

COMMISSIONI RIUNITE
VI (FINANZE) E X (ATTIVITÀ PRODUTTIVE, COMMERCIO
E TURISMO) DELLA CAMERA DEI DEPUTATI 6ª (FINANZE
E TESORO) E 10ª (INDUSTRIA, COMMERCIO, TURISMO)
DEL SENATO DELLA REPUBBLICA

RESOCONTO STENOGRAFICO

INDAGINE CONOSCITIVA

12.

SEDUTA DI VENERDÌ 13 FEBBRAIO 2004

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE DELLA VI COMMISSIONE
DELLA CAMERA DEI DEPUTATI GIORGIO LA MALFA

COMMISSIONI RIUNITE

VI (FINANZE) e X (ATTIVITÀ PRODUTTIVE, COMMERCIO E
TURISMO) DELLA CAMERA DEI DEPUTATI
6^a (FINANZE E TESORO) E 10^a (INDUSTRIA, COMMERCIO,
TURISMO) DEL SENATO DELLA REPUBBLICA

RESOCONTO STENOGRAFICO

INDAGINE CONOSCITIVA

12.

SEDUTA DI VENERDÌ 13 FEBBRAIO 2004

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE DELLA VI COMMISSIONE
DELLA CAMERA DEI DEPUTATI **GIORGIO LA MALFA**

INDICE

	PAG.		PAG.
Sulla pubblicità dei lavori:		Eufemi Maurizio (UDC)	11
La Malfa Giorgio, <i>Presidente</i>	3	Lettieri Mario (MARGH-U)	9, 14, 15
		Nesi Nerio (Misto-Com.it)	17
INDAGINE CONOSCITIVA SUI RAPPORTI TRA IL SISTEMA DELLE IMPRESE, I MERCATI FINANZIARI E LA TUTELA DEL RISPARMIO		Papa Franco Carlo, <i>Presidente dell'Associa- zione italiana degli analisti finanziari</i> ..	3, 9, 10, 12 13, 14, 15, 16, 17
Audizione dei rappresentanti dell'Associa- zione italiana degli analisti finanziari (AIAF):		Pedrizzi Riccardo, <i>Presidente della 6^a Com- missione permanente del Senato</i>	11, 13, 15
La Malfa Giorgio, <i>Presidente</i>	3, 9, 12, 15, 17	Ruggeri Ruggero (MARGH-U)	9
Armani Pietro (AN)	14, 16	Tabacci Bruno (UDC)	9
		Trasi Gianpaolo, <i>Vicepresidente dell'Asso- ciazione italiana degli analisti finanziari</i> ..	15
		Turci Lanfranco (DS-U)	10, 13, 15

N. B. Sigle dei gruppi parlamentari: 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: Misto-Verdi-U; Misto-Minoranze linguistiche: Misto-Min.linguist.; Misto-Liberal-democratici, Repubblicani, Nuovo PSI: Misto-LdRN.PSI; Misto-UDEUR-Alleanza Popolare: Misto-UDEUR-AP.

	PAG.		PAG.
Audizione del professor Francesco Capriglione, dell'avvocato Francesco Gatti e del professor Mario Sarcinelli:		Pedrizzi Riccardo, <i>Presidente della 6^a Commissione permanente del Senato</i> .	29, 30, 35, 39
La Malfa Giorgio, <i>Presidente</i> .	17, 21, 24, 25, 29 30, 31, 35, 37, 39, 40, 42	Pontone Francesco, <i>Presidente della 10^a Commissione permanente del Senato</i>	30
Benvenuto Giorgio (DS-U)	29, 33	Sarcinelli Mario	22, 24, 37, 40, 42
Capriglione Francesco	17, 21, 35, 37	ALLEGATO:	
Eufemi Maurizio (UDC)	29, 31	Copia delle lettere inviate dal dottor Maranghi al Presidente della Camera dei deputati, al Presidente del Senato della Repubblica e al Governatore della Banca d'Italia	44
Gatti Francesco	25, 40, 42		
Lettieri Mario (MARGH-U)	29, 31, 32		
Nesi Nerio (Misto-Com.it)	30, 34		

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE DELLA VI COMMISSIONE DELLA CAMERA DEI DEPUTATI GIORGIO LA MALFA

La seduta comincia alle 9,40.

(Le Commissioni approvano il processo verbale della seduta precedente).

Sulla pubblicità dei lavori.

PRESIDENTE. Avverto che, se non vi sono obiezioni, la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche mediante impianti audiovisivi a circuito chiuso.

(Così rimane stabilito).

Audizione dei rappresentanti dell'Associazione italiana degli analisti finanziari (AIAF).

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio, l'audizione dei rappresentanti dell'Associazione italiana degli analisti finanziari (AIAF): sono presenti il presidente, Franco Carlo Papa, e il vicepresidente, Gianpaolo Trasi. Li ringrazio e do subito la parola al dottor Papa.

FRANCO CARLO PAPA, Presidente dell'Associazione italiana degli analisti finanziari. Signori presidenti, onorevoli senatori e deputati, le ben note vicende recentemente accadute, che hanno colpito duramente gli investitori, scosso i mercati finanziari e creato gravi problemi d'immagine al nostro sistema industriale, hanno

dato nuovo spunto e vigore ad un dibattito che da tempo si svolge all'interno della nostra associazione.

Ricordiamo che l'AIAF, Associazione italiana degli analisti finanziari, è la maggiore associazione professionale di categoria in Italia, con circa 1000 aderenti, professionisti dell'analisi finanziaria, operanti presso banche, intermediari, società quotate, nonché analisti indipendenti. Tale professione, come sarà evidenziato in dettaglio nel seguito, è in corso di regolamentazione con una legge già approvata dalla Camera dei deputati lo scorso luglio 2003.

Prima di entrare nel dettaglio dell'analisi e nel merito degli argomenti, riteniamo sia importante porre l'accento, fin dall'inizio della nostra esposizione, sul fatto che, in relazione al tema del sistema dei controlli, la nostra posizione è, in linea di principio, a favore di un sistema di controllo organizzato per finalità, articolato nei tre pilastri della trasparenza, vigilanza e concorrenza; un sistema che implichi un maggiore coordinamento e induca una più ampia circolazione dell'informazione tra le autorità di supervisione e dal quale possa scaturire un'applicazione rapida e decisa delle sanzioni.

Riteniamo, infatti, che un efficiente ed incisivo sistema di controlli sia uno degli ingredienti essenziali per intervenire alla « radice » del problema principale che riguarda la nostra categoria, quello dei conflitti d'interesse e dell'indipendenza dell'analista finanziario.

Il tema che desideriamo primariamente portare alla vostra attenzione è quello dell'indipendenza dell'analista finanziario e dei conflitti d'interesse, cui questi può trovarsi esposto nell'esercizio della sua attività professionale. Tali conflitti d'inte-

resse possono tradursi in altrettante indebite pressioni sull'integrità professionale dell'analista e dare luogo, se non gestite, a quell'eccesso di « positività » nei giudizi d'investimento espressi, che si è manifestato in particolare sul finire degli anni '90 con il cosiddetto fenomeno « bolla speculativa ».

Tali eccessi non sono stati, e non sono, a nostro avviso, il problema da risolvere, quanto piuttosto il sintomo del problema più ampio, quello del conflitto d'interesse, che ha natura complessa e che richiede interventi mirati su ciascuno degli attori in causa.

Non vi è, infatti, chi non comprenda che anche il migliore analista finanziario sotto il profilo tecnico e deontologico, laddove non venga efficacemente garantita la sua autonomia ed integrità di giudizio, non potrà assolvere al suo dovere professionale nei confronti degli utenti delle sue analisi (clienti istituzionali dell'intermediario presso cui opera; clienti diretti dell'analista, se svolge la sua attività in forma indipendente; utenti *retail*, se le analisi sono veicolate al pubblico indistinto, anche attraverso i *media*).

La ricerca dell'analista finanziario aggiunge valore di mercato alla comunicazione finanziaria da parte delle società emittenti. Nell'elaborazione di ricerche e studi relativi a società quotate l'analista finanziario si basa principalmente sul proprio giudizio e sulle proprie competenze, per valutare l'informazione diffusa dalla società.

Le analisi si basano sul complesso delle informazioni pubblicamente disponibili e, *in primis*, sui dati risultanti dai bilanci aziendali. Ne consegue che un'informazione societaria affidabile, in termini di veridicità dei dati, e l'indipendenza di giudizio dell'analista finanziario sono i due riferimenti sui quali si basa la nostra professione.

Nell'esprimere valutazioni e raccomandazioni, normalmente destinate ad una clientela di gestori professionali del risparmio, l'analista finanziario può quindi trovarsi a dover fronteggiare gli interessi, non di rado in conflitto tra loro, di tre diverse

controparti: le società oggetto dell'analisi; i dipartimenti di finanza aziendale delle proprie istituzioni d'appartenenza; la clientela, sia essa istituzionale (fondi e gestioni), sia non istituzionale.

Graficamente ciò si può rappresentare come un triangolo i cui tre lati sono dati dalle società quotate, dall'*investment banking* e dal risparmio gestito, al centro del quale si pone la figura dell'analista.

Colpevolizzare *tout court* l'analista finanziario appare perciò fuorviante: il suo presidio nell'ambito del sistema dei mercati finanziari risulta infatti spesso come « anello debole della catena ».

La nostra valutazione in chiave prospettica e propositiva degli eventi recenti parte dalla considerazione, fatta in precedenza, che gli analisti finanziari sono parte di un sistema complesso, nell'ambito del quale ciascun attore deve rispettare standard di trasparenza e professionalità, ed essere soggetto ad un sistema efficiente ed efficace di controlli, che comportino sanzioni atte a rafforzarne la credibilità complessiva.

In particolare, riteniamo di poter esporre sinteticamente alcuni spunti di riflessione, che rappresentano il frutto di elaborazioni svolte all'interno della nostra associazione.

Il tema del governo dell'impresa richiede di essere affrontato sia nello specifico del recente e clamoroso caso Parmalat, sia nell'ambito della più generale cornice normativa. Esso è rilevante, poiché ogni progresso sul fronte della *corporate governance* ha un impatto positivo sull'attività dell'analista ed ha ricadute benefiche sui mercati finanziari, in termini di maggiore trasparenza e di minori asimmetrie informative.

Per quanto attiene il caso Parmalat, ci preme ricordare come alcuni analisti avessero sottolineato il carente grado di trasparenza delle informazioni finanziarie fornite al mercato dalla società e la scarsa qualità della comunicazione da parte del suo *management*. Se da un lato l'esistenza di una frode e la sua entità erano molto

difficili anche solo da immaginare, tali analisti vivevano peraltro con disagio il rapporto con la società.

Nel caso della Parmalat, mancava però, soprattutto, un effettivo meccanismo di *checks and balances*, tale da assicurare un efficace controllo sulla gestione, indipendentemente dai comportamenti fraudolenti del *management*. Eppure, formalmente, la società aveva adottato un proprio sistema di *corporate governance* che, pur differenziandosi dalle indicazioni del « codice Preda » di autodisciplina, prevedeva un regolamento assembleare e un codice di comportamento di *internal dealing*; inoltre, si era dotata di un comitato di remunerazione e di un comitato per il controllo interno costituiti in seno al consiglio di amministrazione. La Parmalat aveva pubblicato un'informativa su tale sistema (l'ultima in occasione dell'assemblea del 30 aprile 2003).

In realtà, osservando più in dettaglio, si potevano riscontrare alcune carenze « di sostanza »: il voto di lista per l'elezione di sindaci di nomina della minoranza prevedeva il livello del 3 per cento del capitale sociale, ossia la soglia di sbarramento più elevata prevista dalla normativa, che difficilmente avrebbe consentito a investitori istituzionali indipendenti di nominare un loro candidato nel collegio sindacale; in aggiunta, lo statuto non prevedeva l'obbligo di previa pubblicazione dei *curricula* dei candidati in tempo utile prima dell'assemblea.

Inoltre, i membri del comitato per il controllo interno e del comitato di remunerazione erano collegati all'azionista di controllo del gruppo, minando quindi alla base la possibilità di un efficace meccanismo di *checks and balances*.

Il caso Parmalat ci ha insegnato che, al di là di un più efficace sistema di controlli, occorrerebbe prevedere per le società che si finanziano sul mercato dei capitali per importi significativi, informazioni aggiuntive, uniformandosi a *best practices* di trasparenza innanzitutto sulla situazione debitoria (per esempio attraverso presentazioni *ad hoc*; attraverso una più ampia *disclosure* in bilancio delle poste relative

ad emissioni obbligazionarie, ai rapporti infra-gruppo, ai flussi finanziari). Tale informativa potrebbe essere resa obbligatoria per le società appartenenti all'indice MIB-30, che raggruppa le *blue-chips* del mercato azionario italiano.

È, comunque, auspicio della nostra associazione che l'analisi tradizionale economico-finanziaria possa essere in futuro sistematicamente accompagnata da una specifica analisi sulla *corporate governance* dell'emittente da parte degli analisti.

Con riferimento al quadro normativo-regolamentare nazionale, le criticità risiedono nella non ancora sufficiente ed incisiva presenza nei consigli di amministrazione di consiglieri « realmente » indipendenti; nella necessità di una maggiore e sistematica presenza nei collegi sindacali di sindaci indipendenti, rappresentanti delle minoranze azionarie; nella necessità di una scelta maggiormente « indipendente » della società di revisione (effettuata cioè, per esempio, ad opera di un organo indipendente, quale il comitato per il controllo interno, ovvero direttamente deliberata in assemblea). In chiave innovativa (e questo è il nostro suggerimento) non è da escludere « a priori » la fattispecie di società di revisione per le società quotate pagate dagli emittenti attraverso le *listing fees* della Borsa italiana che, in tal modo, risponderebbero a tutti gli *stakeholders* del mercato.

Il quadro normativo-regolamentare di riferimento è dato dal testo unico della finanza (TUF), dal diritto societario, recentemente riformato, e dal codice di autodisciplina delle società quotate sulla *corporate governance*, promosso dalla Borsa italiana (o codice Preda). Così come per la maggior parte dei codici europei, il codice Preda è un codice di natura volontaria e, quindi, non vincolante per le società quotate.

