

abbiano eseguiti. Nel mese di maggio, avevamo sentito i rappresentanti di Consob affermare che il nostro era un sistema imitato in tutta Europa, e il presidente Pedrizzi lo ricorderà. Visto, poi, che il presidente Tabacci si era permesso una battuta a proposito dei *bond* Parmalat, potrei osservare che la Banca d'Italia, con il *long term hedge fund*, guadagnò uscendo prima che si aprisse la nota crisi. Si tratta di giochi in cui si perde o si vince.

Certamente, alcune delle questioni sollevate dal presidente Cammarano sono condivisibili.

PRESIDENTE. Non parliamo della questione dell'*hedge fund* che io rammento bene ma in modo un po' diverso da come fa lei. C'è qualche perdita...

MAURIZIO EUFEMI. Ma non per la Banca d'Italia...

PRESIDENTE. Non è materia di questa sede, passiamo oltre. Prosegua il suo intervento, senatore.

MAURIZIO EUFEMI. Alcune questioni sono condivisibili. Soprattutto quelle relative ad asimmetrie informative, razionalizzazione dei controlli e distinzione per funzioni. Quanto al problema di fondo che avete posto, ovvero valorizzare e tutelare le minoranze azionarie, è stato un aspetto che ho toccato personalmente nel corso della precedente audizione. È una convinzione profonda, quella della necessità di modificare il *quorum*, così come è assai rilevante il problema del rispetto dei controlli, tra gli altri aspetti considerati. Alla luce di tali considerazioni chiedo al presidente Cammarano: perché nell'opinione pubblica si sta affermando la sensazione che il controllo di Isvap, per esempio, e di Banca d'Italia non sia stato effettivo? E qual è la vostra posizione sull'applicazione o meno della Rule 144, emanata dalla SEC, relativamente al trattenimento, in capo agli intermediari finanziari, dei prodotti che vengono emessi e collocati sui mercati?

VINCENZO VISCO. Signor presidente, pongo due domande, la prima delle quali riguarda forse il maggiore scandalo di quelli a cui abbiamo assistito nell'ultimo anno, cioè il caso dei fondi San Paolo. Nessuno ne ha parlato ma se ho capito bene ciò che la stampa ha riportato, in quel caso, accadeva semplicemente che dopo la conclusione delle transazioni certi risultati venivano attribuiti ad un fondo anziché un altro. Questa è una delle vicende più gravi che possano accadere. Vorrei, in primo luogo, capire perché sia accaduto, che cosa non abbia funzionato e cosa si potrebbe fare.

Collegato a ciò, vorrei sapere quali informazioni si abbiano oggi sulla composizione del portafoglio dei fondi e sulla loro variazione. Ad esempio, è probabile che una parte dei « famosi » *bond* fosse presente in qualche fondo, proprio per compensare rendimenti e rischi. Da un lato vi è un problema di trasparenza nei confronti degli investitori su quanto vi è nei fondi, anche per evitare casi come quello del San Paolo, e dall'altro vi è un bisogno specifico in relazione a casi come quelli Cirio e Parmalat.

NATALE D'AMICO. Ringrazio anch'io il presidente dell'Assogestioni per il suo intervento molto netto ed esprimo, in primo luogo, una sincera ammirazione per questa lettera: l'Assogestioni pose il problema in un momento importante e se questa iniziativa fosse stata seguita con maggiore attenzione dal mercato e dai soggetti interessati ci avrebbe portato, probabilmente, ad anticipare la crisi. Vorrei chiedere al presidente Cammarano, attento studioso anche in generale della regolamentazione del sistema finanziario, come mai questa lettera sia indirizzata al dottor Callisto Tanzi, al presidente della Consob ed al presidente della Borsa italiana ma non alla Banca d'Italia. Penso di conoscere la risposta ma vorrei sentirla da lei.

