrebbe non tornare a beneficio della nostra economia e del nostro prestigio internazionale.

SALERNO (AN). Presidente Merloni, dalla relazione mi pare di capire che abbiate dato un voto sufficiente alla normativa esistente. Mi pare, cioè, che abbiate espresso un giudizio di sostanziale adeguatezza delle leggi attuali. Avete rilevato poi alcune responsabilità, alcune omissioni di doveri previsti e mi sembra che questo giudizio si focalizzi sull'attività della CONSOB, che attualmente, già con la normativa esistente, avrebbe dovuto controllare la veridicità dei dati e la correttezza delle informazioni che venivano riferite e avrebbe dovuto controllare – al di là e a prescindere da ciò che dicono i sindaci – i revisori e gli amministratori. Quindi, mi sembra di aver capito che abbiate individuato queste responsabilità nella CONSOB.

Vorrei fare una domanda, preceduta tuttavia da una premessa. Nel 1982 l'allora ministro delle finanze Gorla, mi pare, varò il famoso disegno di legge n. 429, diventato poi la legge n. 516, cosiddetta «manette agli evasori». Stravolse totalmente la cultura in Italia perché introdusse...

EUFEMI (UDC). Era il ministro Formica, non il ministro Gorla.

TABACCI (UDC). Gorla nel 1982 non era ministro delle finanze.

SALERNO (AN). Ho detto forse. Non è oggetto di discussione, presidente Tabacci.

TABACCI (UDC). Era solo per correggere. L'ho detto perché stavo lì, solo per quello.

EUFEMI (UDC). Per la precisione, era il ministro Formica.

SALERNO (AN). Ho detto «mi sembrava».

Comunque, provocò – come dire? – uno stravolgimento della cultura d'impresa perché introdusse per la prima volta in Italia il cosiddetto «penale tributario», il penale fiscale. Ci furono i primi arresti, addirittura per ritenute d'acconto non versate di circa 20.000 lire; scattò già allora il reato di sostituto di imposta, la questione insomma dell'evasione del reddito.

Ecco la domanda. Voi ritenete – e anch'io sono d'accordo – che le attuali norme sono adeguate, tant'è che oggi è stato stimato che il presidente Tanzi avrebbe accumulato circa 20 anni di reclusione stando alla sommatoria delle norme da lui violate. Visto che le norme ci sono e visto che le omissioni nell'ambito della normativa in questione sono state compiute da enti che avrebbero dovuto controllare e non hanno controllato, non pensate che debba esserci un ruolo diverso della Guardia di finanza, e cioè un mutamento nella cultura e nel rapporto con lo Stato, per intendere la Guardia di finanza non come quel soggetto che arriva ad un'impresa, suona alla porta e lo fa con l'intento di recuperare, reprimere, accertare materia imponibile e quindi erogare sanzioni, ma come uno strumento di sostegno della veridicità dell'azienda, del controllo documentale? È bene infatti sottolineare che in Parmalat semplicemente non c'è stato il controllo banale della documentazione contabile. Si potrebbe pensare allora a un ruolo diverso, magari a un intervento semestrale della Guardia di finanza, non più con l'intento di accertare e recuperare imponibile e sanzionare, ma con l'intento invece di certificare.

La seconda domanda concerne i *bond* e la ricerca sul mercato di finanziamenti diretti, non solo i *bond* ma tutto il mercato dei derivati che rappresenta una nebulosa poco chiara agli investitori, soprattutto ai cosiddetti «familiari», ossia i risparmiatori. Non è possibile collocare prodotti derivati presso le famiglie, presso i pensionati, perché comunque tali strumenti si basano su promesse, su opzioni (pensiamo per esempio agli *swap*), cose cioè estremamente difficili. Ritenete che debba comunque

permanere la cultura dei *bond*, delle obbligazioni internazionali, dei derivati eccetera?

VISCO (*DS-U*). Signor Presidente, ho trovato la relazione di Assonime pressoché totalmente condivisibile. Mi sembra che i problemi in essa individuati siano quelli veri in tanta confusione che è stata fatta nell'ultimo periodo. In particolare, mi sembra sia opportuna la richiesta di rivedere le norme sul falso in bilancio, specificatamente l'automatismo percentuale di esclusione del reato, che può al più essere un'esimente. Sono assolutamente d'accordo. Così come condivido la richiesta di modificare il diritto fallimentare e di introdurre le sezioni specializzate: sono tutte cose che andavano e andrebbero ancora fatte.

Ciò detto, vorrei fare alcune domande. La prima riguarda la situazione effettiva dell'industria italiana. Il caso Parmalat non è solo un caso di crisi finanziaria: è una crisi industriale che, come ricordava il Presidente, segue altre crisi (non solo Cirio, ma FIAT, vari gruppi industriali importanti tuttora in difficoltà, i nuovi problemi legati al caso di Terni e altre vicende del genere). Vorrei quindi una valutazione da *insider* che non sia di circostanza, perché la preoccupazione è vera. I *default* li hanno avuti tutti i Paesi ed è quasi fisiologico dopo anni di *boom* delle borse, però quello della struttura produttiva italiana forse è un problema specifico che andrebbe esaminato con cura.

Un'altra domanda riguarda come siano riusciti per tanti anni a fare tutti questi imbrogli. Ciò ha a che vedere con i controlli soprattutto interni, soprattutto a monte. C'è stato un grosso buco, non solo nella Parmalat ma anche nelle imprese internazionali. Però c'è una questione particolare, specifica, che è stata sottolineata *ex post* da molti osservatori, vale a dire un eccesso di liquidità a fronte della presenza di debiti. Qualcuno ha detto che anche altri gruppi presentano una situazione di abbondante liquidità al di là della consistenza – pericolosa o meno – dell'indebitamento, tra cui quello suo.

MERLONI. Il mio? Magari!

VISCO (*DS-U*). L'ho detto indipendentemente dalla quantità di debiti. Vorrei verificare questa informazione e sapere se tale aspetto in qualche caso può essere fisiologico, perché diventa veramente difficile anche per gli analisti capire quello che succede.

C'è poi un altro aspetto. Avete molto insistito sull'autoregolamentazione. Il presidente D'Amato qualche giorno fa ci ha riferito che se le imprese non procedono all'autoregolamentazione, allora è bene imporre le stesse norme per legge invece che attendere che le imprese si adeguino. Ho l'impressione che questo sia un problema vero, in quanto si sono verificate due enormi lacune di vigilanza: la prima, di livello globale, che riguarda la impossibilità di analisti, revisori, società di *rating* e così via di fare bene il proprio mestiere, per via del conflitto di interessi e delle trasformazioni che ci sono state in questi anni. Il dibattito negli Stati

Uniti, in proposito, è molto acceso, e si ritiene anche che la legge Sarbanese-Oxley non sia sufficiente da questo punto di vista. La seconda lacuna è italiana e riguarda il rapporto fra vendita al dettaglio e risparmiatori, dove pure le norme c'erano, ma non sono state applicate; questo chiama in causa le responsabilità sia della banche che degli organismi di controllo. Alla fine il riferimento è sempre lo stesso, vale a dire la CONSOB.

Infine, vorrei fare un'altra domanda. La richiesta che le sanzioni vengano a gravare esclusivamente sulle società mi lascia perplesso, perché questo sicuramente determinerebbe una deresponsabilizzazione degli amministratori all'interno dell'azienda. Probabilmente un *mix* fra le due cose potrebbe rappresentare la soluzione più adeguata.

MERLONI. Vado per ordine di domanda. Intanto osservo di aver ritrovato un amico in Parlamento. Il senatore Travaglia ha perfettamente ragione: anche lui, come me, viveva per la marca; anch'io cerco di vivere per il mio marchio. Noi abbiamo un *bond* di 150 milioni di euro che scadrà alla fine di quest'anno, emesso alla fine del 1998 o all'inizio del 1999 (non lo ricordo con precisione), che non ha *rating*. Ciò è dovuto al fatto perché quando è partito l'euro, quando sono stati emessi i primi *bond* in euro non abbiamo quasi avuto bisogno di *rating*, pronti – se ci fosse stata qualche questione – a recuperare tutto; fatto sta che è partito senza *rating*. Forse ciò è derivato dalla marca della società, dal fatto che negli anni precedenti essa aveva sempre prodotto buoni bilanci, mostrando un *cash flow* positivo che garantiva che le *governance* che noi avevamo dato alla società che aveva emesso il titolo, non solo sarebbero state rispettate, ma sono poi state a livello della metà dei limiti che ci erano stati posti. Quindi, non ci siamo mai posti il problema.

Abbiamo fatto un'operazione di acquisto di una società britannica della General Electric. Non si è trattato di un *bond*, ma di una forma di pagamento che ci hanno offerto a quasi cinque anni, a fronte della quale abbiamo fornito una garanzia di *put and call* per comprare a rate tale società: la garanzia l'ha dovuta prestare una banca che aveva un *rating* di tripla A negli Stati Uniti; dunque, nessuna banca italiana poteva concederla. Ce l'ha data la Barklay's Bank, che ha la tripla A in America. Dunque, il *rating* l'aveva la società.

Non pensiamo di emettere *bond* o obbligazioni sul mercato ai consumatori, perché proprio non credo che per noi questo sia il miglior sistema per finanziarci, anche se per altri può andar bene. Comunque, se ciò dovesse avvenire, emetteremmo tali titoli sicuramente con *rating*, dopo questa esperienza.

Purtroppo, però, la Standard & Poor's ha confermato il suo *rating* proprio due giorni prima del disastro. Anche questo va considerato. La marca è buona, ma Standard & Poor's ha fatto proprio questo (non ricordo se l'ho letto sui giornali).

Assicuro nuovamente che, se utilizzeremo quegli strumenti, lo faremo con il *rating*. Ma, certo, se si parte con una banca che garantisce il primo ed il secondo anno, già si è fatto un grande passo in avanti.

Al senatore Salerno rispondo che la normativa esistente è buona, in generale, anche se forse non al cento per cento. Sicuramente ci sono dei punti migliori ed altri peggiori. Però, la parte più rilevante è nell'applicazione della legge. Questo è il problema che abbiamo già citato e che poi tra breve il dottor Micossi potrà precisare un po' meglio.

Ci sono due punti importanti, costituiti dalla Guardia di finanza e dai *bond* dati ai privati. Sulla Guardia di finanza chiedo che si faccia attenzione. Penso sia una organizzazione capace di aiutare le istituzioni, ma se non ha un compito molto limitato e per una certa specificata possibile frode, il solo fatto che dopo il suono del campanello si presenti, mette in uno stato di agitazione, anche se poi tutto risulterà regolare. Dunque, bisogna usarla con discrezione.

Devono essere soppressi i *bond*? Penso di no, perché è stato il sistema che ha messo in competizione la raccolta del capitale con le banche. Se sono diminuiti gli interessi bancari è per la competizione che hanno avuto con i *bond*, che permettono di raccogliere fondi direttamente sul mercato. Però, giustamente, i *bond* devono essere garantiti, devono avere un *rating* e, se sono diretti ai privati, devono essere garantiti dalla banca o quest'ultima li deve tenere al suo interno per lo meno per uno o due anni, per dimostrare che anche lei ci crede, nel momento in cui li ha emessi. Poi la società può anche fallire; infatti, quando c'è profitto c'è sempre un rischio: ma un conto è un rischio che si profila 15 giorni dopo e un conto è che si presenti due anni e mezzo dopo; in quest'ultimo caso è imprevedibile. Questa è la mia risposta al riguardo. Poi, magari, qualcosa di più si potrà dire su come utilizzare la Guardia di finanza. Ne ho paura solamente per un fatto psicologico, forse.

Ringrazio l'onorevole Visco perché pensa anch'egli che le sezioni specializzate dei tribunali debbano essere adottate. Credo che per gli stati di crisi la specializzazione dei tribunali per i fatti economici sia fondamentale per essere rapidi e tempestivi, altrimenti arriviamo sempre in ritardo. Quindi, sono perfettamente d'accordo.

Mi è stata chiesta una valutazione sul sistema industriale italiano. È un po' difficile generalizzare, perché ci sono tanti settori diversi: beni di consumo, beni durevoli, commerciali e industriali; ci sono tanti tipi di imprese. Abbiamo parlato della crisi di Terni, è nel settore produttivo, come anche la nostra società, come la Fiat: ci troviamo tutti di fronte ad una competizione che materialmente non è globale (in quanto è limitata in Europa, in America del Nord e in Asia), ma che se la andiamo a vedere dal punto di vista dell'immateriale è già avvenuta.

Solo per due minuti interverrò sul settore degli elettrodomestici. I nostri più grandi concorrenti una volta erano la Zanussi, la Whirlpool (che era già venuta in Europa, sebbene americana), ma anche la Borghi e la Fumagalli oggi non lo sono più. Oggi i nostri concorrenti sono General Electric, Samsung, LG, Daewoo, Sanyo, Whirlpool, Bosch-Siemens. La differenza è che dieci o vent'anni fa, per fare la stessa quantità di elettrodomestici che si fanno oggi in quattro società in Italia ce n'erano almeno 25 o 30. Quindi, c'era proprio una nicchia di mercato. Oggi la produzione

si è concentrata, ma soprattutto si è concentrato il mercato di distribuzione, perché quattro grandi catene di distribuzione vendono l'80 per cento dei prodotti sul mercato. E se qualcuno esce da tutto questo, è finito. Questo discorso dimostra che la globalizzazione è già arrivata. La società Samsung, che è la più forte del settore, produce non in Corea ma in Cina, attesi gli inferiori costi di produzione, mentre la distribuzione in Europa avviene attraverso un'organizzazione composta da europei. È una sfida che le società fanno. In Italia vi sono ancora molte società valide che sopportano. Certamente, bisogna rinnovare la gamma dei modelli offerti e investire, ai fini dell'aggiornamento, quasi l'intero *cash flow* che si genera ogni anno, come fanno, ormai da anni e anni, le migliori e più affermate imprese.

Se si considerano la General Electric – che è la numero uno e che cito sempre come esempio (anche se mi spiace fare esempi) –, la Samsung e la FIAT, si evince che il valore in Borsa della prima è pari al doppio del fatturato, quello della seconda è pari al 50 per cento (anche in Italia si attesta più o meno allo stesso livello), quello della terza è pari ad un decimo. Da vent'anni la General Electric distribuisce ogni trimestre dividendi trimestrali superiori al trimestre precedente. Senza dubbio non è facile confrontarsi con Jeff Imlet, che peraltro ho incontrato e invitato a cena la settimana scorsa; non mi è però concesso essere pessimista, essendo un imprenditore; in caso contrario, andrei in pensione, magari organizzando qualcosa di divertente con l'amico Pierluigi Bersani. È possibile competere ma per farlo bisogna essere sempre più efficaci ed efficienti.

Il caso di Terni è specifico: un'acciaieria è meno produttiva delle altre appartenenti al Gruppo. Analogo discorso vale per la Zanussi e la ristrutturazione dello stabilimento di Pordenone. Non va dimenticato che le multinazionali cercano di produrre laddove i costi sono inferiori. Ripeto, si tratta, comunque, di un caso specifico.

EUFEMI (*UDC*). Come lei ha rilevato, è emersa la preoccupazione di fondo di non porre il sistema delle imprese sotto una forma di libertà, per così dire, «vigilata». Corre l'obbligo però di rilevare che non tutte le imprese, a partire dalla Parmalat, hanno dimostrato di avere un sistema di *auditing* efficace come quello della Merloni. Alla luce, poi, del problema della tutela del risparmio, emerge la necessità di introdurre una norma di frode al risparmio, allo stato non prevista nel nostro ordinamento.

