

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 intermedie, 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 internalizzazione 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 — costatatato 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