Avevo capito che la questione relativa al « famoso » articolo 100, lettera f), del testo unico sia in qualche modo risolta od almeno l'Italia non possa non risolverla nel superamento dell'esenzione in virtù

della direttiva in materia di prospetto unico. Mi sembra di aver capito che l'Italia, alla luce della direttiva comunitaria, non abbia alternative (anche se qualora fosse possibile un'alternativa penso sarebbe giusta la posizione da lei espressa). Vorrei conoscere la sua opinione.

Inoltre, il legislatore in materia di tutela delle minoranze ha introdotto con il testo unico finanziario alcune novità. Come lei ci invita a fare, dobbiamo prendere atto del fatto che queste novità, pur giuste, non sono sufficienti. Ad esempio i limiti relativi all'azione di responsabilità e gli stessi limiti riguardanti la presentazione di liste da parte delle minoranze debbono essere ulteriormente abbassati. Sono d'accordo con lei, ma un'altra considerazione è che i fondi comuni italiani tendono, in generale, a partecipare poco alle assemblee. Forse quei limiti non si raggiungono perché i fondi italiani partecipano poco all'assemblea rispetto a quanto fanno, nel resto del mondo, gli analoghi soggetti finanziari.

Infine, lei ha accennato al conflitto di interessi. Ne stiamo parlando e al termine dei lavori della Commissione dovremo continuare a confrontarci su come intervenire. Naturalmente il tema si pone anche per le società di gestione del risparmio. Ci troviamo dinanzi a questioni riguardanti i gruppi bancari e vorrei capire come l'associazione abbia fronteggiato o pensa di fronteggiare tale potenziale conflitto di interessi.

GIANCARLO PASQUINI. Esprimo apprezzamento per le proposte contenute nel documento. Una parte di esse riguardano la tutela delle minoranze con modifiche del diritto societario o attuazioni dello stesso riguardanti l'azione di responsabilità e la rappresentanza delle minoranze all'interno del collegio sindacale e del consiglio di amministrazione attraverso il voto di lista. Vorrei sapere se esistano analoghe proposte concernenti la composizione dell'*audit committee*, la scelta e l'incarico alle società di revisione e alle

società di *rating* come garanzia di trasparenza per quanto riguarda le informazioni.

Inoltre, per quanto riguarda le obbligazioni collocate senza prospetto e destinate almeno inizialmente ad investitori istituzionali, l'obbligo di trattenuta in portafogli è ritenuto insufficiente e vengono avanzate due proposte. La prima suggerisce una garanzia che l'intermediario dovrebbe fornire qualora la società vada in *default*; ma essa non sarebbe troppo gravosa finendo per annullare la possibilità di attuare tale modalità? La seconda proposta è una maggiore attinenza dell'investimento obbligazionario rispetto al profilo di rischio del cliente. In questo caso, invece, essa non si presterebbe a delusioni che, in sostanza, la renderebbero inefficace?

PRESIDENTE. La lettera indirizzata dall'associazione agli inizi di marzo del 2003 alla Parmalat fa riflettere su quanto hanno detto il governatore della Banca d'Italia e il presidente dell'Associazione bancaria italiana, cioè che le banche siano state sorprese dal *default* della società in quanto sino a qualche giorno prima vi sono stati analisti finanziari che hanno suggerito di acquistare titoli della Parmalat. Mi chiedo, e mi rivolgo al collega D'Amico, se sia possibile ciò e quale giudizio dobbiamo avere su un sistema bancario che non si «sveglia». Continuo a chiedermi ed a chiedere se sia peggio che essi sapessero o che non sapessero.