Premessa la necessità di un costante e sistematico raccordo tra le norme, segnaliamo, come valido riferimento internazionale, il *Combined Code* inglese (originariamente, *Cadbury Code*), frutto di intenso lavoro negoziale tra le varie componenti del mercato, che richiede requisiti di tra-

sparenza e indipendenza tanto agli emittenti, quanto agli investitori istituzionali, ed affronta il mercato nella sua complessità di domanda e offerta.

Nella mia relazione troverete anche un riferimento al *Sarbanes-Oxley Act* del luglio 2002, del quale penso che abbiate esaurientemente sentito parlare nel corso delle precedenti audizioni.

In sintesi vi sono: la necessità di una più rapida evoluzione verso livelli di *corporate governance* soddisfacenti e controllabili in società legate al pubblico risparmio (a tale proposito, riteniamo necessari strumenti che accelerino tale sviluppo, non solo di tipo volontario); la necessità di eventuali disincentivi alla quotazione e a collocamenti di azioni e obbligazioni, in mancanza di tali *standard* di *governance*; la necessità di una comunicazione finanziaria delle imprese secondo *standard* orientati ad alcuni fattori critici per gli investitori ed i risparmiatori, quali, ad esempio, l'effettiva destinazione di risorse finanziarie da qualsiasi fonte ottenute; la necessità di un'effettiva trasparenza « a cascata » in caso di partecipazioni delle imprese quotate in soggetti *off-shore*, con conseguente maggiore apertura delle imprese a controlli internazionali; infine, la necessità di incisive sanzioni civili e penali quali deterrenti a comunicazioni negligenti, false o dolose che interessino tutti gli *stakeholders* (risparmiatori, investitori istituzionali, banche finanziatrici ed intermediarie, analisti finanziari e società di *rating*, organi esterni ed interni di controllo, e così via);

Con riferimento alle società quotate, se analizziamo alcuni ruoli, per i sindaci è fondamentale assicurare la reale incompatibilità con attività di consulenza di qualsiasi tipo svolte nei confronti della medesima azienda o del gruppo nel quale si svolge l'incarico e irrogare sanzioni più incisive ed immediate, quali sospensioni o radiazioni dagli ordini professionali in caso di mancati o insufficienti controlli.

Per quanto riguarda le società di revisione abbiamo già detto quali possono essere le alternative.

Quanto ai comitati indipendenti previsti dai codici di *corporate governance*, è fondamentale che i comitati di *audit* siano effettivamente indipendenti e che siano resi obbligatori statutariamente, affinché riferiscano sia al consiglio di amministrazione, sia direttamente all'assemblea.

Infine, per quanto riguarda gli *investor relations managers*, serve prevedere la sistematica necessità del ruolo nelle società quotate, definendo una sua responsabilizzazione nei confronti degli *stakeholders* d'impresa.

Con riferimento alle autorità di vigilanza, in particolare per la Consob, è necessario rafforzare e rendere più sistematico il coordinamento con soggetti internazionali equivalenti, almeno a livello europeo; assicurare poteri investigativi e sanzionatori autonomi; conferire risorse adeguate ai ruoli da svolgere; compiere una revisione del vincolo di incompatibilità biennale per i commissari Consob al termine del mandato con incarichi all'interno di soggetti vigilati.

Per quanto attiene al ruolo della Banca d'Italia, è necessario rafforzare il coordinamento con soggetti internazionali di vigilanza bancaria, almeno a livello europeo; vigilare sull'organizzazione effettiva delle banche per i relativi procedimenti di affidamenti a società emittenti quotate e di collocamenti diretti o indiretti di titoli, anche per il regime di risparmio amministrato, relativamente ad azioni, obbligazioni, fondi d'investimento, servizi di gestione patrimoniale.

Con riferimento al sistema delle tutele giudiziarie, sono necessari: la definizione di strumenti per accelerare l'applicazione delle sanzioni o per trovare modalità di conciliazioni, attraverso arbitrati, *class actions*, e simili strumenti; la promozione di modalità per efficaci e tempestive collaborazioni internazionali, almeno a livello europeo.

Crediamo si possa oggi affermare che il modello dell'autoregolamentazione su base puramente volontaria non sia più sufficiente: gli interessi economici in gioco nell'industria dei servizi finanziari sono preponderanti e l'industria stessa negli

ultimi anni non ha sempre mostrato di possedere i fondamenti etici adeguati a controbilanciare tali interessi. È, invece, cruciale che tutti i professionisti dell'analisi finanziaria aderiscano e condividano un *set* di regole di comportamento, soggette a forme di supervisione; la credibilità di tale sistema deve essere sottolineata, laddove necessario, anche dall'irrogazione di sanzioni ai comportamenti *not compliant*.

Ovviamente, tale regolamentazione non deve essere invasiva, in primo luogo per non pregiudicare la necessaria flessibilità operativa ad analisti e intermediari; inoltre, per non creare disparità tra analisti indipendenti e quelli operanti all'interno di intermediari polifunzionali; infine, per non aggiungere al sistema costi superiori ai benefici derivanti da un servizio a più elevato *standing* professionale: deve, cioè, essere efficace e non burocratica nelle strutture e nei controlli.

L'AIAF ha da tempo intrapreso questa strada, non come reazione *ex post* agli scandali societari che oggi e nel recente passato hanno occupato le cronache, ma nella convinzione *ex ante* che una comprovata tecnica ed etica professionale degli analisti sia uno degli elementi indispensabili per assicurare integrità e fiducia ai mercati finanziari.

Il dibattito tra i sostenitori della *self-regulation* e quelli della supervisione regolamentare vede confrontarsi diversi possibili modelli: dalla *self-regulation* su base volontaria (come, per esempio, l'Italia, prima della presentazione del cosiddetto disegno di legge Lettieri), alla *self-regulation* sulla base di una *membership*, di fatto, obbligatoria, ad un'associazione professionale (il modello del NASD negli USA), alla creazione di un'*Authority* con poteri regolamentari (sul modello FSA nel Regno Unito, che richiede una registrazione formale agli analisti che firmano un *research report*), o modelli misti (come la Svizzera, dove il diploma federale di analista è amministrato dall'associazione nazionale). La stessa *Market Abuse Directive* (MAD) delega ai regolatori a livello nazionale la definizione di procedure e di

standard per realizzare l'obiettivo della *fair and not misleading presentation* nei *report* degli analisti e per la piena *disclosure* dei conflitti d'interesse.

A livello internazionale, è in atto un'evoluzione regolamentare nel senso intrapreso dall'AIAF: in Francia, per esempio, un disegno di legge analogo alla legge Lettieri è divenuto legge nel corso del 2003; negli USA, i più recenti regolamenti della SEC puntano nella direzione di rendere più selettiva la procedura di accesso alla professione di analista, già oggi regolamentata attraverso un meccanismo di registrazione professionale.

Auspichiamo, infine, che, a seguito del recepimento della direttiva *Market Abuse* nei diversi ordinamenti comunitari, e sull'onda delle conclusioni del Forum dell'Unione europea sugli analisti finanziari, sia seguito un percorso di regolamentazione armonizzata nell'ambito della Comunità europea.

La regolamentazione dell'analista avrebbe evitato il *crack* Parmalat? Naturalmente, no. Avrebbe evitato l'esuberanza irrazionale dei mercati di fine anni '90? Realisticamente, no. Ma il suo scopo è differente: essa dovrà offrire agli analisti un solido presidio di autonomia ed integrità, e al mercato una garanzia di competenza e affidabilità.

Riteniamo importante portare alla vostra attenzione le incertezze, anche per la nostra categoria, legate alla proposta revisione della direttiva comunitaria sui servizi d'investimento (cosiddetta direttiva Bolkenstein II, o ISD) per le potenziali ricadute, dirette ed indirette, sull'attività di analista finanziario.

In primo luogo, guardiamo con preoccupazione alla frammentazione dei mercati, che consegnerà all'adozione della ISD, per effetto della internazionalizzazione degli scambi. Ciò potrebbe portare ad un pregiudizio per intermediari di minori dimensioni (in funzione delle scelte di internazionalizzazione degli investitori di maggior dimensione in termini patrimoniali) e, come risultato, ad una possibile contrazione del mercato per l'analisi e la ricerca.

Inoltre, nella revisione proposta della ISD, le attività di analisi e ricerca sono categorizzate come servizi ancillari all'attività di banca d'investimento. Questo riflette un'organizzazione di tipo tradizionale delle banche d'investimento, nelle quali le attività di analisi e *research* vengono svolte come supporto alle aree di *business* della banca. Nella realtà, oltre ad una crescente separazione organizzativa tra l'attività di analisi e ricerca e le aree operative (in particolare, le attività cosiddette di *investment banking*), sta crescendo l'offerta di servizi di analisi indipendente, ossia non affiliata ad un intermediario finanziario.

Poiché la ISD non regola esplicitamente l'attività di analisi indipendente, il mercato dell'analisi finanziaria non sarà pienamente integrato a livello europeo. Tale sviluppo è tanto più probabile, alla luce della direttiva sugli abusi di mercato: infatti, la MAD attribuisce ai regolatori nazionali la definizione di norme per la *fair presentation* delle analisi e la *disclosure* dei conflitti di interesse. Tale regolamentazione riguarderà ovviamente tutti i produttori di analisi finanziaria, dipendenti d'intermediari ed indipendenti, con conseguente frammentazione del settore e potenziale pregiudizio, in particolare, per l'analisi indipendente, che si troverebbe soggetta potenzialmente a tanti regimi regolamentari quanti i paesi europei che recepiranno la MAD.

La preoccupazione è tanto più significativa, se la si mette in relazione con un fenomeno emerso negli ultimi anni, ossia la minore copertura di analisi sulle piccole e medie imprese, con conseguenti inefficienze nella valutazione di mercato di tali società e che, in numerosi casi negli ultimi anni, ha condotto le società, tra le altre motivazioni, alla scelta del *de-listing*. Nel segmento delle piccole e medie società quotate, l'analisi indipendente trova, infatti, una delle sue più rilevanti applicazioni.

A tale proposito, l'AIAF, di concerto con l'EFFAS (la Federazione europea degli analisti finanziari) ha promosso in sede comunitaria il progetto di un « passaporto

europeo » per gli analisti finanziari, simile a quello proposto per gli *investment advisers* nella stessa ISD. Tale *European passport* consentirebbe ai partecipanti al mercato di evitare i costi addizionali derivanti dal dover ottemperare a differenti regolamentazioni a livello nazionale. Favorirebbe inoltre un'armonizzazione negli *standard* professionali ed etici all'interno dell'Unione europea, sotto la supervisione delle associazioni nazionali, rappresentate nell'EFFAS.

L'AIAF promuove questo sviluppo, come alternativa all'*upgrade* dell'attività di analisi e ricerca da attività « ancillare » ad attività *core* nell'ISD (che avrebbe lo svantaggio di aggiungere costi di *compliance* al nuovo sistema a carico degli analisti indipendenti).

Ci siamo resi conto, nell'ambito AIAF, di quanto sia controproducente oscillare tra un atteggiamento di « autocompiacimento », peraltro anacronistico alla luce di quanto accaduto, ed un « teorema colpevolista », in base al quale il *report* dell'analista è strutturalmente viziato da conflitti d'interesse o, peggio, da gravi illeciti.

Questa considerazione, che apparirebbe quanto meno tardiva se fatta negli ultimi mesi o settimane, in verità riassume un percorso che l'associazione ha iniziato alla fine del 1999 dando l'avvio alla formalizzazione di un percorso che ho sinteticamente riassunto, ma che tralascio di elencare, se non facendo riferimento ad un'altra audizione che abbiamo avuto presso la VI Commissione della Camera con il presidente La Malfa, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sull'attuazione del Testo unico della finanza, nella quale sottolineammo la necessità, per la nostra professione, di avere un riconoscimento formale. Di lì partì poi un percorso che è ancora in atto.

In conclusione, nel sottolineare la piena disponibilità della nostra associazione ad approfondire e ad affinare le considerazioni e le tematiche affrontate in questa relazione, corre l'obbligo da parte nostra di ringraziare i signori presidenti, gli ono-

revoli senatori e deputati delle Commissioni per l'attenzione mostrata nei confronti della nostra associazione.

PRESIDENTE. Ringrazio il dottor Papa per la sua introduzione. Passiamo ora agli interventi da parte dei colleghi.

MARIO LETTIERI. Ringrazio il dottor Papa per la sua puntuale relazione. Dinanzi alle vicende Parmalat e Cirio, infatti, egli non si è schierato con coloro che vorrebbero assumere posizioni di tipo giustizialista, bensì con coloro che intendono dare una risposta ai problemi sollevati, per evitare che in futuro si ripetano casi di questo genere.

Ritengo, e ho sempre ritenuto, che il ruolo degli analisti sia essenziale (non quindi un servizio ancillare) e che, a monte del fenomeno, i *report* degli analisti siano importanti al fine di consentire il massimo dell'informazione al mercato, nonché uno stato di conoscenza alle società di quei titoli che vengono emessi.

Vorrei, però, porre una domanda specifica. Lei ha affermato che la vostra associazione - AIAF - vanta mille aderenti. Dato l'andamento della Borsa italiana rispetto, per esempio, a quella londinese, è vero che vi è uno spostamento dell'attività degli analisti più presso la Borsa di Londra - o meglio, presso la sede londinese - rispetto a quella italiana? Ciò incide negativamente anche sull'informazione relativa ai mercati italiani?

Nel caso specifico della Parmalat e della Cirio, lei ha affermato che alcuni analisti avevano per tempo avanzato alcune « preoccupazioni », evidentemente sulla base di dati a loro disposizione. Se così è, sarebbe possibile sapere in che data questi analisti avevano avanzato tali preoccupazioni?

FRANCO CARLO PAPA, Presidente dell'Associazione italiana degli analisti finanziari. Per quanto riguarda la prima domanda, non c'è dubbio che, negli ultimi, il mercato abbia subito una contrazione a seguito della fine della cosiddetta euforia dei mercati, sul finire degli anni

novanta, e che ci sia stata una riduzione degli analisti nei vari intermediari e nelle istituzioni italiane, così come uno spostamento di alcuni di questi gruppi di analisi e ricerca all'estero.