La nebulosa cui faceva riferimento il senatore Salerno non si riscontra soltanto sui prodotti derivati ma anche sul mercato elettronico che oggi sfugge a qualsiasi tipo di controllo.

Avete fatto appello in particolare al regime di responsabilità degli amministratori, che si è dimostrato però inadeguato soprattutto per le imprese a gestione familiare. L'intera parentela di una società quotata in borsa, ad esempio, era nel consiglio di amministrazione. Come si può risolvere la problematica attinente alla tutela delle minoranze e, nel caso di specie, dei risparmiatori? Bisogna affrontare in maniera adeguata anche la

tematica della presenza di soggetti esterni nei consigli di amministrazione delle società. Quale soluzione si può individuare?

Un'altra valutazione concerne la nomina dei sindaci. Come vi ponete rispetto alla possibilità che la CONSOB o la nuova autorità che sarà creata procedano alla nomina di un sindaco nelle società quotate in borsa? Abbiamo avuto modo di constatare come in casi del genere la catena dei controlli non abbia funzionato.

Per quanto concerne la questione della trasparenza, vi sono stati casi clamorosi di *stock option*; quello della società Seat è uno tra i tanti. Cosa si propone rispetto all'evidente conflitto che emerge tra amministratori e risparmiatori e che, alla fine, colpisce il settore del risparmio?

Come ultima questione, ho avuto l'impressione che stiate valutando la possibilità di prevedere una nuova legge Prodi sui salvataggi rispetto al singolo decreto ...

MERLONI. Assolutamente no.

EUFEMI (UDC). Bene, non si tratta di questo. Vi è forse una preoccupazione rispetto ad altre situazioni di crisi?

BENVENUTO (DS-U). Il primo tema che intendo affrontare è quello del risparmio e della necessità di lanciare un messaggio forte ai risparmiatori. Cosa pensate della possibilità di realizzare una misura organica, uno statuto dei diritti del risparmiatore?

Dall'indagine sin qui svolta emerge con forza che nel nostro Paese la realtà dei risparmiatori è l'unica a non essere tutelata e che tutte le ragioni che militano a favore di un bilancio etico, di una non opacità e di un rapporto trasparente – anche se non voglio generalizzare – spesso nel sistema bancario non hanno funzionato. In tal senso mi hanno colpito alcune lettere – pubblicate da un quotidiano non sospetto, «Il Sole 24 Ore» – di dipendenti, quadri e funzionari del sistema bancario che denunciano di essere costretti a collocare obbligazioni e altri prodotti finanziari senza indicare il rischio. Questo aspetto è certamente importante.

A vostro avviso, il ruolo delle associazioni dei consumatori deve essere rafforzato e rapidamente, per recuperare il tempo perduto e riconoscere l'importanza della *class action* per le associazioni stesse? Negli Stati Uniti i rappresentanti dei fondi pensione hanno chiesto e ottenuto dalle nostre associazioni dei consumatori di collaborare, associarsi e costituirsi con loro per avviare una procedura giudiziale, mirata ad ottenere la certificazione di *class action*, nei confronti delle banche che in America hanno collocato i titoli della Parmalat, per il risarcimento dei danni causati a risparmiatori ed investitori dal recente *crack* della società. Di fatto, si assiste ad un meccanismo paradossale: negli Stati Uniti si è in grado di tutelare gli investitori, in Italia invece non è possibile tutelare i nostri risparmiatori.

Ho apprezzato le considerazioni del presidente Merloni sul risparmio. Non sarebbe opportuno dare un segnale forte adottando una posizione omogenea nel rimborso di chi è stato truffato ed evitando comportamenti difformi da banca a banca? Non sarebbe significativo un forte atto politico volto ad affrontare il problema? Al di là di una posizione comune per il futuro, una soluzione del genere consentirebbe di dare una risposta soprattutto al caso Cirio.

Vorrei avere qualche chiarimento su una vicenda a mio giudizio alquanto strana. Mi ha colpito che il Fondo di previdenza della Banca d'Italia abbia investito e perso nelle azioni Parmalat, contrariamente al Fondo di previdenza integrativo dei lavoratori del settore agroalimentare – dove sono presenti i rappresentanti dei sindacati e delle imprese, ivi inclusi quelli della Cirio e della Parmalat – che non ha registrato perdite, non avendo investito sulle azioni di entrambe le società. Si tratta di un problema delicato, atteso soprattutto il mancato funzionamento della situazione attuale; non vorremmo poi che le autorità a ciò preposte si trovasse nella condizione del poliziotto che deve vigilare al quale però rubano la pistola o la volante. Come valutate questo sistema che ha dimostrato di non funzionare e le contraddizioni che stanno via via emergendo?

Mi soffermerò ora sul tema banche-imprese, anch'esso oggetto della nostra indagine conoscitiva. Il conflitto di interessi presente nel nostro Paese ha determinato, in alcuni casi, il privilegio dei debitori piuttosto che la tutela dei risparmiatori. Qual è la vostra posizione al riguardo? In vista di un possibile riordino delle competenze e delle responsabilità, fermo restando il necessario coordinamento delle autorità che oggi operano nel settore, pensate sia giusto che questo problema – risolto in maniera transitoria privilegiando la stabilità rispetto alla concorrenza – si risolva oggi sottraendo il sistema delle banche dalla responsabilità primaria dell'*Authority* sulla concorrenza?

LETTIERI (*MARGH-U*). Signor Presidente non ho difficoltà a riconoscere che Assonime, anche in altre occasioni, ha avanzato puntuali osservazioni in materia di diritto societario. Vi sono atti pubblici che lo dimostrano. Pertanto, c'è un progresso positivo nei rapporti con la VI Commissione. Credo che le osservazioni di oggi sostanzialmente ribadiscano quella posizione, se non ho capito male. Anzi, in quella occasione affermò che per quanto riguarda le sanzioni queste dovessero essere più stringenti e più rigorose dal punto di vista penale. Nell'ottica di evidenziare che la libertà di impresa va favorita, senza l'esistenza di eccessivi laccioli; ma bisogna assicurare il rispetto delle leggi in modo rigoroso.

Ho voluto richiamare questo precedente perché trovo contraddittorie due questioni. Una è presente alla pagina 2 della relazione poc'anzi letta dal dottor Micossi al punto in cui si afferma: «L'introduzione di limiti all'operatività estera delle società italiane non sembra necessaria per prevenire fraudolenti occultamenti delle reali condizioni economiche e patrimoniali». Le pongo, allora, la seguente domanda. Mentre in ordine all'euromercato ritengo condivisibile la considerazione del presidente Merloni, mi

chiedo come si faccia con quelle società che hanno una serie di *dependance* nei cosiddetti paradisi fiscali; come si ha la certezza che in quei luoghi non vengano occultate le reali condizioni economiche e patrimoniali della società. Vorrei comprendere questo passaggio che mi sembra contraddittorio rispetto all'intera impostazione della relazione da voi svolta. Inoltre, il presidente Merloni, quasi in modo consolatorio, ha sottolineato che «*The Economist*», nello stilare l'elenco delle varie situazioni di *default*, mette l'Italia al sesto posto. È la logica del mal comune mezzo gaudio. Ritengo che questa sia una logica da rigettare, ma indica con forza la necessità di rilanciare l'etica imprenditoriale (che in quest'ultimo periodo è caduta in modo verticale), e comportamentale delle imprese e dei professionisti. Il presidente Merloni ha dato alcune indicazioni circa le cose da fare anche subito e ha citato anche gli analisti finanziari. Lei ritiene sia urgente approvare una legge che regolamenti in modo efficace l'attività degli analisti finanziari?

Infine, in un documento consegnato dal Governatore della Banca d'Italia relativo al numero di emissione di *bond*, la quantità di emissioni da parte della Telecom mi ha colpito in modo particolare: detiene esattamente il 57,2 per cento del totale di emissione dei *bond* nel nostro Paese. Vorrei sapere dal presidente Merloni se egli non ritiene che sia una percentuale estremamente rilevante e quindi preoccupante.

MERLONI. Rispondo subito a quest'ultima domanda. Può benissimo essere un effetto scalata, ma lasciamo da parte questa possibilità. Innanzitutto il parametro del debito è l'*equity*, cioè quanto capitale ho: ho questo capitale e posso dare tanto debito e se ho 100 di capitale posso dare tranquillamente 50 di debito; quando inizia ad arrivare all'80-90 per cento bisogna iniziare a preoccuparsi.

Il *rating* per i *bond* invece è dato dal *cash flow*. La domanda che ci si pone (me la sono posta anche io quando ho visto l'importo della Telecom, anche se non ho fatto il calcolo in percentuale) è la seguente: come fa Marco Tronchetti Provera a pagarlo? Se si prende il *cash flow* di ogni anno si nota che lui riesce a pagare bene tutti i *bond* emessi. Infatti, in piena crisi di Parmalat, lui ha emesso un *bond* ed è stato immediatamente tutto sottoscritto proprio perché ha un *cash flow* pazzesco. Se poi mi chiede da cosa dipende il *cash flow*, rispondo che sono qui per parlare di Assonime e non di altre questioni.

Cercherò ora di rispondere rapidamente alle numerose domande che mi sono state poste.

Al senatore Eufemi, sottolineo che le imprese familiari non sono peggiori delle altre. Innanzitutto, la percentuale delle imprese familiari, anche negli Stati Uniti, è quella maggiore, perché è pari a quasi il 60 per cento. Si pone il problema, però, della gestione delle imprese familiari. Tutte le imprese partono da dove i fondatori o i figli dei fondatori fanno lo sviluppo della società. Se le società diventano grandi, bisogna avere il coraggio di scegliere gli amministratori più capaci sul mercato, di far concorrenza a quelli cui facevo riferimento prima, ma dividendo la proprietà

dalla gestione: il presidente fa le strategie, gli accordi internazionali e così via e il *management* deve essere ben scelto tra i 100 *manager* migliori in Europa.

In secondo luogo, lei ha parlato di un sindaco di minoranza. Noi lo sosteniamo a tutti i costi: non deve essere della CONSOB, ma di minoranza perché vi sono all'interno i fondi. C'è sicuramente il sindaco di minoranza e in tutte le società, su segnalazione di Assonime, dopo il codice Preda, vi sono consiglieri indipendenti che non hanno rapporto con la società, né azionisti, né contratti di consulenza, ma sono realmente indipendenti. Ad esempio, nelle nostre società vi sono consiglieri indipendenti: uno è l'ex presidente della Volkswagen Felice Colombo, che produce plastica e non c'entra niente con noi; un altro è Luca di Montezemolo, che produce automobili da corsa ma che non c'entra con gli elettrodomestici; vi sono poi un banchiere tedesco ed uno francese. Insomma, vi sono consiglieri indipendenti e questo è molto importante.

Per quanto riguarda le *stock option*, si tratta di elementi positivi e negativi. Se sono il formaggio sui maccheroni sono una cosa positiva, altrimenti non lo sono. Quindi, se si limita all'1 per cento o allo 0,5 per cento del capitale, è eccezionale, ma se si fanno al 10 per cento, iniziano a «puzzare».

All'onorevole Benvenuto, che mi ha rivolto numerose domande sottolineo una sola cosa: dopo Enron è cambiata l'America, dopo Parmalat è cambiata l'Italia. Su ciò non vi sono dubbi e tutti siamo angosciati per questo. Tutte le osservazioni che lei ha svolto, io posso ripeterle, sperando che lei mi dia una risposta. Posso sottolineare una sola cosa. Lei ha chiesto il motivo per cui le banche non rimborsano gli investitori. Qualche banca lo fa. Maurizio Sella verrà audito da codesta Commissione la prossima settimana e a lui potrete rivolgere questa domanda. Il discorso, però, è che non si possono rimborsare tutti coloro che investono i propri risparmi, altrimenti sarebbe garantito il profitto. Però si deve dare la responsabilità alle banche: o le banche danno le garanzie – e lo possono fare – oppure si deve pensare a qualche altra cosa. Non credo che possano fare molto di più. Quello che è importante è la trasparenza dei bilanci. Quando si parla di liquidità o di debito non si può dire: tanti milioni di debito, tanti milioni di liquidità. Bisogna vedere dove sta la liquidità, perché se la liquidità è vincolata è come non averla. In altre parole, se non si splitta, se non si vede dove sta la liquidità, quale tipo di debito (o anche quale credito) si ha, dove sta, non si capisce la situazione. Oltre tutto, se la liquidità sta in un Paese da dove è difficile farla rientrare, il patrimonio non è disponibile. Prendiamo ad esempio i Paesi che hanno ancora la vigilanza sui movimenti di capitali, compresi tutti i Paesi dell'Est e la Russia: anche se si possiede un credito, se lo si deve far rientrare occorre avere un permesso. Di conseguenza, occorre che le società precisino sul bilancio e pubblichino anche sul sito Internet qual è il tipo di debito che hanno, quale è il tipo di cassa che hanno, se è vincolata o libera perché, se è vincolata, non ci fanno niente. Parmalat non ce l'aveva, ma se l'avesse avuta vincolata sarebbe stato come non averla. Questo è l'aspetto importante.

TABACCI (*UDC*). Presidente Merloni, tra i suoi soci ci sono le banche più importanti del Paese. Noi, ovviamente, siamo ancora lontani dalle conclusioni, però non possiamo non rilevare che alcune delle vicende che hanno fortemente toccato i risparmiatori riguardano fatti dei quali si sta occupando la magistratura, e in tutti i casi c'è un forte protagonismo delle banche. Ricordo la vicenda Bipop e quella della Banca del Salento, dove sono stati emessi addirittura dei titoli BTP che sembravano uno strumento fatto apposta per accattivare la simpatia dei risparmiatori, quando in realtà quello era un giardinetto già svalutato, altro che garanzia! E dietro si è collocata l'operazione Banca del Salento, Banca 121 e Monte dei Paschi.

Sulla vicenda Cirio la bancarotta preferenziale di cui si parla riguarda il fatto che alcune banche, non potendolo fare, hanno collocato titoli al risparmio per rientrare. Per rientrare: questo è il problema grave! Sono rientrate, tant'è che man mano calava il credito nei confronti di Cirio in conseguenza dell'incameramento delle somme che erano state collocate sul mercato obbligazionario.

Le cose vanno distinte, perché diversamente non si capisce.

Sulla vicenda Parmalat, poiché la maggior parte dell'esposizione è sull'estero, ho l'impressione che ci sia un protagonismo delle maggiori banche, in particolare della Bank of America, sulla quale penso che la magistratura sia bene vada fino in fondo. Ciò al netto delle responsabilità degli imprenditori, che sono sullo sfondo. Ma questo riguarda la *corporate governance* interna ed esterna, tutti aspetti sui quali oggi il dottor Merloni mi pare sia stato precisissimo. Le sue considerazioni sono tutte da sottoscrivere, a cominciare dalla inevitabilità della nomina esterna dei collegi sindacali fatta dalla CONSOB per le quotate con una rappresentanza delle minoranze. Non può più essere, infatti, che i collegi sindacali siano nominati dagli azionisti di riferimento. Sono tutte proposte sulle quali credo ci sia una convergenza abbastanza scontata.

Però, ad esempio, che dallo stesso fax sia partito un documento che diceva che i 3,9 miliardi di euro c'erano e poi un altro che diceva che non c'erano più, a me ha fatto venire un piccolo sospetto: che la banca abbia compensato qualche giorno prima. Chi lo deve accertare lo accerti, ma questa mania del compensare emerge già nella vicenda Cirio. Se, come dice giustamente il dottor Merloni, non era cassa perché era cassa vincolata, a ragione non si poteva scrivere nell'attivo. Però, chi ha dato un finanziamento? Come hanno fatto a dare tutti questi quattrini di finanziamento a Tanzi?