Per quanto riguarda il fatto che la lettera non sia stata indirizzata al governatore, le ricordo, collega D'Amico, che se è vero che il governatore non è il dante causa del mercato finanziario esso è il dante causa del sistema bancario. Tradizionalmente le banche riportano tutto alla Banca d'Italia, perché storicamente essa doveva fare il risconto e le anticipazioni al sistema bancario. Quando la banca Sella deve concedere un prestito ad un cliente importante, informa la Banca d'Italia e chiede un consiglio. Nessun governatore si è mai fatto sfuggire ciò e qualora avvenisse ci chiederemmo se svolgerebbe bene le

proprie funzioni. Non è pensabile che la Banca d'Italia non fosse a conoscenza del fatto che alcune grandi banche italiane avevano dato tre miliardi di euro a Parmalat nel 2003. La domanda posta dal collega D'Amico è formalmente comprensibile ma la sostanza è diversa.

NATALE D'AMICO. Non ho diritto alla replica.

PRESIDENTE. Siamo in un clima tale per il quale lei ha diritto alla replica e, se lo desidera, ho il « dovere » di concederla. Si tratta, comunque, di questioni che ri-prenderemo in sede di conclusioni.

Do ora la parola al presidente Cammarano per la replica alle domande poste dai colleghi.

GUIDO CAMMARANO, *Presidente di Assogestioni*. Innanzitutto, siamo noi, come associazione e come rappresentanti del risparmio gestito, a dovervi ringraziare perché oggi abbiamo potuto esprimere i nostri punti di vista, anche abbastanza netti, proprio perché abbiamo capito che sta mutando l'atteggiamento culturale da parte del legislatore nei confronti del sistema finanziario italiano.

Per quanto riguarda la domanda principale, quella relativa alla Parmalat, devo muovere da una premessa. Dovete distinguere, perché il lavoro dei gestori non è il lavoro delle banche. In altri termini, il gestore effettua una analisi in base alla sua sensazione, per così dire, di prospettiva e di affidabilità dell'impresa dal punto di vista strettamente finanziario. Le banche, invece, svolgono un'azione di esame e di rapporto con il cliente (al quale può darsi che siano state nascoste alcune informazioni: anzi, così dicono e, quindi, sicuramente è così) che tende a finanziare e sostenere l'impresa. Sono due mestieri completamente diversi, che non possiamo mettere sullo stesso piano: c'è una distinzione.

Certamente, le società di gestione dispongono di una « antenna » particolare, nel senso che, formalmente, non prendono parte alle assemblee delle società — come

ricordava il senatore D'Amico — ma, di fatto, vi partecipano e, molto spesso, ciò non è pubblicizzato. Nel caso Parmalat, avevano partecipato ed espresso voto contrario, addirittura, nell'assemblea del 2002. Inoltre, noi disponevamo di un altro campanello d'allarme perché nella Parmalat nel periodo 1999-2002, c'era un sindaco di minoranza, eletto con il concorso delle società di gestione che, a quell'epoca, avevano più del 3 per cento e potevano partecipare, nominare e contribuire a una lista. Dal momento che quel sindaco chiedeva continuamente informazioni, praticamente fu messo alla porta e, di fatto, non rieletto perché in seguito, nel 2002, le società di gestione non disposero più di quel 3 per cento e non poterono più concorrere, quindi, all'elezione di un sindaco di minoranza.

Quello che noi chiediamo per quanto riguarda la *corporate governance*, cioè la partecipazione all'elezione di un sindaco e la partecipazione al consiglio di amministrazione, non costituisce un tentativo di acquisizione di potere nei confronti delle società, come potrebbe sembrare, ma uno strumento utile e necessario proprio perché il mercato possa verificare come procedono le cose. Questo strumento della *corporate governance*, della partecipazione ai consigli di amministrazione e ai collegi sindacali da parte di rappresentanti di minoranza, si è dimostrato importantissimo per le stesse società e un'esperienza positivistissima per le grandi società privatizzate.