Tuttavia, mi piace sottolineare anche un dato di fatto, che è riportato su *Il Sole 24 Ore* di ieri, nel quale si cita la classifica degli *institutional investors*, come una classifica relativa ai migliori analisti. All'interno di questa, sono citati, sui primi cinque, tre intermediari italiani, il che vuol dire che, comunque, una focalizzazione sul paese è molto importante.

Per quanto riguarda il secondo punto, mi corre l'obbligo di sottolineare, senza per questo effettuare alcuna difesa di categoria, che esistono una serie di gruppi che hanno sospeso la ricerca o hanno evidenziato, soprattutto nell'ambito del 2003, una posizione di difficoltà nei confronti di Parmalat. Alludo, in modo particolare, a Mediobanca che, a un certo punto, ha deciso di non « coprire » più Parmalat per mancanza di trasparenza piuttosto che Goldman Sachs (che, in un famoso *report* dal titolo emblematico, « dove vanno tutti questi soldi », pose dei problemi su questo fatto) e allo stesso centro SIM, che fu una delle società che sottolineò, a settembre, un *sell* nei confronti di Parmalat.

Evidentemente, non sto affermando che tutto questo sia sufficiente, però ci sono dei casi in cui ciò è accaduto.

BRUNO TABACCI, Presidente della X Commissione permanente della Camera dei deputati. Anche perché il ragionier Tonna non ne aveva più di titoli Parmalat nel suo deposito titoli. Deve essere stato un buon analista anche lui....

RUGGERO RUGGERI. Ho apprezzato la sua relazione per l'immediatezza e perché in essa sono stati individuati alcuni punti, soprattutto il tema dei conflitti interni e, quindi, di una terzietà e di un tentativo di risoluzione.

Vorrei cogliere questa occasione per mettere a frutto la sua professionalità ed esperienza. Le rivolgo quindi una do-

manda di carattere generale su un aspetto che mi sta preoccupando. Temo, infatti, che molti interventi, un po' indifferenziati, un po' indiscriminati (magari oggi da parte della magistratura che fa di tutta un'erba un fascio), possano veramente creare problemi seri per quanto riguarda il nostro sistema bancario, che invece io ritengo sano (anche se magari dovrebbe essere riformato o dovrebbe avere una rispondenza in funzione del mercato diversa da quella che ha oggi): esso è comunque sano. Soprattutto, esprimo preoccupazione per le ripercussioni della situazione, non solo sui risparmiatori ma anche sul nostro sistema delle imprese.

Le chiedo quindi di esprimere una valutazione su eventuali ripercussioni e sulle nuove scadenze dei *bond* che abbiamo delle nostre società. Quali potrebbero essere, effettivamente, le reazioni dei risparmiatori, sia di quelli « piccoli », sia di quelli istituzionali?

FRANCO CARLO PAPA, *Presidente dell'Associazione italiana degli analisti finanziari*. Naturalmente, a questa domanda rispondo a titolo personale. Ritengo che in Italia il mercato del cosiddetto *corporate bond* - che stava nascendo e che stava fornendo un'alternativa, in una situazione azionaria piuttosto turbolenta, in seguito a tutti i fatti che abbiamo cercato di riassumere - abbia subito dei colpi molto forti, e questa è la classica situazione del « bambino buttato via con l'acqua sporca ». Quindi, non sarà assolutamente facile ricreare il meccanismo della fiducia.

Vi è, poi, una ripercussione indubbia sull'immagine internazionale del nostro paese e, come è stato riportato da numerose testate giornalistiche, su una serie di scadenze di *bond* (in modo corretto o non corretto, perché poi la paura gioca brutti scherzi). Ad oggi, sappiamo che chi ha emesso questi *bond* in scadenza - soprattutto quella ravvicinata, come nel 2004 e all'inizio del 2005 - ha complessivamente garantito la tranquillità delle imprese nella ripagabilità degli stessi.

Mi preme però sottolineare, sempre a titolo personale, che il mercato dei *bond* non può essere a brevissimo termine, come, purtroppo, abbiamo visto nell'ultimo periodo. Per loro natura i *bond* sono uno strumento di medio-lungo termine, e la loro utilizzazione a breve termine non recava i presupposti della chiarezza, quanto meno nel tentativo di risoluzione di problematiche aziendali.

LANFRANCO TURCI. Vorrei ancora trattare il problema dei *bond*, e formulare una domanda che non è retorica, perché lei ha elementi di conoscenza che io posso tutt'al più intuire leggendo i giornali. Capisco che esiste un rischio per l'effetto determinato da Cirio e da Parmalat. Tuttavia, non ha l'impressione che il forte ricorso ai *corporate bond* - fenomeno relativamente nuovo, come risulta dai dati sintetici della Banca d'Italia - da parte di piccoli e medi risparmiatori complessivamente inesperti (fanno persino fatica a capire la differenza fra un *bond* e un'azione) e, quindi, il fenomeno del forte spostamento di una quota del finanziamento delle imprese direttamente in capo alle famiglie tramite *bond* sia stato visto dagli intermediari finanziari come una grande occasione per trovare una soluzione ai loro problemi e alle loro difficoltà?

Nella composizione dei profitti delle banche, mentre nei primi anni '90 circa l'80 per cento derivava semplicemente dall'attività di credito tradizionale, cioè dalla differenza fra risparmi raccolti e risparmi distribuiti, oggi il 50 per cento deriva da servizi e l'altro 50 per cento dal credito tradizionale. Quindi, non ha l'impressione che in questa fase di passaggio verso i *corporate bond* le banche abbiano trovato, in qualche modo, una facile occasione per scaricare, avendo ugualmente una fonte di entrata, su una massa di risparmiatori impreparati rischi che, fino a poco tempo fa, erano in carico direttamente alle stesse? Non teme che ci sia stata una certa facilità di collocamento dei *bond* e che, quindi, potremmo trovarci di fronte non solo ai casi già noti, legati anche a vere e

proprie truffe di cui si sta occupando la magistratura, ma anche a qualche rischio un po' più diffuso?

Mi rendo conto che le domande generiche e le risposte generalizzate sono pericolose e non si avvicinano alla verità, tuttavia vorrei capire se immagina un trend del genere.

In secondo luogo, il 27 gennaio il giornale *on line La Voce* ha pubblicato un articolo a firma di Giuseppe Montesi, il cui titolo era: «L'analisi finanziaria si è fermata a Parma». Tale articolo ricordava come fosse incredibile che, di fronte ai dati ufficiali comunicati dai bilanci Parmalat - in relazione al livello di debito ufficialmente dichiarato, al valore del capitale di Parmalat sulla base delle quotazioni di Borsa e al livello di liquidità che contemporaneamente veniva dichiarato -, non sorgessero domande e dubbi elementari, prima ancora che qualcuno scoprisse che i conti erano truccati.

Lei ha detto che c'è stata qualche eccezione, ma, complessivamente, gli analisti italiani ed internazionali hanno accettato quei dati. Come si può spiegare un simile fatto? Se mi succedesse un caso analogo nel mio lavoro politico, dovrei riconoscere che, in qualche modo, come politici saremmo stati ciechi o non all'altezza. Ha letto questo articolo e su questo tema ritiene che debba essere fatta qualche riflessione?

MAURIZIO EUFEMI. Ringrazio i nostri ospiti per la sintetica e precisa relazione, ma credo che vada affrontato un problema. È indubbio che la disciplina legislativa sia la strada che dobbiamo compiere; occorre decidere se farlo attraverso il disegno di legge, che offre una risposta globale alla crisi determinata dai casi Cirio e Parmalat, oppure con la strada parallela del progetto di legge.

In questo caso, sussiste il problema del conflitto di interessi, che, per quanto riguarda gli analisti finanziari, è particolarmente forte. Il risparmiatore come si pone rispetto ad una asimmetria informativa, che molte volte è distorta e non arriva al pubblico, neppure attraverso i grandi gior-

nali? Questo è il grande problema perché, se tutto ciò rimanesse in capo agli analisti, diventerebbe un gioco tra poche persone e tra pochi iniziati, e, quindi, il grande pubblico non riuscirebbe ad avere un'informazione corretta.

In secondo luogo, nella vicenda dei *bond* come canale di finanziamento all'impresa quanto hanno influito i ritardi esistenti nelle asimmetrie sulla tassazione del risparmio? Questo è l'altro grande dato che determina uno spiazzamento tra i paesi e, quindi, la ricerca di migliori condizioni, che, alla fine, portano ai paradisi fiscali.

RICCARDO PEDRIZZI, *Presidente della 6^a Commissione permanente del Senato*. Mi associo naturalmente ai ringraziamenti al presidente Papa per la relazione svolta, che reputo molto equilibrata; essa si è, però, mantenuta nell'ambito del perimetro della sola attività degli analisti finanziari, mentre avrei gradito anche un giudizio sulle iniziative legislative in corso, in particolare sul disegno di legge sulla tutela del risparmio. Vorrei anche conoscere la sua posizione sulla situazione attuale degli assetti societari di Borsa Italiana S.p.A., di cui si è frequentemente parlato nel corso delle audizioni svolte.

Inoltre, al di là di un auspicio relativo al rafforzamento del coordinamento con soggetti internazionali, perlomeno a livello europeo, ho trovato molto sfumato anche il giudizio sui compiti, le funzioni e i ruoli della vigilanza, di Consob e Banca d'Italia.

Condivido la considerazione forte sul capitalismo italiano, quando, nella relazione, si è affermato come esso abbia mostrato di non possedere fondamenti etici adeguati a controbilanciare gli interessi. Ricordo che lo stesso presidente D'Amato ha detto che esistono un capitalismo buono ed uno cattivo e che se si vuol fare del capitalismo buono bisogna rifiutare ed annullare quello cattivo.

Vorrei infine precisare che, avendo constatato che nel disegno di legge sulla tutela del risparmio non viene affatto preso in considerazione il ruolo degli analisti, la Commissione finanze del Senato,

appena sarà terminata questa indagine conoscitiva, procederà all'esame del progetto di legge Lettieri al fine di approvarlo nel più breve tempo possibile.

PRESIDENTE. Prima di dare la parola al presidente Papa, vorrei precisare che la parte della relazione che mi ha più colpito è quella relativa all'affermazione che la vera difficoltà per gli analisti finanziari nasce dal conflitto con i dipartimenti di finanza aziendale delle istituzioni di appartenenza. Chiederei quindi al presidente di chiarire quali siano le proposte volte a sciogliere questo nodo.

FRANCO CARLO PAPA, Presidente dell'Associazione italiana degli analisti finanziari. Circa l'ultima domanda del presidente La Malfa, faccio presente che, nella nostra relazione, abbiamo voluto sottolineare come esista effettivamente una figura non regolamentata e non riconosciuta, quella dell'analista finanziario, cui viene assegnato un compito molto delicato che, come già in altre circostanze, abbiamo identificato come un'attività *soft* rispetto ad un'attività *hard*, svolta dai promotori finanziari.

Il punto fondamentale è che, a differenza dei promotori finanziari, i quali dispongono di un meccanismo di autoregolazione, gli analisti finanziari, pur rappresentando un elemento fondamentale nell'ambito della gestione del risparmio, non erano neppure censiti. Ciò ha favorito l'insorgere di una serie di potenziali conflitti, che riguardano i tre aspetti della catena cui ho fatto riferimento prima, della quale, molto spesso, l'analista finanziario rappresenta proprio l'anello debole.

Non crediamo che la soluzione debba essere quella di separare totalmente la ricerca dalle altre attività, in quanto essa è un'attività collegata alle altre e, se svolta in modo corretto e con *standard* etico-deontologici adeguati, è un elemento importante per ottenere un risparmio gestito in modo altrettanto adeguato e corretto. Riteniamo che la ricerca debba avere quei requisiti di professionalità, mutuati da

esperienze di tipo internazionale e da mercati molto più dinamici e con spessori differenti rispetto al nostro, che permettano di avere un livello professionale più elevato.

È molto importante anche il discorso relativo al risparmio gestito e alle società quotate, anche perché si possono verificare situazioni in cui l'analista non dispone di tutte le informazioni. Tra l'altro, nel nostro codice comportamentale, è chiarito che l'analista debba distinguersi da un suo collega per l'elaborazione originale di un *set* di informazioni comuni avute dall'azienda e per la conoscenza di come l'azienda stessa opera nella specifica industria, ma non perché dispone di informazioni privilegiate e non comuni. Credo — non dimenticando che la nostra categoria è composta anche dagli analisti indipendenti e da quelli che si occupano di analisi fondamentale o di fusioni ed acquisizioni — che gli analisti debbano stare dove stanno, con un'attenzione, però, che sia maggiore.

Circa la domanda del presidente Pedrizzi, vorrei ricordare che, in primo luogo, ci siamo concentrati sulla figura dell'analista perché riteniamo di conoscere tale mercato, con tutte le sue difficoltà e di non essere in grado di dare giudizi su altre tipologie di attività (almeno, giudizi pregnanti).

Nell'ambito delle audizioni che si stanno svolgendo, riteniamo sia molto importante giungere con una conoscenza specifica dell'attività svolta.

Avremmo potuto svolgere un'audizione in cui parlavamo di tutto. Abbiamo cercato di concentrarci sui punti salienti.

Abbiamo sinteticamente espresso il nostro giudizio sull'iniziativa legislativa in corso, affermando che non siamo in grado di valutare se siano meglio cinque *authority* o un numero inferiore. Tuttavia, crediamo vi siano alcuni pilastri, nell'ambito del meccanismo generale di tali autorità. Detti pilastri sono la trasparenza, la vigilanza e la concorrenza. Riteniamo, altresì, che tali pilastri debbano essere rispettati, con la possibilità di una circolarizzazione

maggiore tra le differenti autorità ed anche un'applicazione più rapida e decisa delle sanzioni.

Per quanto riguarda Borsa italiana SpA e l'eventuale conflitto d'interesse, rispondo ancora una volta a titolo personale. Se non ricordo male, vi è stato un serrato dibattito tra collocare o non collocare in Borsa le azioni di Borsa italiana SpA, anche con la precedente presidenza della Consob. Mi ricordo che furono espressi punti di vista differenti tra il presidente Spaventa, la presidenza e l'amministratore delegato di Borsa italiana SpA.