MERLONI. Forse ci ha indovinato.

TABACCI (*UDC*). Forse ci ho indovinato.

MERLONI. Forse.

PRESIDENTE. È un fatto ipotetico.

TABACCI (*UDC*). Io ho fatto un'ipotesi, però alla fine della nostra grande passeggiata dovremmo certo... Ma anche questo percorso che riguarda le banche è molto importante. Lo chiederò anche all'ABI, che è vostro associato, alle banche maggiori, non pretendo che sia lei a rispondere.

Ho visto ieri che devono operare, difendersi. Benissimo: credo che tutti debbano difendersi qui, perché non sarebbe accaduto nulla se nessuno dovesse difendersi. In realtà penso che ci sia un sistema dal quale...

È corretto dire che dopo la vicenda Parmalat nessuna cosa sarà più come prima. Non credo che su questi punti Assonime debba dare un contributo decisivo: lo ha dato per la parte di sua competenza e, per quello che mi riguarda, la ringrazio di cuore, ci sono però degli aspetti che dovranno essere approfonditi, e sono quelli che certo hanno allarmato di più i risparmiatori che hanno perso i soldi.

MERLONI. Vorrei rispondere molto brevemente al presidente Tabacci.

PINZA (*MARGH-U*). Ci vuole dire dove sono i 3,9 miliardi?

MERLONI. No, quello non lo so.

Giustamente il presidente Tabacci ha detto: viene Maurizio Sella, lo accertiamo con Maurizio Sella. Non so se Maurizio Sella sa dove sono i soldi, però penso che fatti simili – come farà sicuramente – li deve accertare la magistratura. E' la magistratura che deve accertare dove sono finiti quei soldi. E' poco quello che noi diciamo e anche Maurizio Sella avrà poco da dirvi. La vicenda ormai è finita sotto la magistratura e speriamo che la magistratura sia rapida ad accertarla.

PINZA (*MARGH-U*). Intanto vorrei ringraziare il presidente Merloni perché quelle come la sua sono audizioni che noi spereremmo sempre di avere, sia per il tipo di proposte che sono state fatte – che sono molto precise, circostanziate, costruttive – sia per l'esordio del presidente Merloni, quando ha detto: prima di tutto dobbiamo guardare in casa nostra. Grazie, perché normalmente sentiamo persone che guardano in casa altrui e questo è il modo migliore per non risolvere il problema. Parlando così lei ci ha anche fatto provare nostalgia della Confindustria come era una volta e ci ha dato una speranza per come potrebbe essere in futuro.

La ringrazio anche per averci indicato un'esigenza, quando ha parlato delle questioni di giustizia. Qui, nella nostra veste di parlamentari, noi abbiamo delle responsabilità, perché la proposta era giunta in Parlamento in un certo modo e poi è stata svisata, sono stati eliminati i criteri della specializzazione e della rapidità. Quando lei ci dà dei consigli – che coincidono con quello che penso anch'io – su chi deve fare il *listing* e il *delisting*, ossia non la Borsa S.p.A. ma la CONSOB, e viceversa, si deve ammettere la quotabilità della Borsa S.p.A., quando lei e il direttore Micossi ci dite che vanno reintrodotte certe sanzioni, l'eliminazione delle quali

non ha giovato, automaticamente – credo – rivolgete un invito che dovremmo raccogliere, o quanto meno che io mi sento di raccogliere. Qui non mi interessa il centro-sinistra o il centro-destra: è l'invito, intanto, a legiferare per problemi, perché il rischio che c'è oggi è quello di attendere l'opera omnia che si chiama tutela dei risparmiatori, dietro la quale non c'è niente se non il titolo. Invece sarebbe bene cominciare a prendere pezzi di problemi, portarli avanti e dove c'è convergenza risolverli rapidamente.

Vengo alle domande, quindi, apprezzando moltissimo le proposte che sono state fatte.

La prima è in parte già stata posta dall'onorevole Visco e la riformulo in altro modo; è una mia preoccupazione, ma credo sia anche la sua e di tanti. Abbiamo il dato oggettivo dell'indebitamento consistente del sistema industriale nei confronti del sistema bancario, che in parte si è modificato con il dirottamento di una quota consistente di risparmio attraverso le obbligazioni delle imprese. Adesso, però, il rischio è che si chiuda una specie di tenaglia data da un mondo bancario molto esposto – e che quindi tendenzialmente tende a rientrare e a razionare il credito – e dal sistema di tutti quelli che investivano in obbligazioni, per quanto turbati, come è inevitabile dopo quello che si è verificato. Il rischio è quello, non di una ostruzione, ma di un intasamento di tutti e due i canali, con un ulteriore rischio – che è vicino – che è quello di un aumento dei tassi di interesse, con il conseguente aggravamento del problema: Greenspan lo dice in tanti modi, lo dice alla Greenspan; sembra sempre che passi di lì per caso quando dice queste cose, ma lo sta dicendo ormai da un pezzettino. Siccome è questo il vero impegno sul quale ci dobbiamo misurare (perché qui non si parla più di politiche industriali), le sarei grato di una valutazione in merito.

Vorrei porre, inoltre, due problemi specifici. Sulla questione dei revisori non sono tanto preoccupato dei problemi dei sindaci (che pure in effetti mi impensieriscono e che devono essere espressione, in parte, delle minoranze), quanto piuttosto del sistema dei revisori, perché tutto fa capo lì. Fra pochi minuti sentiremo cosa ci diranno le società di *rating*, ma al di là di quanto sentiremo, le società di *rating* si basano in larga misura sulle valutazioni dei revisori. Le banche si giovano, per così dire, del combinato disposto delle valutazioni dei revisori e delle società di *rating*. Il sistema, dunque, è appeso in grandissima misura, oltre che al lavoro dei comitati interni (lo si capisce), alla valutazione dei revisori.

Ho notato che voi fate proposte, per così dire, medie, molto apprezzabili rispetto al sistema attuale, ma chiedo se siano sufficienti e se, rispetto ad esse, si possa fare un passo in più. La proposta che viene da Assonime, infatti, è di far nominare i revisori dai sindaci o dai comitati interni di controllo, in ogni caso con un consenso da parte della CONSOB. Forse, potremmo tagliare di netto il problema e fare dei revisori, invece, una figura di garanzia nei confronti della società come tale e quindi, in una posizione di indipendenza assoluta, facendoli nominare, con tariffe regolamentate, dall'esterno, dalla CONSOB o da un comitato istituito presso

la CONSOB; analogamente a quello che hanno fatto gli americani. Infatti, o sciogliamo il rapporto fra azionisti di maggioranza e soggetto controllore o non riusciamo più a venirne fuori. Questa è la mia opinione, però gradirei, al riguardo, una vostra valutazione.

La seconda questione che vorrei affrontare è più marginale. Lei ha citata e fatta sua, molto opportunamente, la 144^a regola della SEC, sul fatto che non si devono vendere, per un certo periodo di tempo (uno, due o quanti anni saranno, poi, lo decideremo), i *bond* riservati agli investitori istituzionali. Giustamente, aggiungete che se dopo quel periodo vengono venduti è necessario chiarire la questione al singolo acquirente. Giustissimo.

Vi chiederei un contributo su questo. Durante questo periodo, qual è la conseguenza di una vendita fatta, supponiamo, durante l'anno in cui dovrebbero essere trattenuti? Una sanzione di tipo amministrativo, abbastanza poco significativa; la nullità di questi atti, meccanismo complicatissimo da gestire; o piuttosto il permanere della solidarietà dell'investitore istituzionale, nel caso specifico della banca, se vende ad un risparmiatore quello che non avrebbe dovuto vendere nel periodo di divieto? A me, infatti, quest'ultima sembra la vera maniera di tutelare il risparmiatore.

ARMANI (AN). Signor Presidente, intendo tornare sul problema del codice di autoregolamentazione, che giustamente il direttore generale Micossi ha esaltato o comunque evidenziato come un contributo dell'Assonime, in particolare per rendere, per così dire, più trasparenti certi aspetti del mercato.

Per quanto riguarda i consiglieri di amministrazione indipendenti, il presidente Merloni ha ricordato che nella sua società esistono: in Parmalat non esistevano. Quindi o il codice di autoregolamentazione, in questo caso, non ha funzionato o comunque ci vorrebbe una norma di legge che imponesse consiglieri di amministrazione indipendenti, anziché affidarne l'attuazione ad un mero codice di autoregolamentazione.

Un secondo aspetto che, a mio avviso, dovrebbe entrare a far parte del codice di autoregolamentazione è rappresentato dal problema della catena di controllo, della catena di comando delle società, più brutalmente noto come scatole cinesi, che purtroppo è un vizio del sistema societario italiano, utilizzato soprattutto dalle società quotate in borsa, con cui si cerca di diminuire, per così dire, l'impegno finanziario dell'azionista di comando posto alla cima della catena per la sottoscrizione degli aumenti di capitale. Ci portiamo dietro da parecchio tempo questo sistema delle scatole cinesi e ciò è dovuto anche (per carità!) alla storia del capitalismo italiano, che è notoriamente un capitalismo con pochi capitali e molti debiti. Non voglio fare, per così dire, il giustiziere. Il sistema nasce così. È nato dopo l'unità d'Italia e ha determinato il susseguirsi di tutta una serie di scandali bancari: c'è stato anche un periodo in cui le banche controllavano le industrie. Adesso mi sembra che si cominci a verificare l'effetto opposto, vale a dire quello di industriali che, invece di utilizzare il loro *cash flow* per potenziare il proprio *core business*, entrano nel capitale

delle banche per controllare i propri creditori. Non so se questo aspetto dovrebbe essere considerato nel codice di autoregolamentazione o se andrebbe regolamentato in termini legislativi. Questi due aspetti, dunque, secondo me andrebbero sottolineati.

Sono d'accordo sulla regola 144^a della SEC, con l'aggiunta proposta dal collega Pinza, che si chiedeva cosa potrebbe succedere qualora la banca non dovesse rispettare l'anno o i due anni di blocco della vendita dei titoli al pubblico e invece li dovesse vendere direttamente: quali potrebbero essere le sanzioni e le corresponsabilità?

Sono d'accordo anche sulle sezioni specializzate dei tribunali. Il problema, presidente Merloni, è di accelerare i processi. Forse, per far ciò, bisognerebbe vietare totalmente anche ai giudici amministrativi di fare gli arbitrati. Questo è un punto molto importante, è un *business* che naturalmente determina il fatto che si dirotti sugli arbitrati quello che dovrebbe andare rapidamente nei tribunali. Si tratta dunque di un altro aspetto importante.

Ho inoltre una curiosità. Vi sono società italiane, anche grandi, non quotate in borsa: perché? Qual è, secondo lei, la ragione per cui non si quotano in borsa?

TOLOTTI (*DS-U*). Signor Presidente, svolgerò sinteticamente solo due domande. La prima riguarda le valutazioni che sono state fatte, e che mi sembrano condivisibili, sulla necessità di consolidare e accorpate le funzioni, cioè la vigilanza per le funzioni. Vale a dire, mi sembra che, insieme alla proposta di rafforzare i poteri della CONSOB, ci sia stato (in più passaggi, in maniera sobria e anche discreta), un giudizio non propriamente positivo nei confronti della CONSOB. La mia impressione è che si sia detto che forse una volontà politica più precisa e decisa avrebbe potuto evitare il degenerare di alcune situazioni. Ho capito bene?

La seconda questione, invece, richiama una domanda che ha già posto il collega Lettieri e che probabilmente non ha ricevuto risposta, in quanto sono state poste tante domande. Il presidente Merloni e poi anche il direttore generale Micossi hanno sottolineato la necessità di non limitare l'operatività delle imprese all'estero; credo che questa sia una valutazione condivisibile. Però, una delle questioni che è emersa nel corso di queste audizioni è che, per dirlo in maniera un po' rozza, alla globalizzazione dei mercati non ha corrisposto una adeguata globalizzazione anche dei sistemi di controllo e di vigilanza. Questo è un problema? Mi pare, infatti, che, per così dire, l'orizzonte condivisibile delle considerazioni che sono state svolte qui oggi si sia però ristretto soprattutto alla dimensione nazionale.

MICOSSI. Signor Presidente, vorrei preliminarmente ripetere un'osservazione già espressa, perché ha caratteristiche generali. Noi pensiamo che non vi siano ragioni forti per impedire libere attività di emissioni di carta orribile e ripugnante, in quanto il mercato è perfettamente in grado di decidere se essa è tale; peraltro, vi sono intermediari specializzati nel

sottoscrivere tali strumenti. Abbiamo posto l'enfasi sull'esigenza di rafforzare le dighe che separano il mondo del risparmio individuale dalla carta, anche molto rischiosa e ripugnante, che bisogna lasciar emettere. Ricordate che il mercato dei *junk bonds* ha consentito una fase intensa di ristrutturazione del capitalismo americano, che ha avuto larghi, e non piccoli, effetti benefici. Questo è il primo punto che riguarda anche l'operatività estera delle società.

Quali considerazioni abbiamo formulato? Gli amministratori, i revisori e i sindaci di quelle società avevano il dovere di farsi spiegare non solo la forma ma la sostanza e gli effetti di quelle operazioni; se non lo hanno fatto, devono essere responsabili e le norme prevedono che sono responsabili civilmente e penalmente. A nostro avviso, quindi, non è una buona idea aumentare i vincoli all'emissione, inclusa l'ipotesi di far garantire all'intermediario il titolo nel momento in cui lo cede; è preferibile allora prevedere un divieto.

In alcuni Paesi la cessione della carta ripugnante ai risparmiatori è vietata, in altri è resa molto difficile; le banche inglesi e tedesche, pur potendolo fare, non lo fanno; in altri posti è vietato. È una strada che si può scegliere. Se si prevederà la garanzia, il titolo diventerà più costoso e sarà emesso di meno. La domanda è: bisogna intervenire all'origine o non bastano le dighe verso i risparmiatori?

Il secondo punto è tecnico ma è altrettanto importante. Non abbiamo dichiarato che è tutta colpa della CONSOB. Tutti i *gatekeepers*, i controllori sembrano aver mostrato elementi di debolezza. Vi è un punto essenziale: l'attuale testo unico sulla vendita al pubblico di prodotti finanziari lascia aperto un varco che è quello della negoziazione. In altri termini, se io banca ti offro i titoli rischiosi, la carta «ripugnante», sono colpevole perché non devo farlo e, comunque, dovrei compilare un prospetto in cui scrivo: «carta ripugnante»; se però sei tu a farmene richiesta, non sono tenuto a compilare un prospetto. Questo è il varco nel quale si possono essere innestati comportamenti impropri; questo dovrà comunque accertarlo la magistratura. Questo varco però va chiuso, perché l'evidenza, ad esempio, di acquisti massicci di certa carta visibilmente ripugnante sul *gray market* da parte di risparmiatori «inconsapevoli» indica l'esigenza di misure correttive.

TABACCI (*UDC*). La carta ripugnante si emette per rientrare, questo è il problema.

MICOSSI. La carta ripugnante ha uno scopo preciso e questo lo può giudicare chi la sottoscrive e chi la colloca; e mi fermo qui. Se vi sarà evidenza che è stata collocata per rientrare, ciò implicherà delle responsabilità che dovranno essere accertate. Questo era il secondo punto tecnico che mi premeva rilevare.