Noi abbiamo avuto e avevamo informazioni diverse. Non ci sono state fornite risposte, innanzitutto, perché noi abbiamo l'obbligo di segnalare ma non abbiamo il diritto di ricevere una risposta. Non sappiamo quale sia stato il procedimento che si è svolto all'interno della Consob o della Borsa italiana, a seguito della nostra segnalazione. Può darsi che, come io ritengo, qualcosa sia avvenuto all'interno di quelle strutture. I gestori aderenti alla nostra associazione, di fronte a questa situazione, hanno preso chiaramente una posizione di

investimento che, come detto, era già cominciata. Tanto è vero che nel patrimonio — secondo dati citati dal governatore della Banca d'Italia e, quindi, da questo punto di vista, statisticamente ineccepibili — c'erano 60 milioni di euro, che significa lo 0,008 per cento del patrimonio investito. Perciò, effettivamente, avevano capito quale fosse la situazione ed erano usciti.

Questa risposta è rivolta, innanzitutto, al suo intervento, presidente Pedrizzi, perché le lamentele dei nostri gestori erano state ricevute dal comitato di *corporate governance* che abbiamo nell'ambito della nostra associazione ed avevano dato luogo a questa lettera. Le risposte, in qualche modo, le abbiamo ottenute successivamente, quando si è visto che gli organi ufficiali si sono mossi.

RICCARDO PEDRIZZI, *Presidente della 6^a Commissione permanente del Senato*. Quindi, risposte voi non ne avete avute, dalla Consob e dalla Borsa italiana, nemmeno risposte di cortesia.

GUIDO CAMMARANO, *Presidente di Assogestioni*. No, neppure risposte di cortesia.

RICCARDO PEDRIZZI, *Presidente della 6^a Commissione permanente del Senato*. Non avete ricevuto alcuna risposta, dopo una segnalazione di questo genere.

GUIDO CAMMARANO, *Presidente di Assogestioni*. Tuttavia, come ripeto, noi pensiamo di non essere destinatari di risposte. Molto spesso, nel passato, abbiamo segnalato molti casi; di fatto, poi, sono state le società a muoversi e, quindi, non abbiamo ricevuto risposte. Dico questo per spiegare come stanno le cose. Comunque, la situazione di fatto è quella che lei descrive.

Onorevole Benvenuto, le proposte riguardo alle società quotate in borsa sono molto importanti per noi. Le abbiamo formulate perché pensiamo che, in base al nuovo diritto societario, per le società quotate sia possibile modificare gli statuti per venire incontro alle esigenze degli

azionisti di minoranza. A fronte di questa nostra proposta, inviata anche alla Borsa italiana, alla Consob e alla Banca d'Italia — perché noi informiamo delle nostre azioni anche gli organi preposti alla vigilanza — abbiamo ottenuto due sole risposte, da parte di due società che già avevano fatto tutto questo. Perciò, chiediamo che il legislatore intervenga in proposito, riducendo i limiti attualmente previsti dal testo unico.

Per quanto riguarda la domanda del senatore Eufemi, noi riteniamo — e lo abbiamo precisato nella nostra relazione — che, di fatto, sugli strumenti finanziari che hanno contenuto di gestione il controllo effettuato dalla Banca d'Italia o dall'Isvap non sia attinente alla rendicontazione di gestione, perché riguardano la stabilità dell'intermediario. Quindi, non sono portati a conoscenza dell'investitore per tutte le caratteristiche che hanno essenzialmente, cioè vengono venduti prodotti strutturati.

L'onorevole Visco ha citato il problema dei fondi del San Paolo; vorrei ricordargli che c'è stata anche la questione del Monte dei Paschi di Siena. Infatti, erano prodotti che contenevano una gestione e che, però, non erano stati «prospettati» perché il loro contenuto, formalmente, era stato considerato come un prodotto bancario. Noi chiediamo, invece, che per i prodotti che hanno contenuto finanziario ci siano la stessa identica informazione al privato e contenuto del controllo.