Credo che Borsa italiana svolga il suo compito in funzione di regolamentazione del mercato. Se, effettivamente, si ritiene vi siano conflitti d'interessi (che, francamente, non riesco ad identificare), la soluzione (già sperimentata in mercati esteri) di collocare i titoli di Borsa italiana SpA sul mercato, sia pur prevedendo meccanismi di tutela, eccetera, potrebbe essere valida.

Il giudizio generale che diamo, come analisti, relativamente al disegno di legge, è che esso tenta di affrontare un tema molto importante: il risparmio.

Riteniamo tale tema così importante che abbiamo iniziato, tra la fine del 1999 e l'inizio del 2000, ad ipotizzare (prima, attraverso l'autoregolamentazione e, poi, nel 2002, attraverso un processo regolamentativo della nostra attività) l'attenzione alla tematica dei conflitti d'interesse e della trasparenza.

Rispondo, ora, sia al senatore Eufemi, circa il conflitto d'interesse tra gli analisti finanziari e la simmetria informativa e riguardo al problema di quanto le vicende attuali abbiano influito sulla tassazione differente del risparmio, sia al senatore Turci, se gli analisti si siano accorti o meno del problema Parmalat.

Sul conflitto d'interesse, abbiamo tentato di esporre la posizione della nostra associazione (che è un'associazione di persone e non di istituzioni o di società), cercando di rendere più contenuto possibile il tema. Vi sono esperienze interna-

zionali che hanno posto rimedio a casi — purtroppo gravi — con l'adozione di regolamentazioni qualitative.

Per quanto riguarda la tassazione, auspichiamo (non per la tassazione in sé, ma per la regolamentazione e, quindi, anche per i prodotti che ne conseguono) l'armonizzazione di tipo europeo e la possibilità di raggiungere un sistema di *check and balance* (anche per i cosiddetti paesi *off-shore*).

Pertanto, la politica deve guardare oltre Ponte Chiasso e Mentone. Non ci si può, cioè, fermare ai confini nazionali. Si è constatato, infatti (soprattutto per il caso Parmalat), che i confini nazionali sono molto angusti.

Voglio chiarire un punto svolto nella relazione. Lungi da noi criticare un mercato che non conosciamo molto bene come quello delle imprese. Il riferimento era all'industria finanziaria (vorrei sottolinearlo). Ci riferiamo all'industria finanziaria che, negli ultimi anni, non ha certo brillato per trasparenza...

LANFRANCO TURCI. Lei afferma che « i muri cinesi » sono pochi.

FRANCO CARLO PAPA, *Presidente dell'Associazione italiana degli analisti finanziari*. È ciò che è successo. Domandiamo un *set* di regole. Tenevo a precisare...

RICCARDO PEDRIZZI, *Presidente della 6^a Commissione permanente del Senato*. Lo stesso D'Amato riconosce che vi è chi fa capitalismo cattivo.

FRANCO CARLO PAPA, *Presidente dell'Associazione italiana degli analisti finanziari*. Faccio già una certa fatica, con i mezzi limitati che ho a disposizione, a seguire la presidenza della mia associazione, perciò non posso certo interpretare la situazione delle imprese italiane, pur con tutto il rispetto di ciò che afferma il dottor D'Amato.

Torno sul discorso del senatore Turci sui fondamentali. Quali erano le indicazioni che provenivano dai fondamentali della Parmalat? I fondamentali ci dicevano che vi erano molti lati oscuri.

Nel fare riferimento ad alcuni analisti, ho sottolineato proprio che si trattava di alcuni di essi (non ho detto tutti). Perché solo alcuni analisti e non tutti? Nella relazione, ho spiegato che, evidentemente, una maggior identificazione dell'attività dell'analista (separazione in termini di regolamentazione e non strutturali rispetto al sistema) pone una maggior forza nell'ambito dell'analisi finanziaria.

I fondamentali — so che è già stato ricordato nelle precedenti audizioni — erano stati posti sotto analisi, allorché vi fu un tentativo di emissione di un prestito obbligazionario di 400 milioni di euro, ai primi di marzo 2003. Tale prestito fu immediatamente ritirato, perché, trattandosi di un prestito obbligazionario sul mercato, vi fu una levata di scudi generale, considerati i dati dell'analisi finanziaria (che, tenuto conto di attivi e passivi, considera prioritario il risanamento dei bilanci, rispetto alla richiesta di fondi al mercato).

L'analisi finanziaria si è fermata a Parmalat?

MARIO LETTIERI. Si è fermata a marzo. In tale mese, ha lanciato un segnale forte, perciò chi doveva agire, avrebbe potuto operare in modo diverso.

PIETRO ARMANI. L'associazione scrisse la lettera.

FRANCO CARLO PAPA, *Presidente dell'Associazione italiana degli analisti finanziari*. Sono stato nominato presidente nel periodo peggiore per gli analisti finanziari, il 2001. In quel momento, gli analisti finanziari erano considerati le peggiori figure professionali che esistessero sulla Terra.

Successivamente, si è — purtroppo — constatato che non si trattava solo di un problema di analisti finanziari, ma di società, di *manager*, a livello non solo italiano, ma internazionale, di regolamenti, di controllori, eccetera.

Forse, la mia presidenza si caratterizzerà proprio per questa circostanza. Alla scadenza del mio mandato, nel pros-

simo mese di marzo, magari cambierà qualcosa nel mercato, finalmente. Non so se queste situazioni siano dipese dalla mia presidenza...

Non intendo portare l'acqua al mulino della mia associazione, ma quanto sto per affermare deve essere considerato come un dato di fatto. Nel comunicato stampa relativo al 1998, un periodo in cui io svolgevo funzioni di vicepresidente e, quindi, precedente a quello della mia presidenza, l'Associazione italiana degli analisti finanziari criticò l'opportunità di un aumento di capitale con azioni di risparmio cui il gruppo Parmalat aveva intenzione di procedere e che, successivamente, effettuò. Questo è agli atti della nostra associazione. Non vuol dire che siamo tutti onesti, santi e morigerati; semplicemente, che non soltanto l'analisi si è fermata al mese di marzo ma già sussistevano dubbi in precedenza.

Vorrei fornirvi un ultimo dato, benché non mi sia stato richiesto, perché credo sia abbastanza interessante. Abbiamo censito tutti i *report* effettuati, da tutti gli analisti, su Parmalat. Mi limito a riferirvi di quelli relativi all'ultimo periodo, cioè delle ultime analisi, presentate nei mesi di ottobre e novembre. Abbiamo ricevuto 26 *report*, dei quali 11 erano di *buy*, 9 erano di *hold* e 6 erano di *sell*. A motivo delle caratteristiche del nostro mercato, esiste un effetto degli studi compiuti dagli analisti finanziari sui prezzi delle azioni e sui volumi scambiati. Una ricerca in proposito è stata condotta da tre giovani docenti dell'università di Pisa, i professori Emilio Barucci, Carlo Bianchi e Stefano Mancini. In questo studio, si evidenzia quanto l'analisi finanziaria, sia a livello nazionale sia a livello internazionale, sia importante, perché influenza gli scambi ed i mercati e si sottolinea — è inutile che ce lo nascondiamo — che in un mercato come il nostro, più ristretto e dotato di caratteristiche di un certo tipo, ad un certo punto, i *report* di *hold* sono stati assimilati a quelli di *sell*. Tecnicamente, quando si manifestavano *report* di *hold*, comunque, si verificavano alcune vendite. Se vogliamo interpretare questi dati in tal senso — mi rendo conto

che si tratta di una peculiarità del nostro mercato — vuol dire che c'erano, sostanzialmente, 15 rapporti su 26 che, in qualche modo, affermavano, in modo più forte o in modo meno netto, che riguardo alla Parmalat c'era qualche problema. Lo ripeto, questo articolo pubblicato in dicembre sulla rivista bancaria è molto interessante, perché non soltanto sottolinea l'importanza della ricerca e dell'analisi, ma anche alcune peculiarità e riporta alcune interessantissime formule che evidenziano queste correlazioni.

MARIO LETTIERI. Mi consenta soltanto una battuta, presidente La Malfa. Vorrei sapere se, a seguito delle indicazioni espresse in quel mese di ottobre, le banche abbiano venduto.

RICCARDO PEDRIZZI, *Presidente della 6^a Commissione permanente del Senato*. Chiedo al presidente La Malfa se sia possibile acquisire questa documentazione, perché mi sembra contenga giudizi molto importanti e, oltretutto, formulati nel 1998, quindi, in un periodo non sospetto.

PRESIDENTE. Se possiamo acquisirla, certamente, la acquisiamo molto volentieri.

I colleghi sanno che, nel linguaggio della diplomazia, se un ambasciatore dice « sì », vuol dire « forse »; se dice « forse », vuol dire « no »; se dice « no », non è un ambasciatore. Ho l'impressione che gli analisti finanziari usino questa stessa tecnica !

FRANCO CARLO PAPA, *Presidente della Associazione italiana degli analisti finanziari*. Non vorrei che, di tutta l'audizione, restasse solo questo.

GIANPAOLO TRASI, *Vicepresidente della Associazione italiana degli analisti finanziari*. Il comunicato del 1998 lo abbiamo.

Desidero aggiungere, semplicemente, che l'aumento di capitale in azioni di risparmio, lanciato dalla Parmalat a quel-

l'epoca, non andò in porto grazie alla levata di scudi da parte del mercato, coordinata dagli analisti.

PRESIDENTE. Dato che siamo in argomento, vorrei formulare una domanda. Non sarebbe meglio vietare la formulazione del giudizio e stabilire che i documenti degli analisti finanziari non possono concludersi con un avviso di comprare, vendere, o tenere? Questo è ciò che può avere effetti sui mercati. Il problema che mi pongo sempre è che, nella responsabilità dell'analista finanziario, vi può essere anche quella dei danni ad un'impresa derivanti dalla espressione di un giudizio di vendita. La borsa, infatti, realizza le previsioni e il mercato, per così dire, è autoreferenziale. Perciò, se un analista invita a vendere, la società interessata può dirgli che il titolo è sceso in virtù delle vendite causate dal suo invito a vendere; se l'analista avesse detto di comprare, la società sarebbe andata bene. In un certo senso, forse è questo ad essere malato in tale sistema. Va bene che ci sia l'analisi, ma ciascun operatore tragga le conclusioni che crede.

FRANCO CARLO PAPA, *Presidente della Associazione italiana degli analisti finanziari*. Tolgo dall'imbarazzo il dottor Trasi, che svolge anche una attività professionale. Proprio nell'ambito di questa sua attività ha deciso, assumendone la responsabilità, di non formulare più il giudizio finale ma di fornire il *report*, in quanto quest'ultimo, come tale, normalmente è fornito ad investitori istituzionali, che non hanno bisogno della sintesi, del *target price* o dell'indicazione di vendere o comprare. Essi, infatti, dispongono di un documento, normalmente predisposto secondo una prassi professionale, che utilizza formule e applicazioni di un certo tipo. Questo è uno degli interventi realizzati dal dottor Trasi. In tal modo, credo di averlo tolto dall'imbarazzo dell'auto celebrazione

LANFRANCO TURCI. Chiedo scusa, signor presidente, mi pare che il dottor

Papa abbia dimenticato di rispondere ad una mia domanda e ciò è perfettamente comprensibile, in mezzo a tanti quesiti diversi. Riassumendo, il mio quesito era relativo ad una valutazione complessiva su questa fase di passaggio del risparmio privato individuale ai *corporate bond*, negli ultimi cinque o sette anni, e alle conseguenze che questo passaggio possa aver determinato.

FRANCO CARLO PAPA, *Presidente della Associazione italiana degli analisti finanziari*. Chiedo scusa, avevo dimenticato questa domanda, non volutamente.

Innanzitutto, bisogna dire che i *corporate bond* sono un prodotto finanziario nato in un momento in cui il mercato recepiva determinate condizioni e situazioni. Quindi, muoverei da questo dato di fatto. Il *corporate bond* è uno strumento finanziario che, se usato correttamente, può dare molte soddisfazioni, sia a chi lo emette sia a chi lo sottoscrive. In alcuni casi, forse, può esserci stato un trasferimento sui risparmiatori di posizioni sottostanti. Francamente, non posso rispondere con certezza di sì, piuttosto che di no. Tuttavia, credo che si debba ricordare un elemento fondamentale: in alcune circostanze - questo è facilmente intuibile - il risparmiatore finale, o chi gli suggeriva certi investimenti, associava facilmente questi ultimi ad un prodotto di grande diffusione. Era facile, insomma, fare determinate considerazioni. Immaginate l'effetto che, nella mente del risparmiatore, potesse avere il fatto di vedere al supermercato i pomodori pelati: la presenza del prodotto sul banco del supermercato lo induceva a ritenere che la Cirio fosse concreta, esistente, anche in virtù di tutta la pubblicità che effettuava. Se mi permettete, lo stesso discorso vale per Parmalat, esattamente in virtù dello stesso meccanismo. Certamente, ciò ha rappresentato un ulteriore elemento negativo perché, indipendentemente da considerazioni relative alla voglia, da parte degli istituti finanziari, dei funzionari o degli impiegati, di « spingere » determinati prodotti, una certa facilità era indotta da

questo meccanismo, se si vuole, di *marketing* finanziario indiretto; per certi versi, infatti, di questo si trattava, relativamente a Cirio, Parmalat e Santal, con tutta la pubblicità che facevano. Immagino che alcune di queste iniziative siano state la conseguenza di questo fatto.

PIETRO ARMANI. Durante le audizioni è emersa l'ipotesi di trasferire alla Consob il *listing* di borsa di vari titoli. Qual è la sua opinione su questa ipotesi?

FRANCO CARLO PAPA, *Presidente dell'Associazione italiana analisti finanziari*. Purtroppo non ho tutti gli elementi necessari a disposizione, posso pertanto fornire soltanto una opinione parziale. Ritengo che una ipotesi del genere sia difficilmente praticabile, sarebbe come se la SEC americana si occupasse direttamente del *Nyse* o del *Nasdaq*. Penso che, per quanto riguarda la trasparenza di Borsa italiana, che immagino non sia stata messa in discussione, si potrebbe portare avanti il discorso di quotazione della Borsa stessa sul mercato, naturalmente con dei meccanismi particolari. Mi sembra comunque che tutta l'attività svolta dalla struttura di Borsa italiana si sia svolta a favore del mercato.