Il punto della Guardia di finanza è straordinariamente delicato. Poteri della polizia giudiziaria esistono già, in Europa e in Italia, in relazione all'autorità di concorrenza. Forse, in questo caso troviamo un modello di ri-

ferimento utile. Badate che sono percorribili due strade, la prima delle quali è dare direttamente i poteri di ispezione alla CONSOB. Il potere di cui stiamo parlando è quello di aprire gli armadi e sequestrare i documenti che la CONSOB non ha: ripeto, è di questo che si sta parlando. L'*Antitrust* può chiedere l'ausilio della Guardia di finanza nell'adempimento di questo compito ma il punto essenziale è che la richiesta deve essere specifica e delimitata e la Guardia di finanza può intervenire nei limiti della richiesta dell'Autorità *antitrust*. In certe formulazioni del disegno di legge, che forse oggi sarà esaminato dal Consiglio dei ministri, sembrano prefigurarsi poteri generali di controllo della Guardia di finanza sui comportamenti delle imprese. Forse il senatore Salerno si riferiva a qualcosa del genere. Ebbene, questa sarebbe un'anomalia assoluta: è uno dei casi a cui pensavamo quando abbiamo scritto che l'impresa non può essere in libertà vigilata, non è un criminale che deve sottoscrivere la mattina, presso la Polizia e la Guardia di finanza, il proprio diritto di operare. Questa estensione del potere della Guardia di finanza avrebbe un effetto deterrente per l'esercizio di attività di impresa che francamente sconsiglierei.

Onorevole Pinza, la nomina esterna dei revisori ci pone il seguente interrogativo: siamo pronti a creare un meccanismo pubblico di governo di un'attività privata, a fissare i compensi, a decidere? Noi abbiamo proposto una via intermedia; possiamo spingerci anche più in là e prevedere che la nomina dei revisori sia affidata ai sindaci o al comitato per il controllo interno, e non – come avviene oggi – al consiglio di amministrazione; inoltre, si può prevedere che la società indichi una rosa di persone fra le quali la CONSOB scelga il revisore. Già in questo modo non stiamo mettendo un meccanismo privato nelle mani di un'amministrazione. La nostra tradizione amministrativa è debole, quindi, dobbiamo riflettere su questo punto. Noi pensiamo che mettere in mani pubbliche la scelta del prezzo e dei revisori potrebbe francamente portare ad una degenerazione del mercato.

L'ultimo punto che volevo sollevare è in risposta ad un quesito all'onorevole Armani. Il codice di autodisciplina deve essere tale, non approvarei le leggi. In realtà, è mancato lo scrutinio dei soggetti esterni che dovrebbero denunciare il mancato rispetto all'opinione pubblica. È un meccanismo di trasparenza nel quale fino adesso forse l'opinione pubblica o il mercato sono poco informati su cosa fanno le società; e qui si può rafforzare la pressione.

Infine, perché le società non si quotano? Si tratta di una relevantissima questione di cui abbiamo pubblicato...

PINZA (*MARGH-U*). Alcune addirittura si dequotano.

MICOSSI. Sì, perché costa troppo. Dietro tale questione, però, c'è quella della concentrazione del possesso azionario e del ruolo relativo del mercato. Una risposta interessante che viene data dagli analisti e dagli studiosi è la seguente: nei sistemi dove i valori collettivi sono molto orien-

tati al pubblico e a valori di tipo collettivistico il controllo delle imprese rimane più concentrato, perché si teme la coincidenza dell'agenda del *management* con quella politica e sociale e cioè la perdita di controllo del proprio capitale.

PRESIDENTE. Ringrazio i rappresentanti di Assonime per il contributo recato ai nostri lavori.

I lavori, sospesi alle ore 12,15, sono ripresi alle ore 12,20.

Audizione dei rappresentanti della Standard & Poor's

PRESIDENTE. L'ordine del giorno prevede ora l'audizione dei rappresentanti della Standard & Poor's, che saluto e ringrazio per la disponibilità.

Comunico che i rappresentanti delle società di *rating* hanno chiesto di poter essere ascoltati separatamente: propongo quindi di procedere prima all'audizione dei rappresentanti della società Standard & Poor's, quindi alle audizioni dei rappresentanti della Fitch Italia Società Italiana per il *Rating* S.p.A. e della Moody's Italia S.r.l.

Poiché non si fanno osservazioni, così rimane stabilito.

L'indagine conoscitiva in corso di svolgimento ha gli obiettivi principali di comprendere cosa non ha funzionato nelle sedi di controllo e quali riforme siano utili per evitare che in futuro i risparmiatori e gli investitori siano esposti a rischi non fisiologici.

Da questo punto di vista, l'esperienza della società di *rating* appare estremamente utile. Le modalità e i criteri di valutazione delle aziende e dei titoli si inseriscono, infatti, in un sistema complesso di controlli finalizzati a rendere l'informazione completa sul grado di rischio, cosa molto utile soprattutto agli investitori che non siano in grado di effettuare autonomamente tali analisi.

Ci auguriamo, quindi, che l'audizione odierna possa fornire utili elementi di approfondimento.

Do immediatamente la parola alla dottoressa Maria Pierdicchi, direttore generale della Standard & Poor's.

PIERDICCHI. Signor Presidente, ho consegnato agli Uffici delle Commissioni una copia della mia relazione, anche per permettere di seguire meglio il mio intervento. Nella documentazione sono contenuti anche alcuni allegati, che credo possano essere utili per comprendere la nostra attività.

Io rappresento Standard & Poor's in qualità di direttore generale per l'Italia e apprezzo molto l'opportunità di poter illustrare il ruolo e le funzioni svolte dalle agenzie di *rating* nei mercati finanziari, i processi e le metodologie delle analisi di credito; inoltre, sono lieta di poter fornire oggi ogni elemento utile alla miglior comprensione della vicenda Parma-

lat. A tal fine, mi soffermerò particolarmente sui requisiti essenziali della fiducia e della trasparenza che devono essere soddisfatti affinché le attività delle società di *rating* mantengano l'utilità ad esse unanimemente riconosciuta dai mercati finanziari internazionali.

Desidero precisare che, in qualità di direttore generale, sono responsabile del coordinamento e sviluppo dell'attività Italiana di S&P. Non ho né un ruolo, né responsabilità di tipo analitico. Tutto il lavoro di analisi relativo all'attività di *rating* in Standard & Poor's fa capo ai gruppi, o *practices*, di analisti specializzati nei diversi settori e coordinati da analisti *senior* con responsabilità locale, europea e internazionale. Cercherò, comunque, nell'ambito di questa presentazione di rappresentare nel modo più esaustivo possibile il lavoro svolto con riferimento al nostro *rating* su Parmalat.

Desidero fornire alla Commissione alcune informazioni su Standard & Poor's e la sua attività di *rating*.

PRESIDENTE. Dottoressa Pierdicchi, la prego di essere molto sintetica.

PIERDICCHI. Signor Presidente, cercherò senz'altro di essere sintetica. Ritengo tuttavia che questa occasione sia molto importante per noi per illustrare la nostra attività.

Standard & Poor's, divisione del gruppo americano The Mc Graw-Hill Companies, quotato alla Borsa di New York, opera nei servizi di informazione e analisi finanziarie sin dal 1916 e da allora ha effettuato il *rating* su centinaia di migliaia di titoli finanziari emessi da aziende industriali, banche e società finanziarie, enti pubblici, Stati sovrani e su operazioni di finanza strutturata. Con gli anni S&P è andata sempre più ampliando le competenze e servizi nell'ambito delle valutazioni sulla qualità di credito e, più in generale, di rischio e oggi è un *leader* globale in questo campo.

Attualmente Standard & Poor's conta *rating* su circa 150.000 emissioni, riguardanti emittenti di oltre 50 Paesi. Siamo presenti in 21 città e 16 Paesi globalmente e impieghiamo 5.000 professionisti per le sole attività di *rating*. Negli Stati Uniti impieghiamo circa 1.250 persone e forniamo *rating* al 99,2 per cento degli strumenti di debito emessi sui mercati pubblici.

In Europa siamo presenti in 7 Paesi inclusa l'Italia e impieghiamo circa 620 professionisti. In Italia siamo presenti dal 1999 ed impieghiamo 21 persone. Attualmente abbiamo *rating* su un totale di 114 emittenti o controparti e su 124 operazioni di finanza strutturata. Peraltro, nell'allegato vi è il prospetto dei *rating* pubblicati a fine gennaio.

I *rating* di controparte riguardano aziende industriali, banche e assicurazioni, il settore pubblico. Nel comparto delle aziende industriali - quello che forse oggi ci interessa di più - abbiamo 21 *rating* pubblici, escludendo il *rating* Parmalat che è stato ritirato in data 19 dicembre 2003 in seguito alle azioni di cui parlerò in seguito.

È noto che il *rating* è uno strumento che facilita il buon funzionamento dei mercati dei capitali, permettendo di meglio valutare e monitorare i rischi di credito assunti da un investitore, sia esso un risparmiatore individuale, un fondo di investimento o un altro investitore istituzionale. Ci sono numerosi studi che presentano evidenza empirica di come il *rating* favorisca l'incontro tra domanda e offerta di capitali sul mercato del credito diretto, facilitando la comprensione e misurazione del rischio di credito di un'emissione. Il *rating* ha un ruolo nella comparazione dei profili di rischio-rendimento delle diverse emissioni e nell'agevolare l'efficienza del mercato secondario.

Negli anni i *rating* di S&P sono stati universalmente riconosciuti dalla comunità finanziaria internazionale in quanto basati su analisi neutrali, indipendenti e credibili.

Standard & Poors's Ratings e ogni altra unità di S&P non conducono attività nell'area bancaria e finanziaria sul mercato dei capitali. S&P basa la sua attività di *rating* su elevati *standard* di indipendenza, rigore analitico, integrità, neutralità, trasparenza, credibilità e qualità.

Per spiegare l'attività di *rating* permettetemi di entrare un po' più nello specifico. Credo sia importante anche per capire il caso Parmalat.

Il *rating* è un'opinione indipendente sull'affidabilità finanziaria di un soggetto economico in un certo momento, sia esso società industriale, ente pubblico, istituzione finanziaria o Stato sovrano. Il *rating* è una valutazione indipendente sulla qualità del credito di un emittente di titoli finanziari e, in quanto tale, fornisce agli investitori e creditori una stima della probabilità di insolvenza del debitore, vale a dire la probabilità che l'emittente, per incapacità o volontà, non onori le proprie obbligazioni finanziarie con puntualità. Un *rating* si sintetizza, quindi, in una opinione sulla probabilità di insolvenza di medio-lungo termine (il nostro orizzonte temporale è di 3-5 anni).

Nel formulare il suo giudizio sul merito di credito, S&P cerca di considerare qualsiasi evento futuro che può essere anticipato e che possa influenzare le capacità di rimborso dell'emittente. Poiché tale rischio può continuamente variare con il mutare delle condizioni in cui opera l'azienda, o in relazione alle scelte e strategie da essa perseguite, S&P effettua un monitoraggio continuo del *rating* e, all'occorrenza, interviene con cambiamenti dello stesso.

Un *rating* non è una certificazione contabile e non fornisce alcuna garanzia sull'effettivo pagamento del debito, né protezioni agli investitori in caso di mancato pagamento. Un *rating* non è una raccomandazione ad acquistare o vendere un titolo e S&P non rilascia mai un giudizio sulla convenienza di un particolare investimento.

Noi ci limitiamo a fornire un'opinione indipendente sul rischio di credito di una società in un certo momento, sulla base di valutazioni analitiche, obiettive e indipendenti. Questo, mi permetto di sottolineare, è molto importante per capire le fondamentali differenze tra *rating* di credito e le analisi effettuate dagli analisti che si occupano del mercato azio-

nario o obbligazionario e che formulano raccomandazioni di acquistare, vendere o mantenere un titolo azionario o obbligazionario.

Gli investitori quindi utilizzano i nostri *rating*, come uno dei tanti strumenti loro disponibili, per avere una migliore e indipendente stima del rischio di credito dei titoli obbligazionari, al fine di poter meglio effettuare le scelte di portafoglio sulla base delle loro preferenze di rischio e rendimento.

Il *rating* è espresso da alcune categorie che, nelle classificazioni utilizzate da S&P (come riportato nell'allegato, a pagina 2), vanno dalla AAA, che corrisponde alla più elevata qualità di credito, alla D, corrispondente all'insolvenza o *default* (come viene normalmente chiamata). I *rating* che vanno dalla AAA alla CCC possono essere accompagnati da un più o un meno. Il *rating* include anche altre informazioni sulle motivazioni sottostanti all'assegnazione di quello specifico *rating*.

La maggior parte dei *rating* incorpora inoltre un cosiddetto *outlook* o prospettiva, che indica la tendenza attesa del *rating*.

LA MALFA (*Misto-LdRN.PSI*). Mi scusi, vorrei un chiarimento. Una società può passare da AAA a AA?

PIERDICCHI. Certo.

LA MALFA (*Misto-LdRN.PSI*). Come funziona?

PIERDICCHI. Adesso glielo spiego. La prospettiva può essere stabile, positiva o negativa a seconda che la tendenza del *rating* sia di mantenimento della categoria in essere, di miglioramento o di peggioramento. Quando si verificano eventi o condizioni che possono avere un impatto su un *rating*, Standard & Poor's segnala agli investitori questa situazione di potenziale cambiamento a breve termine nella qualità del credito mettendo tecnicamente «sotto osservazione» un *rating* (*creditwatch*) ed esplicitando le implicazioni positive o negative (*creditwatch* negativo se ci si aspetta un deterioramento, *creditwatch* positivo se ci si aspetta un miglioramento). Quando un *rating* viene messo sotto osservazione l'analista procede alle verifiche necessarie per poter sottoporre, nei tempi più brevi possibili, una nuova raccomandazione al comitato di credito e risolvere le incertezze circa le variazioni intervenute nella qualità del credito.

Per maggiore chiarezza può essere utile far riferimento alla scala di *rating* di Standard & Poor's e alla probabilità di insolvenza storicamente collegata a ciascuna categoria di *rating*. La tavola completa delle categorie di *rating* è allegata.

I *rating* che vanno dalla categoria AAA alla BBB sono considerati dal mercato categorie di investimento o *investment grade*, un termine inizialmente usato dalle autorità di vigilanza americane per distinguere le obbligazioni che potevano essere incluse nei portafogli di banche, assicurazioni e altre istituzioni bancarie in quanto a basso rischio. Le categorie al di sotto della «BBB meno» si definiscono categorie speculative o non

investment grade. È statisticamente provato che al diminuire della categoria di *rating* l'aumento del rischio di credito, quindi della probabilità di insolvenza, è più che proporzionale, particolarmente per la categoria speculativa. L'andamento esponenziale della curva del rischio al diminuire della scala di *rating*, di cui si allega il grafico, riflette pertanto questo fenomeno.

È importante sottolineare che tale probabilità viene statisticamente monitorata con cadenza annuale da Standard & Poor's. Gli studi sulla dinamica dei *rating* da noi regolarmente condotti e resi pubblici (peraltro è appena uscita la *Rating Performance 2003*, contenente i dati che ora vi illustrerò) dimostrano che vi è una correlazione statistica tra il *rating* iniziale e la probabilità di insolvenza: a livelli più alti di *rating* iniziali corrispondono probabilità più basse di insolvenza, e viceversa. La tabella riportata di seguito, aggiornata a fine 2003, mostra i dati cumulativi di *default* negli ultimi 15 anni degli emittenti con *rating* di Standard & Poor's in tutto il mondo distinti sulla base della categoria di *rating* che avevano inizialmente. Ad esempio, nel caso della categoria AA la probabilità che un emittente in questa categoria in 15 anni sia insolvente è dell'1,45 per cento, per una categoria BB la probabilità è del 24,57 per cento, mentre negli ultimi 15 anni il 61,58 per cento degli emittenti in categoria CCC è stato insolvente. Si tratta di dati che noi controlliamo ogni anno e che sono importanti per verificare se il nostro *rating* è un buon predittore dell'insolvenza.