Per quanto riguarda la *rule 144*, ci sembra che differire soltanto di un anno la traslazione del rischio non sia sufficiente. I casi recenti hanno dimostrato che, forse, un anno è troppo poco. Di fatto, noi pensiamo che la vera tutela sia costituita dallo sviluppo degli investitori istituzionali, perché essi sono in grado di effettuare queste analisi. Riprendendo una osservazione del presidente La Malfa, ricordo che gli analisti delle società di gestione hanno dimostrato l'autonomia di queste ultime rispetto ai gruppi di appartenenza perché compiono valutazioni — lo ripeto — di

carattere strettamente finanziario. Quindi, anche questa è una caratteristica particolare che riguarda il nostro settore.

Tornando alla domanda dell'onorevole Visco, è vero che c'era stata la questione dei fondi San Paolo. In quel caso, non hanno funzionato le strutture di controllo interno. Purtroppo, gli organi di vigilanza, la Banca d'Italia e la Consob, successivamente sono intervenuti per imporre regole strette di controllo interno e di organizzazione che, precedentemente, non c'erano. Devo dire che, per fortuna, i danni non sono stati (poiché ci si trova in un periodo di borsa in crescita) catastrofici, a differenza di altre occasioni.

VINCENZO VISCO. Nell'organizzazione interna della banca vi è un protocollo di autonomia? Non si può sempre attendere il controllo del regolatore.

Vi erano i gruppi polifunzionali, che dovevano evitare conflitti d'interesse ed effettuare il controllo. Nel caso specifico, il controllo è stato condotto e vi è stato un tentativo di punizione.

GUIDO CAMMARANO, *Presidente di Assogestioni*. Per quanto riguarda le società di gestione, noi abbiamo elaborato il protocollo di autonomia successivamente al periodo in esame. All'epoca, vi dovevano essere i presidi di autonomia di gestione.

Lo ripeto, il problema è stato il rapporto tra fondi e fondi. Si tratta di un problema di controllo interno della società. Gli organi di controllo sono, infatti, intervenuti successivamente ad imporre forme strette di controllo interno. In ogni caso, per quanto ci risulta, non vi è stato danno per i risparmiatori.

Per rispondere al senatore D'Amico, il motivo per il quale la lettera della Parmalat non è stata inviata è riscontrabile nel fatto che — come ha già detto il presidente La Malfa — non si tratta di un destinatario dei problemi del mercato.

L'articolo 100 del testo unico della finanza non si attua con il prospetto unico. La direttiva sul prospetto unico indica una direzione, ma non contempla tutti i prodotti finanziari. Non è così

dettagliata. Noi chiediamo (per i risparmiatori, ovviamente) una parità di trattamento sull'informativa agli investitori. È molto importante. Bisogna dire, inoltre, che la direttiva sul prospetto unico non riguarda i prodotti assicurativi. Le assicurazioni non sono potenti solo in Italia, ma anche in sede comunitaria.

Per quanto riguarda il conflitto di interessi all'interno delle banche capogruppo, si tratta di un problema reale. Come Assogestioni, abbiamo tentato — attraverso protocolli di autonomia — di creare la distinzione tra le banche e le società di gestione. Di fatto, il caso Parmalat ha dimostrato la validità di tale distinzione. L'autonomia delle società di gestione è stata provata dalla loro uscita, a differenza delle banche.

La più grande garanzia delle società di gestione non si riscontra nella loro capacità di autonomia, ma nel dover fare, ogni giorno, la loro quota; nel doversi confrontare sul mercato con le quote delle altre società. Ciò crea una competizione che non permette (o, perlomeno, riduce al minimo) lo sviluppo di conflitti di interesse e, quindi, accresce la loro autonomia. Poiché, infatti, dei fondi comuni si conoscono tutti i dati, ogni mese (o, addirittura, ogni quindici giorni) i giornali effettuano confronti tra le diverse società di gestione.

Se si pone attenzione alle nostre statistiche, si verifica che i risparmiatori, sia pure lentamente, si spostano tra i diversi fondi. Ciò vuol dire che i confronti hanno una loro incidenza. Pertanto, per affrontare la concorrenza, le società devono avere una gestione corretta, efficiente e profittevole.