PIETRO ARMANI. La mia perplessità nasce da alcuni episodi particolari, come la quotazione in borsa delle società di calcio. Inoltre, come lei ben sa, la quotazione in borsa di Parmalat è avvenuta attraverso l'acquisto di una società già quotata, evitando in tal modo di predisporre il prospetto informativo previsto per la quotazione.

FRANCO CARLO PAPA, *Presidente dell'Associazione italiana analisti finanziari*. In questo caso stiamo però parlando di tempi molto diversi, infatti il collocamento di Parmalat è avvenuto più di dieci anni fa, con una situazione normativa molto diversa. Per quanto riguarda poi le squadre di calcio, il fenomeno esiste anche in altri paesi. Ad esempio in Gran Bretagna all'*Alternative investment market* di Londra

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

PRESIDENTE. Certamente.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

PRESIDENTE. Quindi, più simile all'ISVAP?

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Do ora la parola all'avvocato Francesco Gatti.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suo Vincenzo Maranghi ».

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

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

PRESIDENTE. Ne ha facoltà.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

MAURIZIO EUFEMI. Rispetti le regole, signor presidente.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

qual è la soluzione? Che cosa si può fare? La nomina deve essere effettuata da un organismo indipendente? Bisogna fare in modo che si crei una cesura netta tra le attività di consulenza e quelle delle società di revisione.

Il professor Sarcinelli, in un certo senso, ha demolito, sostanzialmente, il disegno di legge del Governo per la parte che riguarda il riassetto delle autorità indipendenti, evidenziando anche una sorta di contraddizione, per il fatto che, nel progetto, sono mantenute in vita cinque autorità e non tre. Per quanto riguarda i fondi pensione, giustamente, ne ha evidenziato la forte rilevanza sociale ed ha rimarcato l'aspetto della esigenza di stabilità. Tuttavia, noi dobbiamo addivenire ad una conclusione. Perciò, le chiedo: dobbiamo mantenere in vita l'attuale Covip che, a mio avviso, finora sembra avere funzionato, oppure, nell'esigenza di rivedere tutto, dobbiamo mettere mano anche a ciò che funziona?

GIORGIO BENVENUTO. Ci troviamo di fronte ad un progetto che deve essere ancora formalizzato in Parlamento, da parte del Governo, e anche di fronte a molte altre proposte che sono state presentate dai gruppi parlamentari. Inoltre, è in corso una indagine conoscitiva che si propone di fornire una risposta ai risparmiatori ed a questo problema, che si è determinato e che abbiamo potuto toccare con mano, di un conflitto tra banche ed imprese. Dagli interventi che sono stati svolti — e che ho molto apprezzato — non mi sembra che l'unica soluzione possibile emerga dal disegno di legge, che il Governo ha affermato essere ancora aperto. Rispetto alla data dell'audizione del ministro Tremonti, all'inizio di questa indagine conoscitiva, vi sono state apportate alcune modifiche. In altri termini, ci troviamo in una fase nella quale si può ragionare e, quindi, queste considerazioni sono utili e non costituiscono una perdita di tempo, poiché il problema è complesso.

Ho notato molta attenzione, nell'audizione odierna, per un problema molto delicato, quello della crescente sfiducia dei

risparmiatori e della inadeguatezza del sistema bancario nonché del sistema politico — faccio anche una autocritica — nel cambiamento che si è determinato. Il Governatore della Banca d'Italia ha spiegato bene come ci sia stato, in questi anni, uno spostamento dai depositi bancari, che erano sicuri (nessuna banca è mai fallita), dai buoni del Tesoro e dai titoli con una remunerazione verso il capitale di rischio. Penso che il capitale di rischio sia importante e che lo sia anche l'utilizzazione del risparmio per favorire l'attività imprenditoriale e lo sviluppo del paese. L'inadeguatezza su cui rifletto, che emerge con grande evidenza, è costituita dal fatto che questo passaggio non è stato gestito. Esistono situazioni nelle quali i risparmiatori, soprattutto quelli delle fasce più deboli, non sono stati tutelati. Si tratta di un problema forte, perché essi sono stati incoraggiati ad investire in *bond* o in altre direzioni senza che nessuno spiegasse loro che c'era un rischio. Non si trattava di investire in BOT o in un deposito in banca, non era la stessa cosa.

Non pensate che sia necessaria una svolta nel comportamento e nell'attitudine con la quale le banche offrono questi prodotti? Oggi, i premi più alti, le promozioni e le migliori opportunità di carriera sono offerte a chi colloca titoli a maggiore rischio, perché le commissioni sono maggiori. Perciò, può capitare il caso che il risparmiatore si trovi dinanzi a qualcuno che consigli di acquistare un titolo, prospettato come sicuro. Quindi è necessario un cambiamento in questa direzione.

Inoltre, bisognerebbe avere uno statuto del risparmiatore. Il professor Sarcinelli ha reso una affermazione che io condivido e, cioè, che noi abbiamo un mercato in cui il consumatore è tutelato. Il professore ha ricordato l'esempio delle medicine: anche se una pubblicità televisiva invita ad acquistare un farmaco contro il mal di testa, si avverte con chiarezza che è necessario leggere le relative istruzioni. Il consumatore, cioè, è informato. Questo è molto significativo. Nel mercato finanziario lo stesso non avviene, non ci sono regole.

Esiste il codice Preda, ma non c'è un codice per i risparmiatori. Ritengo questo un errore drammatico che induce, nuovamente, il risparmio a non andare nella giusta direzione.

Penso che debbano essere inserite delle forti tutele. Sulla *class action*, certamente non possiamo importare nel nostro ordinamento delle esperienze caratteristiche di altri paesi, ma è fondamentale che in Italia le associazioni dei consumatori siano legittimate in maniera definitiva. È vero che è un costo, ma è sicuramente inferiore rispetto al danno che oggi abbiamo subito. I risparmiatori attualmente sono tutelati nel modo peggiore possibile, perché dopo aver subito un danno successivamente possono diventare anche vittime di « ciarlatani » che propongono azioni risarcitorie che non hanno alcuna possibilità di successo. Noi abbiamo presentato delle proposte al riguardo, mentre il Governo dice e non dice, ma nel completamento ci dovrebbe essere una azione che legittimi i risparmiatori. Sotto tale punto di vista ritengo che il modo con cui le banche stanno rispondendo a queste vicende sia quello peggiore. Ho criticato l'ABI, perché non è possibile che di fronte alle contestazioni ogni banca segua una propria strada. Leggiamo oggi sui giornali che il San Paolo Imi ha intavolato una trattativa con le associazioni dei consumatori, mentre prima Capitalia ha deciso di seguire una strada diversa, e via dicendo per le altre banche coinvolte. Ci deve essere una indicazione generale, all'interno di cui dobbiamo trovare un meccanismo che tuteli i risparmiatori. Possibile che nel nostro paese per valere le proprie ragioni uno debba andare solo dal magistrato? Cosa potete suggerirci da questo punto di vista?

Sull'Isvap e sulla Covip abbiamo avuto delle indicazioni di vario genere. Nei progetti di legge vi sono diverse ipotesi che consiglierebbero una divisione delle autorità in base alla loro funzione. La soluzione trovata in Francia, dove il sistema assicurativo è sganciato, è valida oppure no?

NERIO NESI. Il professor Capriglione ho operato una autentica demolizione di questo misterioso disegno di legge, in quanto il Governo non lo ha ancora inviato alle Camere, di cui intuimmo però le linee guida. Condivido le critiche molto precise e documentate del professore. Tuttavia esiste un problema sul quale voglio richiamare la vostra attenzione. Il professor Sarcinelli ha affermato che storicamente la linea generale adottata da parte dei governatori e dei vari Governi succedutisi nei riguardi del sistema bancario è quella della stabilità. Infatti, i quattro governatori che ho conosciuto, pur diversissimi uno dall'altro, hanno sempre perseguito la stabilità. Il professor Sarcinelli ha detto che la situazione che si è venuta a creare implica il passaggio ad un altro grande scenario: la concorrenza. Da qui lo spostamento di poteri, che non è soltanto un fatto di etichette, dalla Banca d'Italia all'Antitrust. Questi sono i grandi problemi che sia il professor Capriglione sia il professor Sarcinelli hanno posto in evidenza, il primo fornendo anche una sua risposta, mentre il secondo riconoscendo soltanto questo cambiamento. Vorrei sapere allora: qual è l'opinione personale del professor Sarcinelli?

Sono rimasto molto colpito dalla precisione « matematica » dell'avvocato Gatti, che ha svolto una analisi impietosa di tutto il sistema finanziario, a cominciare da quello statunitense. Recentemente ho letto un libro sul caso Enron, ma l'avvocato mi ha fatto capire più cose in questo breve lasso di tempo di quante ne abbia potuto ricavare dalla lettura di quel testo. Quando persone relativamente giovani hanno questa capacità di conoscenza ed analisi bisogna congratularsi con loro. Nessuno di noi è obiettivo, ma l'estrema sintesi del suo intervento mi sembra questa: il mercato non si regola e non si aggiusta da sé, perché non può e non vuole farlo, e quindi ha bisogno di leggi e controlli. L'analisi dell'avvocato sul comportamento dei *manager* e di tutti quelli che gravitano attorno al sistema manageriale che perdono gli incentivi quando si comportano correttamente è

stupenda, perché lascia intendere che strutturalmente il mercato è portato a non comportarsi correttamente. È proprio così?

RICCARDO PEDRIZZI, *Presidente della 6^a Commissione permanente del Senato*. Innanzitutto ringrazio i nostri ospiti e, se il presidente me lo consente, anche gli uffici, che hanno assortito questa audizione con i tre esperti che hanno, da angolazioni diverse, affrontato il problema in maniera precisa, esaustiva e completa. È inutile che sottolinei che condivido larga parte di quanto detto dal professor Capriglione sul nuovo disegno di legge. Mi preoccupa quanto detto invece dal professor Sarcinelli: si è voluto gabellare come tutela del risparmio quello che soltanto un tentativo di trasferimento di competenze. ho già avuto modo di dire in altre audizioni che ho la stessa sensazione di colui che vede trasferire da un carabiniere a un finanziere e poi a un poliziotto una pistola sempre scarica. Così, nella difesa nei confronti della criminalità economica la pistola è sempre inefficace, in quanto scarica. In fondo non è un trasferimento di funzioni o di competenze quello che cerchiamo in questo momento.

Ringrazio l'avvocato Gatti, la cui esperienza ha fatto sì che vi fosse una grandissima chiarezza di esposizione. Sulla maggior trasparenza nei gruppi da ottenere attraverso il consolidato, immagino che quanto più i gruppi abbiano allocate società controllate o collegate in paradisi fiscali tanto più il consolidato dovrà essere importante e vincolante.

Quanto al problema dei compensi delle società di revisione, si tratta di una grossa questione; a mio avviso, far dipendere in larga misura dalla Consob l'indicazione delle società di revisione probabilmente consentirà di superare l'*impasse*.

Desidererei ricevere un chiarimento circa quanto si è riferito sui controlli di mercato piuttosto che sui controlli istituzionali; al riguardo, gli stessi argomenti sono stati portati anche dal professor Visentini.

PRESIDENTE. Approfitto dell'occasione per associarmi al ringraziamento che il senatore Pedrizzi, presidente della 6^a Commissione del Senato, ha rivolto ai nostri tre cortesissimi interlocutori.

Do, quindi, la parola ai nostri ospiti per le repliche.

FRANCESCO CAPRIGLIONE. Risponderò anzitutto alla domanda del senatore Eufemi, il quale mi ha chiesto di esplicitare, in maniera forse più approfondita, le ragioni in base alle quali sarebbe bene che le materie disciplinate dagli articoli 11 e 12 del Testo unico bancario (decreto legislativo n. 385 del 1993) restassero — così come ho riferito nella mia relazione — di esclusiva competenza della Banca d'Italia. Nell'articolo 11 si disciplina la raccolta del risparmio; più puntualmente, quella non bancaria, per la quale il legislatore prevede che il CICR emani direttive che saranno tradotte in disposizioni delle autorità di settore. Siamo quindi in presenza di una materia che riguarda il complesso dell'abusivismo bancario; l'articolo 11, in altre parole, indica i criteri disciplinari della raccolta effettuata da soggetti che non sono banche ma sono ugualmente legittimati a compierla. Si tratta, quindi, di una raccolta che non viola il principio della riserva di attività tipico dell'attività bancaria, che è attività autorizzata (e quindi riservata). È ovvio che siamo in presenza di una materia che investe direttamente l'operatività delle banche, operatività senz'altro riconducibile alla vigilanza prudenziale.

Quanto, poi, al disposto dell'articolo 12, che disciplina l'emissione delle obbligazioni bancarie, basterà che vi ricordi le obbligazioni che consistono in prestiti subordinati, quei prestiti che vengono imputati, sia pure in una certa percentuale, al cosiddetto capitale di vigilanza e, quindi, nei dati patrimoniali della banca. Non saprei dire se esista materia più attinente alla stabilità.

Quanto, poi, alla precisazione di come io consideri il ruolo del CICR nel disegno di legge, faccio parte di quel gruppo di studiosi italiani di tali aspetti bancari che,

dopo l'emanazione del testo unico del 1993, non si schierò contro la permanenza del CICR. In Italia, vi furono alcuni studiosi - ad esempio, Costi, Merusi e Belli - che ritennero che il legislatore avesse perso una buona occasione per eliminare il CICR. Personalmente, invece, sostenni che, a mio avviso, il CICR, se avesse limitato la sua funzione all'emanazione di direttive politiche - e, quindi, agli atti di indirizzo politico - avrebbe consentito l'opportuno raccordo tra la politica e la tecnica. Ciò, in quanto le direttive politiche, trasfuse negli atti amministrativi generali - che noi consideriamo normazione secondaria -, delle autorità di settore, consentono di riportare la disciplina particolare degli intermediari finanziari anche alle indicazioni della politica.