Standard & Poor's esamina attentamente ogni caso di insolvenza che si verifica (per la precisione nel 2003 ci sono stati tre casi di insolvenza di *rating investment grade* in Europa) e rivede continuamente i propri criteri di analisi. Ancorché i casi di insolvenza nei *rating* di categoria investimento siano piuttosto rari, quando questi avvengono Standard & Poor's li esamina con attenzione, in quanto potrebbero segnalare nuovi rischi o circostanze straordinarie. Chiaramente la frode è una di quelle circostanze inusuali in cui siamo incorsi nel caso Parmalat.

Come ampiamente illustrato nei criteri da noi pubblicati, per effettuare le nostre analisi ci basiamo sui dati finanziari fornitici dalla società e sulle ulteriori informazioni che richiediamo al *management* nell'ambito di un rapporto dialettico e interattivo. Tuttavia noi non siamo certificatori di bilancio, come a volte è stato detto, e tantomeno certificatori dei certificatori, anche se ovviamente diamo molta importanza alle relazioni dei revisori che certificano la qualità dei dati e delle politiche contabili adottate dalle società. Per la precisione in base ai nostri criteri, come regola generale, rilasciamo il *rating* a società che abbiano almeno cinque anni di bilanci certificati.

Riclassifichiamo i dati e gli indicatori rilevanti sulla base di nostre metodologie, che aggiorniamo continuamente per tener conto di ogni innovazione o evoluzione nel modo in cui l'attività della società si riflette sui dati di bilancio e sulle pratiche contabili. Tuttavia, dobbiamo basarci su dati e informazioni ricevute dalla società preventivamente sottoposti ad una serie di verifiche interne.

Ricordo che tali verifiche interne alla società, effettuate dagli organi preposti a garantire la corretta registrazione dei fatti aziendali, sono numerose. In prima istanza vi è il consiglio di amministrazione che, essendo preposto all'approvazione e verifica della gestione aziendale, è obbligato a rispettare le norme previste dalla legge in materia di diritto societario. In secondo luogo, vi è il collegio sindacale, che ha il compito di vigilare sull'osservanza della legge e dello statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione e in particolare sull'adeguatezza dell'assetto amministrativo, organizzativo e contabile della società. In terza istanza, c'è la società di revisione che ha l'obbligo (in base al TUF) di verificare nel corso dell'esercizio la regolare tenuta della contabilità sociale e la corretta rilevazione dei fatti di gestione nelle scritture contabili; essa verifica, inoltre, che il bilancio di esercizio e il bilancio consolidato corrispondano alle risultanze delle scritture contabili e degli accertamenti eseguiti e che siano conformi alle norme che li disciplinano. Ricordo in aggiunta che i revisori hanno poteri ispettivi e di accertamento per lo svolgimento di tali funzioni.

Infine, particolarmente per le società quotate in borsa che aderiscono volontariamente al codice di autodisciplina in materia di governo societario, vi è il comitato per il controllo interno. Esso ha il compito di assistere il consiglio di amministrazione nell'espletamento dei compiti in tema di controllo interno. Tra le altre funzioni esso «valuta, unitamente ai responsabili amministrativi della società e ai revisori, l'adeguatezza dei principi contabili utilizzati e, nel caso di gruppi, la loro omogeneità ai fini della redazione del bilancio consolidato» (articolo 10.2, comma c, codice Preda).

La veridicità dei dati non può essere da noi verificata: non è né il nostro compito, né saremmo dotati delle risorse appropriate per espletarlo, né siamo autorizzati a farlo dalla società. Possiamo richiedere dati e informazioni, anche confidenziali, ma all'interno del rapporto contrattuale di mutua fiducia che caratterizza la relazione di *rating*. Se l'emittente per qualsiasi motivo non ci fornisce i dati e le informazioni per noi essenziali alla formulazione del *rating*, è nostra facoltà ritirare il *rating* o, in altre parole, comunicare agli investitori che non siamo in grado di formulare un'opinione adeguata sul rischio di credito di tale emittente. Non siamo muniti di poteri ispettivi o di controllo nei confronti della società e dei suoi organi, facciamo pieno affidamento sul contratto che ci lega alla società, nonché sui criteri da noi pubblicati, i quali prevedono che la società ci fornisca tempestivamente qualunque informazione che abbia rilevanza per le nostre valutazioni.

Torniamo ora a come si effettua un *rating*. Dopo la stipula di un contratto di *rating* viene nominato un analista principale e un analista di *backup*. L'analisi viene effettuata, come già detto, sulla base di documenti contabili, ulteriori dati fornitici dalla società su nostra espressa richiesta, colloqui con il *management* e su una serie di ulteriori approfondimenti specifici che gli analisti ritengono importanti.

L'analisi di credito riguarda due grandi macro aree: il *business risk* e il *financial risk*, cioè il rischio connesso al profilo industriale e a quello finanziario della società. Entrambi questi rischi, infatti, hanno rilevanza per la stima dell'affidabilità finanziaria. Non vorrei entrare nei dettagli, ma rimango comunque a disposizione per rispondere ad eventuali domande. Quando l'analisi è completata l'analista presenta la sua raccomandazione, supportata da una relazione e da dettagliate analisi, a un comitato di credito composto, come regola generale, da almeno cinque analisti *senior*, alcuni dei quali con esperienza specifica nel settore di riferimento e responsabili di altri crediti in Europa o globalmente. Ciascun membro del comitato analizza e discute la raccomandazione dell'analista e quindi vota sul *rating* proposto o propone delle variazioni. Il comitato delibera sulla base del consenso espresso dalla maggioranza.

La reputazione e il riconoscimento di Standard & Poor's come agenzia di *rating* dipende dalla credibilità che primariamente gli investitori, ma anche le banche e gli altri operatori finanziari, attribuiscono alle sue opinioni. Per questo riteniamo molto importante dare la massima trasparenza agli utilizzatori del *rating* del modo in cui operiamo pubblicando e diffondendo definizioni, criteri, metodologie e analisi utilizzate nel processo di *rating*. A questo proposito molte di tali informazioni sono anche sul nostro sito Internet.

Assegniamo una grande importanza alla comunicazione con il pubblico; diffondiamo circa 10.000 comunicati stampa all'anno, oltre 1.200 articoli e commenti su temi settoriali e di area, 51 numeri della rivista «*Creditweek*» sul mercato dei titoli a reddito fisso, decine di rapporti settoriali. Inoltre i nostri analisti sono a disposizione degli investitori per domande e chiarimenti e tengono conferenze telefoniche e non in tutta Europa e nel mondo. Le nostre azioni sui *rating* pubblicati sono illustrate in comunicati stampa e sono disponibili sul nostro sito ad accesso gratuito. In breve, le nostre analisi e azioni di *rating* sono sottoposte al vaglio continuo del mercato e del pubblico.

Veniamo ora a come garantiamo la nostra autonomia e integrità. Tutti i dipendenti di Standard & Poor's sono tenuti a osservare un codice etico e ad attenersi a tutte le linee guida e le procedure interne previste dall'agenzia. Ogni anno tutti i dipendenti devono sottoscrivere tali codici. Come citato, al fine di assicurare la massima obiettività, equità e profondità analitica, i *rating* sono assegnati da un organo collegiale e non da un singolo analista. Inoltre i compensi degli analisti non sono collegati, né dipendenti in alcun modo dall'andamento dei ricavi generato dai nostri clienti. In sintesi, il valore che il mercato ci riconosce, e che da sempre è alla base della nostra reputazione, è riconducibile all'indipendenza, credibilità e integrità delle nostre analisi.

Passiamo ora al caso Parmalat. È doveroso ricordare che in queste vicende *Standard & Poor's* si ritiene vittima di una frode risultante da comportamenti dolosi e inganni attualmente in fase di accertamento da parte delle autorità giudiziarie con le quali stiamo pienamente collaborando.

Standard & Poor's ritiene assolutamente importante fare chiarezza sulle circostanze che hanno portato al *crack* della Parmalat ed esplorare come eventi fraudolenti del genere possano essere prevenuti in futuro, al fine di evitare danni ai risparmiatori ed investitori, agli azionisti, ai dipendenti e in ultima istanza al buon funzionamento dei mercati finanziari, essenziali per lo sviluppo delle imprese e la crescita economica del Paese.

Informo che troverete una cronologia delle azioni Parmalat a pagina 6, se non sbaglio, dell'*attachment* distribuito in Aula. Il *rating* di Parmalat è stato pubblicato da *Standard & Poor's* il 15 novembre del 2000. Il *rating* assegnato era pari a BBB-, il gradino più basso del livello di investimento, con prospettive stabili. Sintetizzerò la nostra analisi, che era di svariate pagine. Tale livello di *rating* era supportato dalla stabilità dei consumi di latte, da una posizione dominante sul mercato italiano, da una buona diversificazione geografica e da una crescente focalizzazione su prodotti a più alto valore aggiunto. Tuttavia, questi fattori positivi erano in parte controbilanciati da limitate prospettive di crescita dei mercati di riferimento e dall'utilizzo della leva finanziaria per le acquisizioni fatte nel periodo 1997-2000.

Il profilo finanziario di Parmalat ha sempre costituito un limite per il raggiungimento di un *rating* più alto, tanto è vero che il *rating* di Parmalat si posizionava ben al di sotto della media europea del settore. Ricorderò, di seguito, alcuni concorrenti che vengono confrontati con Parmalat. Il *rating* più elevato di società come Danone (A+/Prospettive stabili), Unilever (A+/Prospettive stabili) e Cadbury Schweppes (BBB/Prospettive stabili; ma A/Prospettive Stabili nel 2000) si giustificava alla luce di una miglior composizione del portafoglio prodotti, di una maggiore diversificazione geografica, di quote di mercato elevate in categorie di prodotto a più alto valore aggiunto oltre che da migliori risultati finanziari e da una politica finanziaria più prudente. A fronte di alti livelli di disponibilità liquide, Parmalat ha sempre spiegato il ricorso al debito per motivi di ottimizzazione fiscale. In tempi più recenti ha anche addotto l'intento di rifinanziarsi sul mercato dei capitali sfruttando opportunità di mercato per allungare le scadenze del proprio indebitamento. *Standard & Poor's* ha avuto modo di riscontrare che tali motivazioni sia di efficienza fiscale sia di allungamento delle scadenze sono peraltro comuni a molte società italiane ed europee.

Nel giugno del 2002, le prospettive sul *rating* di Parmalat sono state riviste a positive da stabili per un miglioramento di alcuni indici di bilancio, nonché per una politica di acquisizioni molto meno aggressiva che in passato.

Standard & Poor's ha sempre monitorato la situazione di liquidità di Parmalat nel corso degli anni, ricevendo ripetute rassicurazioni scritte sulla consistenza, l'utilizzo e la disponibilità di tale liquidità. Inoltre, il dettaglio di informazioni fornite dalla società all'agenzia di *rating* confermava i dati di bilancio anche in riferimento al livello di rischio di tali impieghi di liquidità. Ancora nel bilancio 2002, certificato senza rilievi da *Deloitte & Touche*, la liquidità veniva descritta come «investita principal-

mente in strumenti finanziari di breve termine a primarie condizioni di mercato e con basso profilo di rischio, *rating* minimo singola A», quindi immediatamente liquidabile sul mercato.

Parmalat ritirò un'emissione obbligazionaria annunciata a febbraio 2003, anche in relazione alle avverse condizioni di mercato successivamente al caso del gruppo olandese Ahold, che scosse notevolmente i mercati. Nel corso della prima parte del 2003, il cambiamento del direttore finanziario, evidentemente collegato all'intenzione della società di migliorare la comunicazione con il mercato, e la volontà espressa sia pubblicamente sia direttamente a noi di ridurre l'indebitamento lordo utilizzando parte della liquidità della società, è stata valutata positivamente da Standard & Poor's.

Tuttavia, nell'occasione della pubblicazione dei dati semestrali nel settembre del 2003, è apparso evidente che, contrariamente alle precedenti indicazioni ricevute, Parmalat non aveva proceduto a razionalizzare la propria posizione finanziaria e pertanto la sua volontà a procedere in tale direzione risultava discutibile.

Il 15 settembre 2003 Standard & Poor's ha rivisto a stabili da positive le prospettive del *rating* di Parmalat, proprio in ragione del ritardo nel ribilanciamento di una struttura finanziaria che, a fronte di una liquidità elevata, continuava a mantenere un elevato livello di debito lordo.

L'11 novembre 2003 il *rating* di Parmalat è stato messo sotto osservazione con implicazioni negative per le preoccupazioni dell'agenzia di *rating* circa la qualità e trasparenza dei conti della società e per il modo in cui la liquidità era stata investita. In tal modo si segnalava agli investitori un probabile abbassamento del *rating* in categoria speculativa e Standard & Poor's indicava che il *creditwatch* sarebbe stato risolto non appena ulteriori informazioni fossero state disponibili. Era stata, infatti, la relazione dei revisori alla semestrale del 2003, resa pubblica proprio in quei giorni, a evidenziare l'investimento nel fondo Epicurum, a noi del tutto sconosciuto, e a muovere altri rilievi di natura contabile. Il fondo Epicurum, con sede nelle isole Cayman, si configurava come un fondo di *private equity*, non quotato e sconosciuto agli operatori di mercato, la cui inclusione nelle disponibilità liquide appariva del tutto ingiustificata in relazione alla scarsa liquidità e all'elevato profilo di rischio dell'investimento.

Il 13 novembre, nonostante l'annuncio dato al mercato da Parmalat della prossima uscita dal fondo Epicurum e della monetizzazione dello stesso, il *rating* è stato mantenuto sotto osservazione con implicazioni negative per la rilevanza delle riserve espresse da Standard & Poor's a proposito sia della politica di investimento che della trasparenza dei dati contabili.

È importante sottolineare che il *creditwatch* con implicazioni negative indica l'alta probabilità di un deterioramento dell'opinione di credito dell'agenzia di *rating* nei confronti di una controparte ed un conseguente probabile abbassamento del *rating*. Allo stesso tempo, sulla base delle informazioni disponibili in quel momento, non è possibile determinare su-

bito il nuovo livello di *rating*. Questa situazione si verifica, tipicamente, tutte le volte che una società annuncia un'importante acquisizione senza precisare le modalità di finanziamento di tale acquisizione. In questi casi l'agenzia di *rating*, non potendo valutare subito l'impatto che questa operazione può avere sulla qualità di credito di un'emittente, indica al mercato il probabile deterioramento o miglioramento del *rating* riservandosi di comunicare il nuovo livello di *rating* una volta ottenute tutte le informazioni rilevanti per l'analisi di credito.

Nello specifico del caso Parmalat, tutte le informazioni che Standard & Poor's ha continuato a ricevere verbalmente e per iscritto fino a venerdì 5 dicembre 2003, sia dal nuovo direttore finanziario di Parmalat (Luciano Del Soldato, dopo le dimissioni di Ferraris), nominato il 14 novembre, che dai suoi *advisor* confermavano la posizione di liquidità della società e corroboravano le risultanze dei bilanci certificati.