Per quanto riguarda la domanda del senatore Pasquini circa la tutela delle minoranze e l'eventuale esistenza di analoghe proposte per le società di *rating*, devo dire che su tale aspetto non abbiamo elaborato una nostra posizione. Riteniamo che le proposte avanzate vadano nella giusta direzione.

Circa le obbligazioni senza prospetto e la responsabilità per *default*, non crediamo

che la seconda proposta (la prima, probabilmente, è troppo gravosa) sia inefficace. Creare una responsabilità contrattuale significa, infatti, che anche l'investitore si faccia carico della propria responsabilità. Il mercato cresce se crescono entrambi i suoi lati. Il nostro (e vostro) compito è costituire gli strumenti per la crescita del mercato stesso.

PRESIDENTE. Ringrazio il presidente di Assogestioni per l'interessante contributo che ci offre importante materia di riflessione. Autorizzo la pubblicazione in

allegato della lettera da lui inviata alla Parmalat il 6 marzo 2003, e dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 19,45.

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

DOTT. FABRIZIO FABRIZI

*Licenziato per la stampa
l'11 maggio 2004.*

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

A L L E G A T O

ASSOGESTIONIASSOCIAZIONE ITALIANA DELLE SOCIETÀ EDENTI
DI GESTIONE IMMOBILIARE E IMMOBILIARE

Milano, 6 marzo 2003

p.c.

Egregio Signor
Dott. Callisto Tanzi
Presidente
Parmalat S.p.A.
Via Oreste, 26
43044 Collecchio (PR)

Egregio Signor
Professor Luigi Spaventa
Presidente
CONSOB
Via G. B. Martini, 3
00198 Roma

Egregio Signor
Ing. Massimo Capuano
Amministratore Delegato
Borsa Italiana S.p.A.
Piazza Affari, 6
20121 Milano

Prot. n. 404/03

ANTICIPATA A MEZZO FAX

Egregio Presidente,

il recente ingresso della Parmalat S.p.a. nell'indice MIB30 delle società a maggiore capitalizzazione pone oggettivamente la vostra Società al centro dell'interesse degli investitori istituzionali e più in generale del mercato finanziario italiano.

Questo solo fatto dà fondamento alla richiesta a che si provveda ad organizzare un incontro aperto all'intera comunità finanziaria che il Comitato per la Corporate Governance di Assogestioni mi ha incaricato di rivolgerLe, a beneficio di tutti gli investitori italiani e internazionali che hanno fatto o intendono fare affidamento sulle opportunità di sviluppo della vostra Società.

Gli investitori istituzionali in effetti lamentano da tempo la carenza di comunicazione da parte dei vertici, carenza che di per sé può generare una sottovalutazione del titolo e alimentare speculazioni circa l'effettiva situazione finanziaria del gruppo.

La richiesta peraltro acquisisce particolare urgenza e rilevanza alla luce delle recenti operazioni di finanziamento che la Società da Lei presieduta ha proposto al mercato e successivamente ritirato, in un contesto informativo che molti investitori giudicano gravemente insoddisfacente e che certo non può perpetuarsi senza ulteriore nocumento alla fiducia non solo

ASSOGGETTONEI

verso la Parmalat S.p.A. ma più in generale verso l'investimento nelle società a larga capitalizzazione della Borsa italiana.

Questo Comitato si augura che la Parmalat S.p.A. voglia considerare l'importanza di una comunicazione approfondita, costante e puntuale al mercato affinché quanto è accaduto non abbia più a verificarsi ed il mercato possa disporre tempestivamente di dati e notizie rilevanti ai fini della valutazione delle operazioni finanziarie intraprese, evitando così condizioni di offerta e contrattazione disordinate.

Con i migliori saluti


Il Presidente