Ho sempre sostenuto, nelle sedi più diverse, che la fortuna della legge bancaria del 1936 (che, come sappiamo, è durata 70 anni) dipende proprio da questa indovinata combinazione e conciliazione tra l'intervento dell'autorità politica e quello dell'autorità tecnica. È chiaro, però, che ciò non deve significare - aspetto che invece ravviso e critico nel disegno di legge - una subordinazione totale alla politica della nuova autorità, organismo per il quale, forse, sarebbe più congrua la definizione di « autorità per la tutela dei mercati finanziari » che non quella di « autorità per la tutela del risparmio in generale ». A mio avviso, nel testo si va al di là del raccordo, che, comunque, è bene vi sia; sono forse tra i non tanti che sostengono tale tesi. Se mantenuto in questi termini, il CICR assolve bene le sue funzioni.

Vorrei anche soffermarmi sulle osservazioni dell'onorevole Benvenuto che ha riferito di risparmiatori defraudati, di giusta esigenza di identificare i criteri tecnici di tutela. Nella parte che purtroppo non ho potuto leggere della mia relazione ma che è stata lasciata alla vostra attenzione, fornisco delle indicazioni a tale riguardo. Parto dalla considerazione secondo la quale sarebbe mancata la cultura del mercato; i risparmiatori, infatti, avrebbero continuato ad operare secondo una logica

di cosiddetta tutela del risparmio inconsapevole. Mi riferisco a quanto affluiva presso le banche; i risparmiatori davano alle banche i loro depositi e si disinteressavano degli investimenti, sapendo con certezza che il *tantumdem* - ovvero, l'equivalente del loro deposito - gli sarebbe stato restituito. Si è erroneamente conservata, in una logica di mercato, un'idea che, laddove ha incontrato venditori di prodotti finanziari poco onesti, ha prodotto quanto sappiamo.

Dunque, suggerirei di rivedere *ab imis* la disciplina dei promotori finanziari; essi costituiscono l'esercito che in prima linea vende tali prodotti. La vendita di prodotti finanziari presso le banche avviene, percentualmente, in misura minore rispetto a quella che invece viene attuata dai promotori finanziari. Questi, a volte per il semplice fatto di essere pressati solo dall'intento di vendere - quindi, non nelle maniere più corrette possibili -, o non denunciano le caratteristiche del prodotto finanziario fino in fondo oppure omettono quel criterio (già previsto dal nostro sistema legislativo) di far sì che l'investimento sia commisurato sia all'entità patrimoniale sia alla propensione al rischio dell'investitore.

Lei ha fatto anche un'altra precisazione sulla possibilità di « sganciare » le assicurazioni dagli intermediari finanziari; personalmente, lo considero molto difficile, perché ormai le assicurazioni sono fortemente integrate nel sistema finanziario; hanno partecipazioni nelle banche. Le banche vendono prodotti assicurativi. Quindi voler fare marcia indietro dopo che per anni il sistema si è evoluto in questa direzione a mio avviso è molto difficile.

All'osservazione dell'onorevole Nesi sul tema della stabilità e della concorrenza rispondo che, come avrà notato, apprezzo questa parte del disegno di legge. Lo apprezzo perché riesce a riequilibrare gli interessi in campo; non dimentico però che in campo bancario molte delle concentrazioni sono scaturite da situazioni di crisi. In questo caso è chiaro che nella ponderazione degli interessi contrapposti

la stabilità deve essere guardata con occhio preferenziale. Ciò senza alterare questo nuovo equilibrio fissato dal legislatore, che a mio avviso potrà trovare esplicitazione in incontri (magari informali) tra le autorità instaurando prassi nel corso delle quali giungere ad un accordo. Non va dimenticato che per il 95-96 per cento delle concentrazioni effettuate dalla Banca d'Italia, il parere dell'Antitrust è stato sempre favorevole.

PRESIDENTE. La ringrazio. Le faccio solo osservare che nel 1936, nella legge bancaria che ha retto così bene per lungo tempo, non era prevista la vigilanza, che fu assegnata alla Banca d'Italia nel 1948.

FRANCESCO CAPRIGLIONE. Nel 1936 in realtà fu creato un organo dello Stato, l'Ispettorato per il credito, al quale furono assegnati compiti di vigilanza. Si deve sapere che questo organismo aveva sede a Roma, in via Nazionale.

PRESIDENTE. Questo è un altro discorso. Si trattava di una funzione del Tesoro, del CICR.

FRANCESCO CAPRIGLIONE. Che però il Tesoro non ha mai svolto autonomamente. Non dimentichiamo poi che dal 1936 al 1946 si è verificata una sorta di quiescenza di interventi di tipo normativo.

MARIO SARCINELLI. Vorrei soltanto aggiungere che le prime disposizioni per la tutela del risparmio finanziario in Italia risalgono al 1926 e che la responsabilità fu affidata alla Banca d'Italia, allora ancora società per azioni di diritto privato.

Incontro difficoltà a corrispondere alle richieste di una mia opinione su alcuni temi. Devo premettere che ho molto rispetto per il Parlamento e per gli eletti del popolo e quindi quando parlo dinanzi a loro non cerco di portare avanti miei giudizi di valore. Cerco - nei limiti del possibile e con la modestia delle mie risorse e della mia eloquenza - di illustrare le conseguenze che possono derivare da alcune posizioni.

Se volete conoscere la mia opinione riguardo, ad esempio, a questa sorta di « rivoluzione per nulla » che si sta creando con la riallocazione del potere di supervisione, posso dirvi che la mia convinzione è che per i prossimi 3, 4 o 5 anni il sistema funzionerà molto peggio. Questi trasferimenti non sono mai indolori; c'è un problema di cultura, di organizzazione, di approccio. Quindi la difesa del risparmio da questa vicenda ne uscirà probabilmente compromessa (almeno temporaneamente) e non incrementata.

Da queste mie affermazioni si potrebbe concludere che sono un conservatore incallito al punto tale da non voler cambiare nulla? No. Credo di avere chiarito (ma lo ribadisco) che, se il Parlamento vuole introdurre alcune modifiche perché ritiene sia preferibile andare verso una maggiore concorrenza piuttosto che mantenere il grado di stabilità che abbiamo avuto, può senza dubbio farlo implicitamente attraverso il trasferimento di un potere che attualmente vede preminente la Banca d'Italia nei confronti dell'Antitrust, ad esempio ponendo le due agenzie sullo stesso piano. Ma il Parlamento non deve dimenticare che in questo modo si va incontro a possibili rischi per la stabilità. Sono decisioni che devono assumere coloro che sono eletti dal popolo. Personalmente posso solo richiamare l'attenzione su alcune conseguenze. Volete disfare tutta l'architettura dei controlli? Benissimo! Però sappiate che per i prossimi 3, 4 o 5 anni la situazione non migliorerà.

Ho posto l'accento sulla questione della COVIP, perché ho ricordato che negli anni '80 intervenni presso una Commissione del Senato della Repubblica in qualità di direttore generale del Tesoro per spiegare come potevano evolvere la vigilanza, la supervisione e la regolamentazione. A quell'epoca fui molto più favorevole ad un sistema di deregolamentazione, facendo però una grossa eccezione non soltanto per il sistema bancario ma anche per il sistema pensionistico. Sostenni allora che lo Stato deve mantenere un controllo, perché non è immaginabile che la sopravvivenza di persone non più in grado di

lavorare, e quindi di procurarsi i mezzi per il proprio sostentamento, sia affidata puramente e semplicemente al cosiddetto mercato, che poi ognuno interpreta a modo proprio. Quindi la mia insistenza è che la COVIP, o altra istituzione che sia, abbia come assoluta prerogativa la stabilità e la capacità dei fondi pensione di fare fronte alle obbligazioni nei confronti degli iscritti.

Ho anche affermato prima, e non ho motivo per tornare sui miei passi, che queste competenze potrebbero essere assegnate alla COVIP ma teoricamente potrebbero benissimo passare alla Banca d'Italia. Se volete realizzare un sistema per obiettivi, quello della stabilità non è l'obiettivo dell'attuale Consob o della futura « Super Consob », quindi assegnare ad essa la supervisione sui fondi pensione è incoerente. Volete mantenere queste competenze separate? Fatelo. Perché dalle mie parole si poteva desumere un certo disappunto per il fatto che dalle tre teste si sia tornati alle cinque attuali? Perché nel mondo, dopo la presa di posizione del governo laburista inglese che, nottetempo, tolse la vigilanza del sistema bancario alla *Bank of England* e la trasferì insieme a molte altre competenze alla FSA, si sta andando verso una diversificazione tra ordinamenti che accentrano tutte le responsabilità di supervisione in un solo ente e altri che le mantengono separate. Personalmente, non sono d'accordo sul loro accorpamento in un'unica agenzia perché questo tipo di struttura, onnicomprensiva, vede commiste in sé varie responsabilità, dalla stabilità, al controllo della trasparenza, al *business conduct*. Si riteneva, almeno sino a qualche tempo fa, che si sarebbero sviluppati dei conglomerati finanziari talmente complessi da rendere inevitabile affidarne la supervisione ad un'unica agenzia, perché la ripartizione su più soggetti avrebbe creato notevoli problemi.

A mio parere, le agenzie di supervisione possono seguire ma non precedere mercato. Se veramente si affermerà la tendenza alla conglomerazione, le agenzie dovranno essere probabilmente riunite.

Occorre però osservare che tale tendenza spesso è una moda di mercato, come avvenne negli anni ottanta e novanta nel settore industriale, dove i conglomerati si affermarono per un certo periodo e subito dopo tesero a scomparire. La mia idea, in base alla quale tre soggetti siano meglio di cinque, è derivata esattamente dalla valutazione della propensione di molti ordinamenti a ridurre le agenzie di vigilanza, sembrandomi possibile in Italia compiere un primo passo, senza con ciò stesso arrivare alla creazione di un unico soggetto; non solo perché l'unico soggetto finirebbe con l'assommare in sé responsabilità diverse e perseguire obiettivi spesso in conflitto - la trasparenza non sempre è in accordo con la stabilità -, ma perché quella italiana è una tradizione in cui il potere non è concentrato. Non debbo spiegare a queste Commissioni riunite che in Italia abbiamo due corpi principali di polizia, che se ne contano cinque nell'organizzazione che li raggruppa e che non so quanti altri ne esistono. Copiare le mode altrui, non tenendo conto della tradizione nazionale, può essere un gravissimo errore. Quindi, qualora si decida di ridurre i soggetti competenti nel settore, dai cinque esistenti, si cerchi almeno di tenere presente che la Covip deve puntare alla stabilità. Pertanto, unirla alla Consob significherebbe produrre un mutamento rischioso, capace di causare complicazioni successive.

L'onorevole Nesi mi ha chiesto quale sia la mia posizione sullo spostamento di competenza tra Banca d'Italia e Antitrust, e se io preferisca la stabilità alla concorrenza. Questa è indubbiamente una domanda molto difficile. Nei miei verdi anni ero certamente molto più favorevole alla stabilità. Oggi, sono un poco più favorevole alla concorrenza. Ma, ovviamente, questa non deve essere gestita in maniera acritica, in ragione del fatto che comunque esiste il mercato e la prima ne rappresenta un principio fondamentale. Sono affermazioni da manuale del primo anno della facoltà di economia, ma nella realtà non trovano sempre fondamento. Sto rileggendo molti degli scritti di Luigi Einaudi e

debbo dire che anche un liberale come lui si rendeva perfettamente conto dell'esistenza di alcuni aspetti su cui il legislatore doveva o sarebbe dovuto intervenire.

L'onorevole Pedrizzi sottolineava il fatto che fossimo in presenza di una pistola scarica...

PRESIDENTE. Il senatore Pedrizzi.

MARIO SARCINELLI. Chiedo venia per l'errore. In ogni caso, mi pare sia ancora scritto nella nostra Costituzione che le Camere abbiano pari dignità...

PRESIDENTE. Professore, la mia puntualizzazione è giustificata esclusivamente da ragioni di correttezza della resocontazione stenografica. Non certo per altro...

MARIO SARCINELLI. Chiedo venia al presidente La Malfa e al senatore Pedrizzi per l'involontario *lapsus*. Sono completamente d'accordo con il senatore. Se il provvedimento che verrà approvato rifletterà la struttura dell'attuale disegno di legge governativo — il testo è scaricabile dal sito internet di Palazzo Chigi —, la difesa del risparmio verrà concentrata in poche disposizioni. Se la memoria non mi tradisce, i primi trenta articoli riguardano puramente e semplicemente il trasferimento di competenze, su cui il professore e avvocato Capriglione si è intrattenuto, e il funzionamento della nuova super Consob, nonché i poteri, gli organi ed i metodi per la loro elezione. Gli altri venti riguardano in gran parte deleghe da attuare (in una prima iniziale versione del documento entro dodici mesi dall'entrata in vigore del provvedimento, ma nella versione ultima che ho letto, il termine è stato ridotto a sei mesi). Conformemente a quanto previsto dal testo del disegno di legge, soltanto poche disposizioni risulterebbero immediatamente operative a partire dell'entrata in vigore dell'atto (qualora approvato in questa versione). Una è quel bell'esempio di reato di cui ho parlato prima, e sul quale non insisterò ancora, un'altra, sempre che la memoria non sia fallace, riguarda l'estensione della corresponsabilità

patrimoniale della banca intermediatrice per i titoli destinati agli investitori istituzionali che avesse venduto a singoli risparmiatori e per i quali l'emittente fosse risultato insolvente; altre ancora riguardano l'inasprimento delle sanzioni.