Ripercorriamo gli avvenimenti: in data 18 novembre 2003, Standard & Poor's - che già aveva contattato la società invitandola a fissare un incontro al più presto possibile - inviava un questionario di 3 pagine, a cui Parmalat e i suoi *advisor* rispondevano il 27 novembre 2003 con un documento scritto di 16 pagine. Il 28 novembre 2003, S&P inoltrava un ulteriore questionario di 4 pagine per ricevere ulteriori chiarificazioni, la cui risposta arrivava in un documento scritto di 14 pagine nel pomeriggio del 4 dicembre 2003, in vista di un incontro diretto fissato con Parmalat e suoi *advisor* per il giorno successivo. Già il primo documento ricevuto riportava, tra le altre cose, che il gruppo poteva contare, a fine settembre 2003, su almeno 1.066 milioni di euro in depositi bancari non vincolati e su 1.517 milioni di euro in obbligazioni altamente liquide, con un rischio di credito molto contenuto (*rating* minimo di singola A), che venivano dettagliate in maniera molto precisa. Non più tardi di venerdì 5 dicembre 2003, S&P riceveva autorevoli rassicurazioni verbali circa l'esistenza e piena disponibilità a tale data di questi ammontari (quindi, successivamente al settembre, in cui apparivano anche in bilancio). Inoltre, durante tale colloquio (come detto, venerdì 5 dicembre 2003) S&P apprendeva dalla società e dai suoi *advisor* che tali disponibilità liquide erano aumentate successivamente al 30 settembre 2003 per effetto di iniziative intraprese dalla società. Pur avendo ricevuto ampie e documentate rassicurazioni sulle disponibilità liquide del gruppo, alcune incoerenze riscontrate inducevano gli analisti ad attivare la convocazione per martedì 9 dicembre di un comitato per risolvere il *creditwatch* con un abbassamento del *rating*. Tale comitato ha tuttavia votato sulla base del rapido susseguirsi degli avvenimenti di quei giorni, tra cui il mancato accredito della somma di 590 milioni di euro per la liquidazione del fondo Epicurum e il riscontrato mancato pagamento di un'obbligazione in scadenza l'8 dicembre per 150 milioni di euro.

Il 9 dicembre 2003 il *rating* di Parmalat è stato, infatti, abbassato di 4 livelli a B+ da BBB- per notevoli dubbi sull'effettiva disponibilità di cassa della società. Il mancato puntuale pagamento di un'obbligazione in scadenza l'8 dicembre 2003 per un ammontare relativamente modesto di

150 milioni di euro appariva ingiustificato a fronte di liquidità dichiarate a fine settembre di 3,7 miliardi di euro, escludendo il fondo Epicurum, e comunque non inferiori a 2,6 miliardi di euro prendendo solo in considerazione i depositi bancari e il portafoglio di obbligazioni dettagliati nei documenti ricevuti da S&P. Parmalat aveva inoltre precedentemente comunicato a S&P che l'effettivo ammontare in scadenza era nell'ordine di 70 milioni di euro poiché 80 milioni di euro erano già stati riacquistati sul mercato.

La sera del 9 dicembre la società ha poi rilasciato un comunicato stampa in cui, in completa contraddizione con quanto ripetutamente comunicato a S&P, si ammetteva per la prima volta (cito le testuali parole riportate nel comunicato stampa della Parmalat) una «situazione divenuta nell'ultimo periodo sempre più difficile». Già a partire dall'8 dicembre, nessuno nella direzione finanziaria del gruppo Parmalat ha più risposto alle domande telefoniche o per *e-mail* poste da S&P.

Il 10 dicembre, il *rating* è stato ulteriormente abbassato a CC per riflettere un chiaro rischio di insolvenza. Lo stesso giorno, S&P ha tenuto una conferenza telefonica internazionale con gli investitori (oltre 500 investitori furono presenti) per spiegare le recenti azioni di *rating* basate sull'evidenza dei fatti, che smentivano la veridicità delle informazioni fornite dalla società a S&P fino a qualche giorno prima. Nonostante il pagamento dell'obbligazione avvenuto poi il 12 dicembre, il *rating* è stato mantenuto al livello di CC.

In data 15 dicembre 2003, S&P ha pubblicato sul suo sito le risposte alle domande più frequenti ricevute dagli investitori.

Infine il 19 dicembre 2003 S&P ha abbassato a D da CC il *rating* di Parmalat per riflettere lo stato di insolvenza della società che non aveva provveduto ad onorare un'opzione di vendita esercitata nei suoi confronti dagli azionisti di minoranza di una controllata brasiliana. Al tempo stesso, il *rating* su Parmalat è stato ritirato per l'assoluta mancanza di informazioni affidabili per poter esprimere un'opinione di credito. Ciò è emerso in maniera evidente a seguito del comunicato stampa di Parmalat di quella mattina in cui la società dichiarava che Bank of America aveva disconosciuto l'autenticità di un documento, alla base della certificazione del bilancio 2002, attestante l'esistenza di titoli e liquidità per quasi 4 miliardi di euro di pertinenza di Bonlat Financing Corporation, controllata con sede nelle Isole Cayman.

È chiaro che S&P è stata vittima fino all'ultimo di un comportamento fraudolento da parte di Parmalat con il preciso intento di occultare la reale situazione finanziaria del gruppo. Lo svolgimento delle indagini da parte dei magistrati inquirenti di Parma e Milano evidenzia ogni giorno di più la vastità di tale fenomeno. La portata dei falsi commessi si evince in maniera evidente anche dalle prime rettifiche ai conti societari comunicate dalla Price Waterhouse Coopers in data 26 gennaio 2004. Non soltanto l'indebitamento finanziario netto del gruppo a fine settembre passa da 1,8 miliardi di euro a 14,3 miliardi di euro, ma anche la redditività effettiva appare di molto inferiore a quella dichiarata nei bilanci; si parla

quindi di risultati industriali. Il margine operativo lordo nei primi 9 mesi del 2003 risulta pari a 121 milioni di euro rispetto ai 651 milioni di euro della trimestrale, comportando una discrepanza superiore all'80 per cento fra dati preliminari rettificati e dati certificati. In termini di indici di bilancio, il rapporto annualizzato tra indebitamento netto e margine operativo lordo passa da 2,1 volte, in base ai dati di bilancio certificati, a 89 volte, in base alle rettifiche di Price Waterhouse Coopers. Per società in categoria di *rating* singola B operanti nel settore dei beni di largo consumo tale rapporto tra indebitamento netto e margine operativo lordo generalmente non supera le 7 volte. In base alle statistiche di S&P sulla performance dei *rating*, ricordo che un *rating* in categoria singola B indica una probabilità di insolvenza circa del 27 per cento a 5 anni e 40 per cento a 15 anni.

La recente decisione della CONSOB di impugnare il bilancio certificato 2002 di Parmalat conferma l'inattendibilità dell'informativa societaria fornita ai mercati finanziari. Ribadisco che i bilanci certificati costituiscono il presupposto necessario per una corretta valutazione del rischio di credito di un'emittente. A questo prerequisito va aggiunto un secondo e imprescindibile pilastro alla base di un corretto rapporto tra emittente e agenzia di *rating*, cioè la trasparenza e veridicità delle informazioni ricevute dagli organi societari.

Se S&P avesse saputo della frode di cui è recentemente venuta a conoscenza, non avrebbe mai assegnato un *rating* o lo avrebbe immediatamente ritirato molto tempo addietro. È, infatti, prassi di S&P rifiutare l'assegnazione di un nuovo *rating* ovvero ritirare un *rating* già assegnato, in tutti i casi in cui siano state fornite informazioni false e fuorvianti, ovvero l'emittente si rifiuti di comunicare all'agenzia di *rating* informazioni essenziali per esprimere un'opinione di credito. Preciso che Parmalat non si è mai rifiutata di fornire informazioni.

Conclusioni: come è emerso dal mio resoconto, nel caso di Parmalat siamo stati vittime di una frode gigantesca, avendo sistematicamente ricevuto falsi dati e fuorvianti informazioni. Contro la frode i nostri strumenti sono limitati, così come lo sono le regole, per quanto stringenti esse siano. Anche la regola più precisa ed efficace può essere infatti aggirata se vi è intenzione di dolo.

L'espletamento del servizio reso ai mercati dalle società di *rating* presuppone inderogabilmente che le informazioni fornite dalle società emittenti siano veritiere e corrette, e siano adeguatamente verificate dagli organi societari e dagli altri soggetti cui è istituzionalmente deputato il ruolo della verifica e a cui sono attribuiti dalla legge tutti i poteri necessari allo scopo.

È evidente che la gravità di questo caso ha scosso profondamente il mercato e gli operatori, ponendo seriamente a repentaglio la fiducia dei risparmiatori e degli investitori. In particolare, il mercato dei *corporate bonds* rischia di subire un brusco rallentamento, e già lo sta subendo.

Le aziende italiane, tuttavia, devono poter contare nel breve e nel lungo termine sulla capacità di accedere ai mercati domestici e internazionali per soddisfare i fabbisogni finanziari connessi alla crescita. Rispetto ai concorrenti europei – come peraltro è stato sottolineato dai precedenti operatori che avete audito –, le aziende italiane sono molto più dipendenti dai finanziamenti bancari, per lo più a breve termine. Si tratta di un'anomalia che le rende finanziariamente più fragili e potenzialmente limitate nel perseguire o mantenere la competitività sui mercati internazionali. A questo proposito vorrei solo richiamare la vostra attenzione anche su alcune *slides* – contenute nella documentazione che ho consegnato – sul maggior grado di dipendenza dal credito bancario delle nostre aziende rispetto ad altri concorrenti europei.

Il ricorso al mercato del debito diretto favorisce una maggior diversificazione degli strumenti di raccolta, garantisce flessibilità nelle politiche finanziarie, ottimizza il costo della raccolta e riduce il peso e il costo delle garanzie reali, che per le società italiane sono ancora molto elevate. È indubbio che il ricorso al debito diretto deve essere accompagnato dal massimo livello di trasparenza dei rischi, di cui il *rating* è uno strumento irrinunciabile.

Ricordo che l'Italia è tra i Paesi europei che ha fatto minor ricorso alle emissioni quale strumento di finanziamento e in cui il livello di diffusione del *rating* è tra i più bassi dei Paesi industrializzati. Tra il 1997 e il novembre 2003 le emissioni di società industriali italiane hanno rappresentato soltanto il 4 per cento del totale delle emissioni sull'euromercato, contro il 25 per cento delle aziende tedesche, il 33 per cento di quelle francesi e il 6 per cento di quelle spagnole. L'Italia inoltre presenta il fenomeno del tutto peculiare di un notevole numero di emissioni prive di *rating*, che si sono sviluppate negli ultimi anni e si sono interrotte solo dopo il caso Cirio.

I *rating* di aziende industriali di S&P in Italia sono 21, contro 59 in Germania, 81 in Francia e 30 in Russia. Nel 2003 abbiamo iniziato a constatare un maggior ricorso al *rating* e una generale tendenza verso una maggiore trasparenza da parte degli emittenti, a cui ha corrisposto anche un promettente sviluppo delle emissioni delle aziende italiane sui mercati internazionali. Nel 2003, infatti, molti nuovi emittenti, anche supportati da *rating*, si sono affacciati sul mercato. Si tratta di una tendenza che auspichiamo possa continuare, per consentire alle aziende italiane una sempre maggior capacità di accesso ai mercati dei capitali in condizioni di efficienza e trasparenza.

In questo senso, S&P vede favorevolmente qualsiasi iniziativa da parte delle autorità competenti indirizzata a perseguire una maggior trasparenza sui mercati finanziari e una maggior efficacia dei controlli interni ed esterni.

PRESIDENTE. Ringrazio la dottoressa Pierdicchi per l'articolata relazione e do senz'altro la parola ai membri delle Commissioni che intendono formulare osservazioni e domande.

LA MALFA (*Misto-LdN.PSI*). Dottoressa Pierdicchi, le rivolgerò rapidamente alcune domande ed esprimerò qualche breve considerazione.

A pagina 9 della sua relazione si precisa che la società «S&P apprendeva dalla società e dai suoi *advisors* che tali disponibilità liquide erano ...», e via discorrendo. Se possibile, vorrei sapere chi erano questi *advisors* di cui si parla (banche o altri).

Mi corre l'obbligo di esprimere ora un'osservazione di carattere critico. Nelle sue conclusioni, in riferimento alle possibilità delle società di *rating* di resistere alle eventuali frodi nell'espletamento del servizio reso ai mercati, lei ha sostanzialmente evidenziato l'importanza del buon funzionamento degli organi interni delle società e degli *auditors*. In altri termini, se tutti i soggetti che hanno il compito di verificare la correttezza e veridicità delle informazioni non fanno il loro mestiere, alla fine le vittime sono le società di *rating*. Da siffatte considerazioni si potrebbe trarre la seguente domanda: qual è il valore aggiunto dell'attività di *rating* se lo stesso è strettamente dipendente dal buon funzionamento di tutti gli organismi deputati alle verifiche, ivi inclusi i revisori dei conti che sono i soggetti più estranei alla vita interna delle società? La seconda domanda, dunque, è volta a capire cosa rimane se il *rating* è così strettamente dipendente.

La terza domanda è un po' più sgradevole, ma abbiamo il dovere di porla. Vorrei sapere come funziona il meccanismo dei compensi per l'attività di *rating*: tra le diverse società di *rating* - che mi sembra siano tre a livello mondiale - vi sono prezzi diversi per imprese della stessa dimensione? C'è un'attività di libera concorrenza, per così dire, tale per cui una società di *rating* può perdere la possibilità di un *rating* a favore di un'altra?

Insomma, vorrei capire come funziona il mercato concorrenziale del *rating*.

PINZA (*MARGH-U*). Faccio mie le domande poc'anzi poste dall'onorevole La Malfa e non intendo entrare nel merito della specifica questione Parmalat. Voglio rilevare che nella relazione si legge che a fine settembre l'indebitamento finanziario netto di Parmalat passa da 1,8 miliardi a 14,3 miliardi. Si tratta di una cifra spaventosa: è come dire che una persona, che sembrava pesasse 60 chili, invece ne pesa 300 o molti di più!

Comunque, non ritengo che questo sia il punto principale. Mi interesserebbe piuttosto avere da lei una risposta precisa, quasi a conferma di quanto viene sostenuto nella sua relazione. Lei afferma che siete riclassificatori e rivalutatori e che quanto vi arriva vi perviene da altri, cioè dagli organi interni e dai revisori.

Lasciamo da parte gli organi interni sui quali potrebbe esserci un sospetto teorico in quanto potrebbero avere interesse a fare male alcune cose e a dare informazioni sbagliate; su questo, ovviamente, c'è un inevitabile atteggiamento di sospetto. Allora la fonte essenziale delle valutazioni effettuate dalla società di *rating* è la revisione. Vorrei che lei mi rispondesse proprio su questo punto. Nel suo intervento si parla di colloqui informali;

ma se l'amministratore prende una strada traversa, nel corso dei colloqui informali chiave riferisce cose inevitabilmente false.

GRANDI (*DS-U*). Non solo gli amministratori, ma anche qualcun altro!

PINZA (*MARGH-U*). Certamente, chiunque sia.

Vorrei che lei ci parlasse dell'obiettività: quando i suoi analisti esaminano i dati, sostanzialmente cosa guardano? Analizzano la coerenza interna dei bilanci e dei dati e le valutazioni dei revisori?

Tenga conto che non si tratta di domande oziose; noi le poniamo queste domande per capire quale tipo di modificazione normativa sia congrua per evitare il più possibile il ripetersi di fenomeni di questo tipo, segnatamente in tema di disciplina della revisione.

GIANNI Alfonso (*RC*). Ritengo che l'efficiente esposizione della dottoressa Pierdicchi, anche se letta con una velocità perigliosa, metta in luce una verità generale che emerge da questa indagine conoscitiva. Mi riferisco al fatto che siamo di fronte ad un sistema di controlli ad anelli chiusi, non interferenti tra loro e autoreferenziali. Se un sistema – oggi è il caso delle società di *rating* e domani sarà quello di altre strutture – pone ogni volta vincoli di competenza per la capacità di penetrazione nella realtà, vuol dire che non funziona.

Non ho fatto l'industriale, non certo per motivi ideologici ma perché la mia vita ha preso una certa piega, e l'età mi impedisce di farlo oggi; tuttavia se qualcuno mi avesse detto che Parmalat intendeva vendere latte in polvere a Cuba, avrei certamente pensato che si trattava di un cretino o di un imbroglione, perché non conosco bene l'industria, ma conosco bene Cuba. Non ci voleva tanto, però, a capire una cosa di questo genere! Siamo di fronte ad una insipienza clamorosa.

Allora, dottoressa Pierdicchi, le rivolgo la stessa domanda che poc'anzi ha formulato l'onorevole La Malfa, anche se la pongo un po' più a sinistra, se mi è permessa un po' di ironia. A cosa serve l'attività di *rating*? Non le pare francamente che i controllori, controllati da se stessi (come sostanzialmente prevede il meccanismo), non funzionino e che dunque il sistema di controllo debba passare alla mano pubblica? Capisco che la mia domanda è un po' politica, ma spero che lei me la concederà.

TABACCI (*UDC*). Il ragioniere Giovanni Rossi, componente del collegio sindacale della Parmalat, quella mattina era stato colpito da un attacco febbrile. Da quello stato febbrile originò una catastrofe. Penso che, invece di redigere un documento conclusivo, si potrebbe scrivere un romanzo partendo da questo dato imprevisto ed imprevedibile, cioè la malattia di Giovanni Rossi.

Il Governatore della Banca d'Italia ed il Presidente della CONSOB hanno messo in evidenza l'importanza delle società di *rating*. Nella relazione della dottoressa Pierdicchi, peraltro molto coraggiosa e da me ap-

prezzata, emerge una sostanziale levità del ruolo delle società di *rating* (per essere generosi). Infatti, se dovessimo essere rigorosi, tutto il castello, a cominciare dai grandi capi, sul quale si è costruita la vicenda cadrebbe.

Allora, avevo ragione nel ripetere che qui non c'è una sola responsabilità, ma un castello di responsabilità. Se noi non entriamo con determinazione e con nettezza sulla linea, alla fine partoriremo un topolino e sarà una situazione violentissima per chi ha dovuto pagare un prezzo molto alto.

Non ho domande da porre, ma ho avuto la conferma di ciò da quanto è emerso e peraltro ce lo sentiremo ripetere, perché vi sono parole esemplari. Non ho nulla da aggiungere, quindi, ma registro questo fatto.

Adesso noi dovremo tirare qualche conclusione, ma è certo che nessuno potrà chiamarsi fuori. Diversamente è meglio che ci fermiamo qui.

BENVENUTO (*DS-U*). Condivido le domande poste dai colleghi che mi hanno preceduto, ma vorrei aggiungere qualche altro quesito.

Per riepilogare, sottolineo che il 15 novembre 2000 la società ha dato un *rating* che prevedeva una percentuale di insolvenza del 10 per cento; nel 2002 la percentuale di insolvenza è stata portata al 3,10 per cento ed è stata mantenuta fino al 9 dicembre 2003, quando è precipitata al 40,56 per cento.

Anch'io ho molto apprezzato la sua relazione, dottoressa Pierdicchi. Vorrei sapere, però, se la vostra società, insieme alle altre, dopo quanto avvenuto (fermo restando che nel caso della Parmalat si è trattato di una truffa) ed in considerazione delle ragioni da lei esposte e delle possibilità a vostra disposizione, si è posta il problema di riesaminare i *rating* dati ad altre operazioni da voi o da altre società. La preoccupazione, infatti, è che non si tratti di un caso isolato.

Aggiungo un'altra questione alle domande già fatte, che condivido. Chiedo se il meccanismo del *rating* - non voglio essere impertinente perché, ripeto, ho apprezzato la relazione svolta - metta in moto un meccanismo che rappresenta un pericolo maggiore. Infatti, se il *rating* assegnato si basa su un comportamento di buona fede da parte di chi si sottopone al *rating* stesso, non c'è il rischio - sempre in buona fede - che accada quanto si è già verificato - e ripeto che non voglio essere impertinente - in occasione del famoso ritrovamento a Livorno delle teste di Modigliani, che tutti consideravano grandi capolavori e che poi, invece, si sono rivelate una gigantesca truffa?

EUFEMI (*UDC*). Anch'io apprezzo la relazione svolta dalla dottoressa Pierdicchi, anche se mi ha lasciato numerosi dubbi. Mi è sembrata certamente una efficace autodifesa, ma qui si pone il problema di *timing*. Nella relazione si evidenzia che a febbraio vi è stato quel *bond* che poi è stato ritirato e nessun provvedimento è stato assunto.

Stando anche alle carte vere - che poi si sono rivelate false - mi chiedo come poteva essere giustificata una richiesta di finanziamento così continua rispetto ad una liquidità di 4,2 miliardi di euro. Vorrei sa-

pere se ciò non abbia fatto sorgere qualche dubbio rispetto ad una impresa industriale che, invece, faceva finanza speculativa.

GRANDI (*DS-U*). Signor Presidente, nell'ascoltare l'esposizione della dottoressa Pierdicchi mi è venuta in mente una battuta che faceva un professore di statistica a me molto caro, Luciano Bergonzini: che la statistica fa vedere quello che tutti sanno e non fa vedere quello che tutti vorremmo conoscere. Mi pare di capire che sul *rating* siamo messi un po' così: quello che è evidente viene riassunto, il vero problema è quello che non è evidente. Quindi, mi sembra francamente insoddisfacente la riflessione autocritica sulla gravità di quanto è accaduto e sui provvedimenti conseguenti, a cominciare dai rapporti con i clienti. Si tratta della considerazione che faceva prima l'onorevole La Malfa e che credo vada completata.

In secondo luogo è del tutto evidente che c'è un'implicazione politica nelle cose che sono state dette, soprattutto relativamente alla legislazione di natura fiscale. Si tratta di un sistema di incentivazione che va nella direzione della richiesta di prestiti, di fidi bancari in particolare, che è anomala nel nostro Paese; quindi le società che si presentano con mezzi propri totalmente insufficienti sono spinte a richiedere prestiti e in particolare fidi bancari.

Un'ulteriore osservazione – ed è anche questa una domanda – concerne la natura dei professionisti che forniscono il *rating*; mi pare sia stato detto che nella parte italiana di Standard & Poor's ci sono 21 professionisti. La domanda è: entro quali limiti sono effettivamente indipendenti questi professionisti? In altre parole, come viene effettivamente garantita l'indipendenza, che è uno dei tre criteri che sono stati indicati, dal momento che si sente dire che alcuni professionisti svolgono attività di *rating* per diversi soggetti, e forse non soltanto attività di *rating* ma anche altre attività in qualche modo confliggenti? Siete sicuri di poter garantire l'indipendenza?

SALERNO (*AN*). Signor Presidente, ritengo che un po' tutti nella vita, o almeno per quanto mi riguarda, siano cresciuti pensando che nella professione, nel lavoro ciascuno di noi debba essere responsabile di quello che fa o verso qualcuno o verso la comunità. Ora mi sembra di svegliarmi da un sogno, perché vedo questa Standard & Poor's che, almeno a livello nazionale se non mondiale, determina uno spostamento effettivo degli investimenti, in quanto attraverso le A, doppie A, B e C che ci sono state illustrate si decide l'investimento di miliardi di euro. Allora mi accorgo che voi vivete in una sorta di paese meraviglioso perché determinate questi spostamenti, incidete, influenzate il mercato effettivo del risparmio e tuttavia, al contrario di tanti operatori, siete completamente deresponsabilizzati.

La domanda è questa: ritenete che questa mancanza di responsabilità oggettiva propria sia ammissibile? Tutti abbiamo una responsabilità oggettiva propria, voi no. Voi manifestate un'opinione, ma alla fine siete vera-

mente coloro che determinano lo spostamento del mercato finanziario. Ritenete di poter continuare a pensare che possa perdurare questa sorta di area franca, all'interno della quale un operatore così determinante come voi può continuare ad insistere? Questo vale soltanto per la legislazione italiana? Negli Stati Uniti la vostra azienda è invece responsabilizzata, magari per le opinioni che esprimete?

Da ultimo, chi paga la vostra prestazione? Quando voi avete emesso il *rating* su Parmalat chi vi ha pagato per quel *rating*? Parmalat stessa o qualche altro ente di cui non conosco il nome?

TRAVAGLIA (FI). Parmalat.

PASQUINI (DS-U). Tre domande telegrafiche. In presenza di *rating* negativi che vengono mantenuti segreti non si determina un mercato del *rating* non regolamentato, opaco, poco trasparente? In sostanza, può accadere che un *rating* positivo sia inficiato – se la proporzione è giusta – da altri cinque *rating* negativi che vengono tenuti coperti. In che modo si può risolvere questa situazione? Attraverso un intervento del codice penale per quanto riguarda il divieto di tenere segreti dei *rating* o in altro modo, con altre misure?

La seconda questione riguarda il conflitto di interessi – lo metteva in evidenza prima il senatore Salerno – per chi paga la società di *rating* per ottenere un servizio che, invece, probabilmente dovrebbe essere pagato dal rappresentante degli obbligazionisti a tutela della effettiva indipendenza. Quali meccanismi si possono mettere in moto da questo punto di vista?

C'è poi un conflitto potenziale tra l'informativa che le società quotate devono dare alla borsa e le società di *rating*. Come superare questa contrapposizione, più che conflitto di interessi?

Da ultimo, si parla di un'Autorità di sorveglianza sulle agenzie di *rating* a livello europeo, cioè le CONSOB europee hanno intenzione di proporre un organismo del genere, con l'obbligo per le agenzie di registrarsi, una valutazione delle norme più rigorose e trasparenti per il riconoscimento delle agenzie e soprattutto maggiore regolamentazione e trasparenza del mercato del *rating*. Cosa pensa al riguardo?

PIERDICCHI. Mi scuso se prima sono stata veloce, ma mi sembrava importante fornirvi tutte le informazioni. Cercherò ora di percorrere nell'ordine le domande che mi sono state rivolte.

L'onorevole La Malfa mi chiedeva delle disponibilità liquide e degli *advisor*. Normalmente noi non riveliamo informazioni confidenziali circa gli *advisor*, di cui verifichiamo peraltro il mandato con gli emittenti che assistono le società. In questo caso, tuttavia, direi che è di dominio pubblico che l'*advisor* che assisteva Parmalat il 5 dicembre e nei giorni precedenti in cui sono arrivati i documenti era *Deutsche Bank*. È normale. Non sempre le società sono assistite da *advisor*, ma in molti casi lo sono e comunque noi abbiamo sempre un dialogo diretto con la società

e chiediamo le cose alla società. È la società che poi decide se utilizzare un *advisor*.

Ritengo che il valore aggiunto delle società di *rating* andrebbe chiesto soprattutto agli investitori. Se il nostro *rating* è molto ascoltato (e qui mi riallaccio anche alle affermazioni del senatore Salerno relative al nostro potere e alla nostra influenza), questo ci è riconosciuto dagli investitori. Se i nostri *rating* non fossero credibili, se in media non fossero dei buoni predittori dell'insolvenza, credo che gli investitori non li utilizzerebbero. Noi viviamo di questa reputazione, viviamo di questa credibilità.

SALERNO (AN). Quindi adesso chiudete.

GRILLOTTI (AN). La settimana ventura.

PIERDICCHI. Un attimo, non ho finito. Bisogna dire una cosa: il *rating* non è una valutazione analitica che intende evidenziare le frodi o i casi straordinari. Il *rating* è una valutazione analitica basata su un'esperienza di settore, sul dialogo con la società, su una serie di analisi, e comunque presuppone e si basa sulla fiducia nei confronti della società. Questo è il 99,9 per cento dei casi in cui noi lavoriamo. Non siamo fatti per lavorare per la frode. La frode è uno di quei casi di forza maggiore, come la guerra, il terremoto e tanti altri eventi, che sovvertono completamente la logica di un *rating*. Il *rating* è fatto sulla base di quanto ho detto e il nostro *track record* conferma che i casi di frode sono pochissimi, fortunatamente, ma che quando ci imbattiamo in una frode purtroppo i nostri strumenti sono limitati.

Per ritornare al punto di partenza, ci si chiedeva che cosa rimane del valore aggiunto. Rimane il fatto che noi esprimiamo un'opinione di credito, una probabilità di insolvenza che è statisticamente monitorata ogni anno. Se queste statistiche, che ho allegato alla relazione, non fossero ogni anno un messaggio positivo, di fiducia che noi offriamo agli investitori, non credo che gli investitori utilizzerebbero il nostro *rating*. Resta il fatto che quest'anno nella categoria *investment grade 2003* ci sono state tre insolvenze: il caso Parmalat, se non sbaglio un caso canadese e un caso sul mercato americano. Stiamo ancora parlando di una probabilità dell'1,5 per cento, che puntualmente noi verifichiamo ogni anno. Per fare il paragone con un analista *equity*, che forse è il più comune, è come se un analista *equity* andasse a verificare ogni anno se le sue indicazioni di prezzo poi sono state vere o no; noi andiamo a vedere se la nostra predizione di insolvenza – che è quella in cui si sostanzia una valutazione di *rating* – effettivamente, *ex post*, è stata in media una buona predizione. Questo non significa che una tripla A non possa essere insolvente. Certo che lo può essere, è successo in alcuni casi, ma si tratta quasi sempre o di frode o di altri elementi che noi non possiamo prevedere *ex ante*.

Quindi il valore aggiunto che portiamo agli investitori è soprattutto una stima di una probabilità di insolvenza, che poi è utile per valutare se il rendimento di un titolo è adeguato o no. Possiamo fare l'esempio

della Cirio, che era una obbligazione sprovvista di *rating*; certamente, se la Cirio avesse avuto un *rating*, il rendimento sarebbe stato diverso da quello determinato dal mercato, in quanto il *rating* avrebbe fornito un elemento di trasparenza in più; certamente non l'unico e non esaustivo: solo un elemento in più per gli investitori.

Per quanto riguarda i compensi, preciso innanzi tutto, che i nostri compensi sono assolutamente forniti dall'emittente e non esiste, ad oggi, un modello diverso. L'emittente ha bisogno di andare sul mercato finanziario e gli investitori richiedono il *rating*; pertanto, l'emittente paga e stabilisce con noi un contratto in cui si impegna, come dicevo, a fornire tutte le informazioni, anche confidenziali.

Ci sono delle scale di compensi fisse: non sono diverse. Chiaramente, si guarda anche al tempo di lavoro degli analisti. È chiaro che un grande gruppo diversificato richiede più lavoro da parte degli analisti rispetto ad un piccola azienda, ma siamo sempre nell'ordine di una differenza di poche migliaia di euro.

Posso essere specifica sul caso Parmalat. Noi, da Parmalat, abbiamo guadagnato, in media, in tre anni di *rating* (2001-2003), circa 170.000 euro annui: si tratta certamente di un compenso molto basso rispetto ai nostri ricavi complessivi.

Abbiamo una regola interna che prevede che nessun cliente può pesare più dell'1,5 per cento del nostro fatturato e ci atteniamo strettamente ad essa. Questo è uno degli elementi che tutela quel rischio di conflitto di interessi di cui qualcuno ha parlato.