Ho già detto, nella mia dichiarazione iniziale, di ritenere fundamentalmente errata, per il lungo periodo, questa corresponsabilità; si deve, infatti, affermare il principio che chi manifattura il prodotto risponde del medesimo. Se, recandomi in un supermercato, comprassi un qualsiasi cibo, vestito o prodotto, il venditore risponderebbe dell'integrità del bene, della conformità della confezione alle disposizioni di legge, non del contenuto. Il contenuto è, invece, nella responsabilità del soggetto che lo manifattura. Diversamente, come nel caso in esame, stiamo cercando di stabilire il principio secondo il quale colui che vende è responsabile del bene integralmente. Ricordo a me stesso che ci fu un'epoca in cui nel nostro paese si pretendeva che l'edicolante la mattina sfogliasse tutte le pubblicazioni per controllare se vi fossero immagini di donne discinte, poiché se l'edicolante avesse immesso in commercio un prodotto di quel genere, sarebbe stato responsabile del reato di pubblicazione oscena. Ricordiamoci che se vogliamo un sistema finanziario evoluto, la responsabilità va gradualmente — sottolineo gradualmente — spostata da chi intermedia a chi manifattura.

Vengo ad un'ultima considerazione. Non bisogna dimenticare che chi necessita di una prescrizione medica non può pensare di andare autonomamente a comprare la medicina. Occorrerà recarsi prima dal medico, il quale gli farà l'anamnesi e solo successivamente gli prescriverà un certo farmaco. Non è possibile invece andare al « borsino », comprare un titolo e poi lamentarsi che vale sul mercato molto meno di quanto è stato pagato.

RICCARDO PEDRIZZI, *Presidente della 6^a Commissione permanente del Senato.* È un po' come il detto napoletano: acquaioolo com'è l'acqua? È fresca più del ghiaccio.

PRESIDENTE. Proseguendo con la divertente analogia che il professor Sarcinelli ha fatto con l'edicolante responsabile delle pubblicazioni pornografiche, il problema emerge nel momento in cui l'edicolante acquisisce una biblioteca pornografica e, ad un certo punto, temendo l'arrivo della polizia a casa propria, la vende ai minorenni che passano dinanzi all'edicola. Il problema non è il rischio che la tutela del risparmio, cambiando le istituzioni, possa essere attenuata, ma che per i risparmiatori della Cirio, della Parmalat e dei *bond* argentini essa è stata pari a zero. Io, che sono totalmente contrario a modificare le istituzioni, preferirei cambiare gli uomini e salvare le istituzioni.

MARIO SARCINELLI. Anche oggi l'edicolante non può vendere alcune pubblicazioni se non a persona di età superiore agli anni 18. Nessuno sostiene che alcuni prodotti non debbano essere venduti alla vecchietta, ma soltanto perché il *manufacturer* del prodotto o il valutatore della qualità del prodotto ha detto che esso è rischioso. Chi lo vende può al massimo avere una capacità di cortese discriminazione: tutte le vecchiette sono pregate di non entrare in banca o se vi entrano vengano adeguatamente accompagnate.

PRESIDENTE. Accompagnate dai figli, non dai genitori.

FRANCESCO GATTI. Non sono sicuro di poter accompagnare mia nonna, perché temo di non avere sufficienti informazioni in alcune occasioni per farlo.

Rispondo innanzitutto al senatore Eufemi. All'affermazione che le *stock option* vadano tolte di mezzo la maggior parte risponderebbe che non è più possibile perché ormai esistono. Credo si debba ragionare in maniera molto laica. Le *stock option* sono uno strumento di incentivo, e qualunque strumento di incentivo deve essere valutato per quello che produce, non in quanto venga qualificato in un modo piuttosto che in un altro. Dare un *bonus* perché i ricavi di una società sono

cresciuti del 20 per cento o dare *stock option*, salvo quanto dirò successivamente, in linea di principio, non è diverso. Allora, per quale motivo il primo caso dovrebbe essere possibile ed il secondo no?

Ho detto in linea di principio, perché alcune attenzioni sono dovute a questo strumento. In primo luogo essere pagati con *stock option* vuol dire vedersi riconoscere uno strumento il cui valore cambia nel tempo. Posso avere, mettendomi immodestamente nei panni di un manager, un interesse immediato a realizzare quel valore ed incentrare la mia attività nel dare un enorme *boost* ai ricavi, nel far crescere i ricavi il più possibile (è quanto ha fatto la Enron). Ciò perché nel frattempo le «variazioni» valgono tanto e vendendole risolvo il problema. In questo caso non ci è necessario eliminare le *stock option*: basterebbe inserire alcuni correttivi.

In questa prospettiva propongo alcuni spunti mettendomi in una ottica di mercato. Possiamo immaginare che le *stock option*, o per disciplina o, più semplicemente, per autoregolamentazione, debbano essere mantenute per un lungo periodo di tempo, mesi o anni. In questo caso inevitabilmente si passerebbe da un'ottica puntuale ed immediata al medio, lungo o lunghissimo periodo. Un altro dubbio importante che ha riguardato le *stock option* è il seguente, che rappresenta l'altra differenza rispetto al *bonus* di cui ho parlato prima: se la società stanziava un *bonus* al verificarsi di un determinato evento, contabilmente deve porsi il problema di apprestare un fondo nella contabilità al passivo. Se si ritiene ragionevole il verificarsi dell'evento, è probabile che si verifichi un passivo. Ciò non accade con le *stock option*, per cui la società si trova ad avere un elemento che sicuramente avrà un costo, perché abbassa il valore del capitale, diluisce il valore del singolo azionista, ma non viene messo al passivo. Non inserendo un costo passivo, i ricavi crescono e se questi crescono è più facile avere le *stock option*.

Commentando brevemente le indicazioni dell'onorevole Lettieri, osservo che

non esiste soltanto in Italia un problema di cultura del mercato. Siamo dinanzi ad una crisi del mercato che, peraltro, è parte delle normali dinamiche storiche. Il mercato è uno straordinario animale che cresce sempre ed improvvisamente muta pelle e riprende a crescere. Si tratta di un problema mondiale, più vasto dell'ottica nazionale, che riguarda molto più da vicino, ad esempio, gli Stati Uniti d'America, dove esiste una cultura del mercato. È, inoltre, un problema italiano nella misura in cui la cultura del mercato deve essere arricchita.

Lei, onorevole Lettieri, ha parlato inoltre delle questioni relative all'attività degli *advisor*, alla comunicazione ed alle verifiche relative alla veridicità dei dati di bilancio, ricordando la metafora dell'oste e del vino. In realtà, se chiedo ad un oste una bottiglia di Tignanello debbo avere la certezza che dentro vi sia del Sangiovese e non del Nebbiolo, perché non si tratta di Barolo. Se passiamo dalla metafora alla concretezza della situazione, intendo dire che in realtà il sistema dei controlli si costruisce a strati. Vi è la *corporate governance* della società che dovrebbe fare una *policy* di informazione e vi sono gli *auditor* che dovrebbero avere incentivi per contare i pezzi in magazzino e non soltanto stare seduti per effetto del conto economico. Lo stesso dovrebbero fare le società di *rating*. Ma non dimentichiamo che esiste un problema serio. Ogni volta che consentiamo l'accesso al dato aziendale entriamo nel territorio delicatissimo della riservatezza commerciale.

Onorevole Benvenuto, lei diceva che il passaggio dal risparmio sicuro a quello nei titoli non è stato gestito. Credo che anche qui si debba dare uno spunto eminentemente pratico, mantenendo un atteggiamento di mercato. Voglio dire che dietro ad ogni problema di tutela del risparmio c'è un problema di finanziamento dell'impresa. In realtà, il meccanismo virtuoso dovrebbe essere disegnato in maniera tale da far sì che ciò che è bene per l'impresa, cioè un basso costo del denaro, sia un bene anche per il

risparmiatore, cioè un basso costo del denaro sufficientemente garantito da un'adeguata trasparenza.

Se partiamo da questa premessa, si tratta di decidere chi debba sopportare il costo della trasparenza. Qui abbiamo un fallimento del mercato, ma con questo voglio dire che il mercato non fallisce sempre, ma in alcuni settori sì. Un tipico esempio è proprio quello dell'informazione finanziaria, perché chi produce l'informazione finanziaria, la vende; chi la compra, in realtà, è sicuro che, nel comprare un pezzo dell'informazione, avvantaggerà anche tutti gli altri. Infatti, in un sistema di mercato l'informazione appena acquistata si dovrebbe incorporare, per esempio, nel valore dei titoli e, quindi, immediatamente risolversi in un vantaggio anche per gli altri. Allora, è chiaro che chi la compra è sempre disposto a pagare meno di quello che vale l'informazione in sé e quindi si produce sempre meno informazione di quello che sarebbe desiderabile.

Bisogna stabilire chi debba affrontare il costo dell'informazione desiderabile. Può darsi che il costo debba essere affrontato dalla farmacia o dal consulente della nonna che si reca in banca, però ritengo che si debba avere un atteggiamento molto laico: lo deve affrontare chi è in posizione tecnologica e informativa migliore per farlo. Non c'è dubbio che tra la vecchietta e la banca questo soggetto è la banca. Va quindi adeguatamente affrontato un ragionamento sui meccanismi di responsabilità da parte di chi distribuisce i prodotti.

Per quanto riguarda le indicazioni dell'onorevole Nesi, lei ha detto che il mercato non si aggiusta da sé. È quello che dico anch'io. Nella realtà, non è che il mercato non sia portato a comportarsi bene. In alcuni settori il mercato ha bisogno dell'aiuto normativo, perché necessita di una cornice di valori entro la quale operare. Se questa cornice si rompe, l'immagine esce e il mercato a questo punto non è più tale ma è un abuso. Questo è quello che è successo. Peraltro, ciò è

normale e succede nei sistemi capitalistici e, fra l'altro, è un effetto del momento storico.

Se mi permette una metafora, in realtà non è diverso da quanto è successo nella storia della scienza: Galileo diceva che bisognava dimostrare le cose. Oggi ci siamo accorti che l'occhio dello scienziato influenza l'esperimento e allora abbiamo detto che le cose vanno falsificate. La ricerca scientifica ha capito che per fornire la prova di qualche cosa si devono seguire procedure diverse da quelle di una volta e io ritengo che tutto ciò che dobbiamo fare oggi per il mercato è renderci conto che esso ha delle *failure*, ossia dei buchi, che vent'anni fa non aveva, per effetto di una serie di dinamiche che si sono determinate e che dobbiamo correggere.

Come fare? Sicuramente occorre un intervento normativo, presidente Pedrizzi, e senz'altro pensando all'impresa e al gruppo in maniera consolidata, perché questa è l'impresa. La giurisprudenza europea ci insegna che l'impresa è il gruppo. Senz'altro è necessario intervenire sugli *auditor* nella loro selezione e nel loro pagamento.

Che significato hanno i meccanismi di mercato nella mia visione? Che gli interventi normativi di cui ho parlato, per esempio, trovano nella *class action* un aspetto su cui ragionare e che bisogna aggiungere degli interventi che partono da questo ragionamento. Se abbiamo creato di nuovo la cornice, all'interno di questa cornice ci sono più mercati che possono funzionare. In realtà, il nostro sistema prevede la possibilità di più società di gestione della Borsa. Immaginiamo di far competere queste società di gestione per attrarre risorse.

MARIO SARCINELLI. Si deve tenere presente che le società quotate nella Borsa di Milano sono inferiori alle trecento e, dunque, non vi è spazio per una pluralità di soggetti nel mercato.

FRANCESCO GATTI. Non è detto che il numero limitato di società listate di-

penda dalla capacità di una società di gestire e di offrire un mercato organizzato più adeguato di quello oggi esistente.

Il problema della tutela del risparmio è sempre un problema di costo del denaro per l'impresa.

MARIO SARCINELLI. Per quanto riguarda la pluralità delle società di mercato, il sottoscritto, in qualità di direttore generale del Tesoro, è stato presidente di una commissione che pubblicò un rapporto (al quale parteciparono personaggi quali Mario Monti e Luigi Spaventa), che esattamente diceva questo, ossia che doveva esserci un sistema, non più pubblico, ma privato, di società di gestione dei mercati, tra loro in concorrenza, e che, purtroppo, la situazione è quella esistente. È inutile che facciamo finta di dire che il mercato esiste. Tant'è vero che oggi si pensa di trasferire alla Consob oppure alla super Consob la decisione se ammettere alla quotazione una società oppure no. D'altra parte, vorrei soltanto sottolineare che perfino il *Big board* di Wall Street è andato incontro a grandi problemi, tant'è vero che ha dovuto far dimettere il suo *chairman*.

PRESIDENTE. Ringrazio il professor Francesco Capriglione, l'avvocato Francesco Gatti e il professor Mario Sarcinelli per i loro contributi molto interessanti, che serviranno per le nostre ulteriori deliberazioni. Essi hanno anche assistito alla vivacità del lavoro parlamentare e al modo in cui esso si svolge.

Facendo seguito al dibattito sviluppatosi tra i colleghi e alle richieste formulate in diverso senso dai rappresentanti dei gruppi, nella mia responsabilità di presidente di questa seduta ho deciso di aderire alla proposta formulata e di disporre nel senso che la lettera del dottor Maranghi al Presidente della Camera dei deputati, quella al Presidente del Senato e la lettera a queste allegata, indirizzata dallo stesso Maranghi al Governatore Fa-

zio, siano pubblicate in calce al resoconto stenografico della seduta odierna, in base ai criteri stabiliti in merito dagli uffici di presidenza delle Commissioni nella riunione congiunta del 29 gennaio, che autorizzano il presidente di turno a inserire, secondo le sue valutazioni, i documenti che rivestivano particolare importanza (*vedi allegato*).

Gli uffici di presidenza riuniti, eventualmente convocati per la prossima settimana, potranno assumere ulteriori determinazioni relative al materiale informativo molto rilevante che oggi mettiamo a disposizione del Parlamento e dell'opi-

nione pubblica. Naturalmente, l'intero *dossier* è a disposizione dei colleghi.

Dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 13,45.

IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO RESOCONTI
ESTENSORE DEL PROCESSO VERBALE
DELLA CAMERA DEI DEPUTATI

DOTT. FABRIZIO FABRIZI

*Licenziato per la stampa
il 3 maggio 2004.*

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

A L L E G A T O

Illustre Presidente,

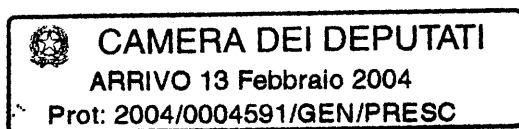
CAMERA DEI DEPUTATI
SECRETARIA DEL PRESIDENTE

il 27 scorso, nel Senato della Repubblica, ha avuto luogo l'audizione del dott. Antonio Fazio da parte delle Commissioni 6^a e 10^a riunite della Camera è dello stesso Senato. In tale sede, il dott. Fazio ha addossato a chi Le scrive la responsabilità di un presunto progetto diretto a propiziare il controllo da parte di gruppi esteri sul capitale di Mediobanca e, conseguentemente, su quello di Generali.

Ritengo doveroso trasmetterLe fotocopia della lettera - che ho anche rimesso al Presidente Pera - con la quale, in data 5 corrente, ho contestato al dott. Fazio l'infondatezza delle sue affermazioni, tanto più lesive perchè rese in difetto di contraddittorio. Mi auguro con questo di aver offerto al Parlamento la possibilità di acquisire ulteriori elementi di giudizio per una ricostruzione obiettiva degli accadimenti occorsi in Mediobanca e Generali nella primavera del 2003.

Con i più deferenti ossequi, mi creda

Suo Vincenzo Maranghi



Onorevole Dott. Pier Ferdinando Casini
Presidente della Camera dei Deputati
Roma

11 febbraio 2004

Illustra Presidente,

nella seduta congiunta del 27 scorso, a Palazzo Madama, delle Commissioni 6^a e 10^a riunite di Senato e Camera, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio, il dott. Antonio Fazio ha riferito sui fatti occorsi in Mediobanca e Generali nella primavera del 2003, dandone una ricostruzione di parte, tanto più lesiva per chi Le scrive in ragione sia della sede autorevolissima in cui si teneva la sua audizione, sia della carica da lui ricoperta, sia infine dell'assenza di contraddittorio con chi veniva additato quale promotore e responsabile di progetti volti a trasferire in mano straniera il controllo di Mediobanca e Generali.

Le unisco a tal fine fotocopia della lettera indirizzata allo stesso dott. Fazio il 5 corrente, con la quale contesto le sue inveritiere asserzioni.

Sono a pregarLa di far sì, nei modi da Lei ritenuti opportuni, che il Parlamento possa acquisire - insieme all'univoca testimonianza del dott. Fazio - anche quella contenuta nella mia lettera, onde far piena luce sul reale svolgimento dell'intera vicenda.

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

Suo Vincenzo Maranghi

Senatore Professor Marcello Pera
Presidente del Senato della Repubblica
R o m a

Egregio dott. Fazio,

ho letto il resoconto stenografico delle dichiarazioni da Lei rese il 27 scorso nella seduta congiunta delle Commissioni 6^a e 10^a di Senato e Camera.

La ricostruzione che Ella ha fatto delle vicende occorse nel 2003 in Mediobanca e Generali è inveritiera.

Faccio una premessa essenziale: sabato 25 gennaio 2003, accompagnato dai colleghi Nagel e Pagliaro, ho incontrato a Verona il signor Paolo Biasi, Presidente della Fondazione Cariverona, nella sua veste di rappresentante del principale azionista di Unicredit. A lui ho comunicato che il deteriorato clima dei rapporti con i due maggiori soci di Mediobanca (Capitalia e Unicredit) influiva in termini talmente negativi sull'attività della Banca, da indurre il dott. Cingano e me, nell'interesse dell'Istituto, a rimettere il nostro mandato alle seguenti condizioni:

- salvaguardia dell'autonomia ed indipendenza dell'Istituto, con soluzione radicale del problema ormai ineludibile costituito dal conflitto di interessi con le due banche socie, di cui vi è copiosa evidenza a partire dalle operazioni ostili lanciate nei confronti di Montedison (in ordine di importanza, seconda partecipazione di Mediobanca) in avanti;
- salvaguardia dell'alta Direzione della Banca, la cui riconosciuta capacità e rigore professionale mi esentano da superflue sottolineature;
- continuità del nuovo vertice di Generali (principale investimento della Banca) che per la prima volta nella storia della Compagnia aveva appena presentato un piano industriale favorevolmente accolto dal mercato e, quel che più conta, confermato nei suoi obiettivi dai consuntivi sinora resi noti.

L'ing. Biasi mostrò di apprezzare la nostra determinazione e, su mia richiesta, La informò prontamente - dandomene conferma - nei primissimi giorni della settimana successiva. In quella stessa settimana, insieme a Cingano e ai due colleghi, mettemmo al corrente il Presidente del Sindacato, Marchetti, nonché i due principali soci privati membri della Direzione del Sindacato. Al Presidente del Sindacato, Cingano ed io indicammo ovviamente anche le condizioni della nostra uscita "in punta di piedi" da Mediobanca. Investito dalla questione il Sindacato, insieme a Cingano ci facemmo da parte, lasciando al Presidente del Sindacato stesso ed ai soci di affrontare il tema per le conseguenti decisioni. Rimanemmo perciò totalmente estranei alle trattative, salvo due circostanze di cui dirò in appresso.

Ciò premesso, nel Suo intervento Ella ha testualmente affermato: "Attraverso Mediobanca un gruppo o gruppi francesi ad un certo punto hanno dichiarato di avere fino al 20% (chissà se era vero) delle azioni di Mediobanca e tentavano il controllo e la scalata alle Generali.". Ella quindi prosegue: "Purtroppo, questo gruppo francese era stato favorito da alcuni degli amministratori." (ndr: di Mediobanca), che successivamente Ella ha la bontà di identificare con la mia persona. A parte lo sconcerto di vedere rappresentate in una sede così autorevole come il Parlamento e su un tema di non poco conto versioni contraddittorie (nel Suo primo intervento in risposta all'on. Tabacchi Ella dichiara infatti: "...ad un certo punto si era parlato del 20% anche se non è mai risultato dai nostri dati"; nel secondo, in risposta all'on. Patria, precisa invece: "Ad un certo punto ci siamo accorti che effettivamente - sono arrivate notizie non dichiarate - alcuni soci francesi possedevano il 20%"), debbo contestarle l'infondatezza delle Sue asserzioni, lasciando a Lei decidere quale delle due fosse la "verità" che intendeva comunicare alle Commissioni.

Due i motivi dell'infondatezza:

- Banca d'Italia era perfettamente informata che i soci partecipanti al Sindacato Mediobanca disponevano - incluse le azioni a mani di Consortium - di una quota prossima al 60% del capitale dell'Istituto, nel cui ambito il gruppo francese contava per meno dell'1%. Era pertanto in re ipsa impossibile prefigurare una scalata a Mediobanca, anche a voler ammettere di poterne rastrellare l'intero flottante. Quale era poi il timore, se tutti i 41 azionisti di Mediobanca (incluso il francese?) erano - come da Lei asserito - in "rivolta" di fronte a una tale prospettiva? Si poteva immaginare che venisse lanciata un'OPA, soggetta peraltro alla preventiva autorizzazione della Banca d'Italia? E, proprio in virtù di quella "rivolta" degli azionisti, che probabilità di successo avrebbe avuto un tentativo di presa di controllo su Mediobanca? O, più semplicemente, non si trattava di riportare l' "ordine a Varsavia"? Aggiungo l'assurdità che si fosse potuto ritirare dal mercato il 20% del capitale Mediobanca (cioè, la metà del flottante, essendo il 60% bloccato in Sindacato) senza che ciò avesse comportato particolari pressioni sui prezzi delle azioni.
- In secondo luogo, Ella era perfettamente consapevole che io stesso avevo posto come cardine della mia uscita dall'Istituto precise garanzie in ordine al mantenimento, anzi rafforzamento, della sua autonomia ed indipendenza. Entrambe non si conciliano con la formazione di un gruppo di controllo all'interno dell'azionariato/Sindacato di Mediobanca, di qualsivoglia origine esso sia; bensì, si fondano - me l'ha sempre sentito sostenere con vigore - sul mantenimento di una frazionata compagine societaria dove nessun socio si trovi in posizione dominante.

Le Sue dichiarazioni sono gravemente lesive per chi scrive come risulta dalla lettura che ne dà l'onorevole Patria quando Le chiede: "Con riferimento a Mediobanca e a Generali non ho compreso bene l'affermazione che lei [...] ha fatto sul ruolo del management, o su una quota parte di questo, rispetto a favorire o meno l'ingresso dai francesi. Mi auguro che questa sua affermazione sia un sospetto e non una notizia."

Resta, infine, che sino alla mia uscita dalla Banca l'azionariato francese nel Sindacato non andava oltre la metà della quota storica ex-Lazard; con il Sindacato del 7 di aprile, che portò alla mia uscita dall'Istituto, tale quota - in esito ai negoziati condotti da Capitalia e

Unicredito - è salita dall'1% scarso al 10%, accompagnata inoltre da speciali diritti attribuiti ai soci d'Oltralpe.

Vengo alle Generali. Mi corre anche qui di richiamare una premessa essenziale: nel novembre del 2000 Mediobanca negoziò con Lazard il riacquisto della partecipazione (4% circa) da essa detenuta tramite Euralux nel capitale delle stesse Generali a far tempo dal lontano 1973. Il riacquisto si rivelò tempestivo, precedendo l'iniziativa di Lazard di collocare la partecipazione presso gruppi esteri interessati ad assumere posizioni rilevanti nel capitale della Compagnia. L'operazione - che riportava in mani italiane un pacchetto di fondamentale importanza per assicurare la stabilità azionaria del Gruppo - si concluse nel luglio 2001 con l'incorporazione di Euralux in Mediobanca, confermando la preminenza strategico-istituzionale per la Banca di questa partecipata. L'iter dell'operazione non fu certo agevolato nè dalla Banca d'Italia (malgrado fossero pienamente rispettati tutti i parametri di Vigilanza) nè, tanto meno, dalle due banche socie.

Ciò premesso, nel febbraio 2003 un gruppo di banche - in primis Unicredito e Capitalia - con il concorso di Merrill Lynch e delle Fondazioni e con l'avallo di Banca d'Italia, attivò un massiccio rastrellamento di titoli della Compagnia. Gli effetti di questa iniziativa sono stati di: infrangere il radicato convincimento che le Generali non fossero scalabili; introdurre nella sua compagine azionaria una forte componente pubblica costituita dai pacchetti a mani delle Fondazioni; aver, da ultimo, assorbito un importo prossimo ai 5 miliardi di euro di risorse (proprie o di terzi?) delle banche per un investimento remunerato all'1,2% - 1,3%, tuttora gravato da minusvalenze. Sed de hoc non curat Questa si fu vera scalata: immediatamente dopo il mio incontro con Biasi e nell'arco di un solo mese le quotazioni del titolo Generali, con un flottante nell'ordine dell'80%, segnarono un balzo di circa il 35% passando da una quotazione all'intorno dei 17/18 euro ad un massimo di 24.2 euro nella seduta del 3 marzo, giorno in cui venne completata la campagna di acquisti.

Un breve cenno alle circostanze in cui, dopo gli incontri di fine gennaio, venni nuovamente coinvolto nella vicenda Mediobanca:

- la prima si verificò lunedì 10 marzo in occasione di una riunione a Milano presso il Ministro Tremonti, presenti il Direttore Generale Siniscalco e l'Amministratore Delegato di Unicredito, Profumo. In tale sede ribadii al Ministro la decisione di lasciare l'Istituto nei termini già comunicati al Presidente del Sindacato Mediobanca, aggiungendo - per fatti sopravvenuti - una quarta condizione: l'impegno delle banche a ricollocare sul mercato i titoli Generali che avevano formato oggetto della scalata. Precisai al Ministro che se le quattro condizioni non fossero state soddisfatte, i soci di Mediobanca avrebbero dovuto assumersi la responsabilità di convocare un Consiglio di Amministrazione per procedere alla destituzione del Direttore Generale e Amministratore Delegato, impegnandomi da parte mia a prenderne atto senza far storie;
- il secondo ed ultimo coinvolgimento ebbe luogo il 7 di aprile al termine della riunione del Sindacato Mediobanca. Tale riunione - come fa fede il relativo verbale - si era conclusa prendendo atto delle dimissioni di Cingano e mie senza peraltro far chiarezza sulle condizioni poste da entrambi per la nostra uscita. Nel successivo colloquio con i signori Bolloré, Geronzi, Tarak Ben Ammar e Tronchetti

tornai sui punti rimasti aperti (doppia Direzione generale per Mediobanca; continuità del management Generali; ricollocamento delle azioni della Compagnia rastrellate dalle banche). Sul primo, il signor Geronzi, in contatto telefonico con Banca d'Italia, ci comunicò che la doppia Direzione generale era ritenuta praticabile, così come attestato nell'addendum al verbale del Sindacato redatto seduta stante. Sul secondo e terzo punto, il signor Geronzi mi mostrò documenti sottoscritti tra le parti interessate il cui tenore non lasciava adito a dubbi. Fu così che consegnai ai presenti le lettere di dimissioni di Cingano e mia. A distanza di quasi un anno debbo con forte rammarico constatare che gli impegni allora assunti non sono stati onorati, così come non è stata neppure avviata la riduzione da parte di Capitalia e Unicredito delle loro quote in Mediobanca, cui le medesime si erano parimenti impegnate.

Da ultimo, nell'intervento in risposta all'onorevole Patria, Ella fa riferimento ai frequenti incontri avuti con Cuccia e con me, alla benevolenza che Cuccia mostrava nei miei confronti, al fatto che Ella mi "aveva difeso", aggiungendo: "Poi evidentemente accadde qualcosa (ndr: tra Lei e me), ma non voglio entrare troppo in questi argomenti perché non mi sembra il caso." Viste le Sue dichiarazioni, pare a me che su questo punto debba farsi invece piena chiarezza. Le ricordo perciò che l' "accadde qualcosa" avvenne dopo la scomparsa di Cuccia, nell'incontro di venerdì 13 ottobre 2000 (ore 20) con Lei e il Capo di Vigilanza, dott. Bianchi, quando Ella mi fece un nome per la Presidenza di Mediobanca chiedendomi di proporlo ai soci del Sindacato come mio candidato. Richiesta che io declinai.

La prossima settimana rimetterò questa mia alle Camere perché venga conservata agli atti del Parlamento.

Con i migliori saluti.

Vincenzo Maranghi

Egregio Signor
Dott. Antonio Fazio
R o m a