Si è parlato di indebitamento e squilibrio finanziario. Certamente la Parmalat aveva uno squilibrio finanziario: alto debito-alta liquidità. Voglio sottolineare che questa era una situazione comunque giustificata da una serie di considerazioni di Parmalat, così come si verifica per altre aziende, anche *blue chips* di primaria importanza: efficienza fiscale, in quanto sappiamo che esistono delle tecniche fiscali per tenere la liquidità a tassi fiscali convenienti; opportunità di mantenere liquidità in attesa di rifinanziamenti (per esempio, quando le condizioni del mercato sono favorevoli, alcune emittenti preferiscono anticipare il ricorso al debito per poter rifinanziare a condizioni migliori debiti in scadenza); acquisizioni (tante aziende si quotano in borsa o ricorrono ai mercati dei capitali per mantenere liquidità in modo da poter cogliere delle acquisizioni). Questo squilibrio nella Parmalat era evidente e noi lo abbiamo evidenziato da subito. Nel primo rapporto che rilasciammo, questo fu esattamente il motivo principale per cui la Parmalat fu posizionata al gradino più basso dell'*investment grade*, fatto di cui – vi assicuro – la Parmalat non era affatto contenta, perché loro si proponevano per *rating* più elevati, come tanti altri concorrenti con cui operavano.

Il motivo principale per cui Parmalat fu posizionata ad un solo gradino dalla categoria speculativa era quello squilibrio finanziario che però, ripeto, è una condizione che noi ritroviamo in tantissime società: potrei citare primari nomi internazionali, gruppi come Ericsson e Unilever, che hanno o hanno avuto in alcuni periodi molta liquidità e debito. Questo ac-

cade per vari motivi, noi non possiamo questionare la politica finanziaria delle società: dobbiamo tenerne conto.

SALERNO (AN). Ce l'hanno in quelle proporzioni?

PIERDICCHI. Ci sono anche casi di proporzioni del genere.

In ogni caso, questo è un elemento che noi abbiamo esplorato con la Parmalat in gran dettaglio; vi ho fornito solo alcuni degli elementi, perché molti sono confidenziali e a disposizione dell'autorità giudiziaria, ma ripeto che la questione è stata analizzata in profondità.

L'onorevole Benvenuto ha chiesto come mai il merito di credito è cambiato così rapidamente. Come ho spiegato, lo squilibrio finanziario poneva un problema, per così dire, di una politica finanziaria incoerente con il *business* industriale della società, ma certamente non poneva un problema di liquidità. Il problema di liquidità, vale a dire la capacità di onorare un debito in scadenza di appena 80 milioni di euro (come a noi risultava) quel lunedì non era assolutamente in discussione, perché il venerdì stesso avevamo ricevuto ampie rassicurazioni scritte e verbali, corredate da dettagli particolareggiati, sul fatto che la liquidità non era un problema. A un certo punto la liquidità è apparsa problematica nei fatti (attenzione, non negli annunci della Parmalat, che arrivarono solo il mercoledì successivo): quando in quel lunedì – festivo, peraltro – apparve che non si stava pagando, immediatamente il problema liquidità divenne una nostra preoccupazione, tant'è che abbassammo immediatamente il *rating* per tener conto di questo fatto, senza peraltro aver ancora ricevuto informazioni dalla Parmalat. Le informazioni, quando arrivarono, confermarono una difficoltà precedentemente sconosciuta e quindi apparve evidente che c'era uno stato di quasi insolvenza, che poi fu dichiarato.

È chiaro che nella nostra analisi dobbiamo attenerci ai nostri criteri che devono essere il più possibile oggettivi, coerenti e globali. Ovverosia un investitore deve poter contare su una BBB italiana, americana, francese e di qualsiasi altro paese per poter avere omogeneità di confronto: questo è uno degli elementi che fa sì che il *rating* abbia un valore per gli investitori; per questo utilizziamo metodologia e approcci comuni, tenendo conto ovviamente della specificità di ogni società. Ma se la liquidità non è un problema, se la società ha liquidità e non la utilizza, non possiamo arrivare al paradosso di abbassare il *rating* di una società perché ha troppa liquidità: sicuramente saremmo considerati dei pazzi dal punto di vista dell'analisi finanziaria.

Il problema era che quei dati erano falsi. Se fossero stati reali e corretti Parmalat era assolutamente una BBB-; anzi, magari qualche analista avrebbe anche potuto ritenere che fosse un *rating* più elevato. Di fronte ai dati falsi noi, purtroppo siamo impotenti.

L'onorevole Gianni Alfonso faceva riferimento ad alcune affermazioni che erano state fatte, forse, dal *management* Parmalat o da altri operatori che sostenevano che le politiche di Parmalat erano poco credibili. Ebbene, noi le abbiamo ampiamente e ripetutamente discusse: abbiamo

un *file* che contiene numerosissimi dati relativi alla discussione di queste politiche. Non sta a noi decidere se le politiche di espansione territoriale sono opportune o no, ma ne teniamo conto nelle nostre analisi economico-finanziarie.

GIANNI Alfonso (RC). Lei le definisce «geograficamente positive».

PIERDICCHI. La diversificazione geografica in generale costituisce un mitigatore del rischio; in tutte le teorie finanziarie si parla della diversificazione di portafoglio. Resta il fatto che i margini che noi rilevavamo dalla Parmalat, in linea con i dati certificati dai revisori, sulla redditività in alcuni Paesi, non costituivano assolutamente un fattore di preoccupazione. In alcuni Paesi erano migliori che in altri. Ma la diversificazione, di per sé, è un fattore che tende a mitigare il rischio, perché un'azienda più diversificata è meno dipendente dal singolo mercato.

Vorrei ricordare che la Parmalat era l'unico *leader* globale che avevamo in Italia: non c'è alcuna altra società, nel settore latte-caseario che ha quella posizione di mercato. Questo era un elemento che chiaramente aveva un peso nel *rating*. Purtroppo, ripeto, se avessimo solo avuto il senatore che quei dati non erano veri, è chiaro che nessuna analisi sarebbe neanche mai stata fatta da parte nostra.

Perdonatemi se mi dovessi dimenticare qualcosa. Credo di aver detto come è cambiata la liquidità.

Circa l'autodifesa, credo di aver spiegato che noi operiamo sulla base di criteri globali, coerenti e soggetti allo scrutinio di tutti gli investitori. Il senatore Salerno sosteneva che noi «possiamo determinare...». Noi certamente ci vogliamo assumere tutte le responsabilità che ha un analista di *rating*, anche quella di dare agli investitori dei messaggi chiari e stabili nel tempo. Noi non possiamo diminuire o innalzare continuamente, fare variazioni di *rating* che creano confusione e volatilità nel mercato; cerchiamo di dare delle azioni di *rating* che servono agli investitori per le loro politiche di medio termine. Questo, in alcuni casi, viene definito come potere, ma sono gli investitori che riconoscono l'importanza del *rating*. Noi di ciò ci vogliamo assumere tutte le responsabilità, motivo per cui prima di fare un'azione di *rating* svolgiamo tutte le necessarie verifiche: se la facessimo senza dati, non credo che saremmo altrettanto responsabili.

Per quanto riguarda l'indipendenza e il conflitto di interessi, questione posta da più parlamentari, ricordo che abbiamo vari meccanismi per tutelare la nostra indipendenza e per fare in modo che i nostri analisti siano il più possibile obiettivi e valutati. Innanzi tutto osservo che la reputazione è tutto quello che noi abbiamo, di fatto, sul nostro bilancio. C'è uno studio recente, predisposto proprio poche settimane fa dalla *Federal reserve*, che con un *test* prova con evidenza empirica che le decisioni di *rating* sono guidate più dal mantenimento della reputazione del mercato che dal conflitto di interessi o, per così dire, dal desiderio di essere favorevoli ad un certo emittente. È chiaro che se perdiamo la nostra

reputazione, perdiamo di conseguenza anche la credibilità negli investitori e non abbiamo più ragione d'esistere. Per questo motivo, poniamo in essere tutti i meccanismi atti a preservare l'indipendenza e l'obiettività.

I nostri analisti non sono remunerati sulla base del nostro fatturato, non partecipano ad nessuna discussione sulle *fee*, sulle commissioni pagate, su argomenti di carattere commerciale; sono tutti soggetti a *standard* etici elevati; devono riportare qualsiasi loro investimento e non possono trattare titoli del settore di competenza. La formazione di ogni analista è particolarmente lunga, dura dai tre ai quattro anni, se non di più; solo decorso tale periodo può seguire da solo un cliente. Al fine di garantire il massimo confronto, nessun analista incontra un cliente da solo ma viene sempre accompagnato almeno da un collega. Tutte le decisioni sono prese da comitati. Nessun analista può esercitare qualsiasi forma di influenza, può proporre al comitato un *rating* ma la società può anche decidere diversamente dopo lunga discussione. Il fatto che nessun analista può influenzare le decisioni più di altri è un fondamentale meccanismo di garanzia dell'indipendenza.

Secondo noi, e ad avviso anche degli investitori, queste procedure hanno funzionato. Da nessuna delle indagini svolte dal SEC o dalla Comunità europea, che si sono giustamente posti il problema della trasparenza del *rating*, è emerso...

LA MALFA (*Misto-LdRN.PSI*). Una domanda *spot*: i contratti di *rating* sono annuali, biennali o quinquennali? Tecnicamente di che tipo di contratto si tratta?

PIERDICCHI. È un contratto annuale che si sostanzia in una commissione per il rilascio del primo *rating*; se poi quest'ultimo è reso pubblico (riprenderò il tema della pubblicità dei *rating*) agli investitori, si stipula un contratto di monitoraggio annuale con un corrispettivo di monitoraggio, che normalmente ammonta a qualche decina di migliaia di euro, anche se dipende dai vari casi. Ciò fa sì che l'analista continui a verificare lo stato del *rating*, incontri i rappresentanti della società almeno una volta l'anno (in alcuni casi decine di volte l'anno) e continui a ricevere dalla stessa tutte le informazioni del caso. Contrattualmente la società si impegna a fornire non solo le informazioni importanti ma anche quelle confidenziali; il contratto è rinnovato di anno in anno.

Si era parlato anche delle informazioni ...

SALERNO (*AN*). Negli Stati Uniti vige la stessa legislazione?

PIERDICCHI. Standard & Poor's ha gli stessi *standard* in tutto il mondo.

SALERNO (*AN*). Siete stati oggetto di richiesta di risarcimento dei danni in alcuni famosi casi analoghi che si sono verificati in passato?

PASQUINI (*DS-U*). Possiamo continuare a sentire le risposte della dottoressa Pierdicchi?

PRESIDENTE. Dottoressa Pierdicchi, prosegua il suo intervento.

PIERDICCHI. *Rating* confidenziali. Siamo innanzi tutto favorevoli alla pubblicazione del *rating*, nella convinzione che la nostra missione sia quella di fornire trasparenza al mercato. Ciò nondimeno, è pur sempre facoltà della società decidere se pubblicare o meno un *rating*.

Preciso che il *rating* confidenziale in Italia è un tipo di attività quasi irrilevante per la S&P, non mi pronuncio sulle altre società. Per garantire simmetria informativa, se in qualche modo un *rating* confidenziale viene divulgato, noi lo forniamo immediatamente a tutto il mercato, a prescindere dal consenso dell'emittente. Non possiamo decidere noi sulla pubblicità o meno di tutti i *rating*, trattandosi di materia di competenza delle autorità. Ovviamente, le autorità competenti, se riterranno opportuno rendere pubblici tutti i *rating*, dovranno definire la materia in un importante quadro normativo. Certamente, siamo favorevoli alla massima trasparenza.

È stato sollevato il problema delle fonti informative. Ebbene, le nostre fonti informative provengono primariamente dalle società e includono tutte le informazioni pubbliche, ivi incluse quelle fornite alla Borsa e agli investitori (relazioni annuali, conferenze con gli analisti, presentazioni agli analisti). Chiediamo anche informazioni confidenziali alle quali siamo vincolati, atteso che informazioni di tale natura possono avere rilevanza nell'analisi o del *business risk* o del *financial risk*. Si pensi, ad esempio, a quanto può essere importante per le banche l'informazione sull'esposizione dei maggiori clienti o per le aziende la determinazione dei loro margini per singoli mercati. Informazioni del genere generalmente non sono fornite al mercato ma a noi proprio per consentirci di esprimere al meglio le nostre valutazioni. Non si tratta di mere riclassificazioni. I nostri analisti sono specializzati, seguono più crediti nello stesso settore a livello internazionale e sono in grado di comparare come diversi profili di *business*, quindi, di strategie aziendali di posizionamento e finanziarie (politiche finanziarie, accesso al credito, flessibilità, debito, *cash flow*, e via discorrendo, tutte misure sulle quali non mi sono dilungata) hanno differenti implicazioni su diverse società operanti nello stesso settore. La differenza settoriale è, infatti, molto importante, ad esempio alcuni settori sono fortemente ciclici e altri no.

Il settore del *food*, ad esempio, godendo di una forte stabilità ed essendo anticiclico e caratterizzato da posizioni consolidate, ha una qualità di credito generalmente elevata. I nostri analisti guardano al contesto del settore ma poi analizzano in dettaglio lo specifico posizionamento della società, effettuando una serie di analisi finanziarie che tengono conto anche di nostri criteri proprietari. Secondo i nostri criteri, generalmente molto conservativi, si possono, ad esempio, aggiungere o togliere passività in base a come si valutano determinate operazioni.

PRESIDENTE. Ringrazio la dottoressa Pierdicchi per le informazioni e la dovizia di particolari che ci ha fornito.

I lavori, sospesi alle ore 13,40, sono ripresi alle ore 13,45.

LA MALFA (*Misto-LdRN.PSI*). Signor Presidente, le ricordo che, alle ore 14, alla Camera dei deputati vi sono importanti votazioni da svolgere e al Senato iniziano i lavori delle Commissioni.

Dovremo, quindi, organizzare i nostri lavori perché oggi, al massimo, potremo audire i rappresentanti della Fitch Italia Società Italiana per il Rating S.p.A, ma ho l'impressione che non avremo tempo per ascoltare i rappresentanti, peraltro numerosi, della Moody's Italia S.r.l.

Per quanto mi riguarda, possiamo anche proseguire i lavori, anche perché viene redatto il resoconto stenografico di tutta la seduta. Potremmo, però, anche stabilire di svolgere solo l'audizione dei rappresentanti della Fitch Italia Società Italiana per il rating S.p.A. e rinviare quella della Moody's Italia S.r.l oppure decidere di rinviare entrambe le audizioni; in quest'ultimo caso, potremmo chiedere ai nostri ospiti di consegnarci il materiale preparato (qualora lo abbiano), in modo tale che in una prossima occasione potremmo passare direttamente alle domande, avendo già potuto consultare la documentazione. Ritengo che questa sia la soluzione migliore.

PRESIDENTE. Sono d'accordo con l'onorevole La Malfa. Pertanto, in considerazione del protrarsi delle precedenti audizioni, vista la ristrettezza dei tempi a disposizione delle Commissioni per concomitanti lavori parlamentari ed anche per garantire ai rappresentanti delle altre società di *rating* l'opportunità di illustrare con il dovuto approfondimento i loro punti di vista, propongo di rinviare ad altra seduta lo svolgimento delle audizioni dei rappresentanti della Fitch Italia Società Italiana per il *rating* S.p.A. e della società Moody's Italia S.r.l acquisendo, al contempo, la documentazione da loro già predisposta.

Poiché non vi sono osservazioni, così rimane stabilito.

Dichiaro concluse le audizioni odierne e rinvio il seguito dell'indagine conoscitiva in titolo ad altra seduta.

I lavori terminano alle ore 13,50.