

*ASSOCIAZIONE LAUREATI LUISS*

*“REGOLAZIONE E MERCATO”*

*INTERVENTO  
DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB  
LAMBERTO CARDIA*

*ROMA, 24 APRILE 2009*

REGOLAZIONE E MERCATO

*LUISS, 24 APRILE 2009*

L'eccezionale gravità del momento che stiamo vivendo emerge sin dalla più imparziale elencazione dei principali fatti avvenuti dal 2007 ad oggi .

\* \* \*

Inizio 2007: negli Stati Uniti gli intermediari che hanno concesso mutui *subprime* vengono travolti dalle insolvenze dei debitori. La **banca HSBC** dichiara di aver subito gravi perdite.

Luglio 2007: il *rating* su migliaia di prodotti finanziari strutturati passa rapidamente da positivo a negativo.

Estate 2007 iniziano i problemi nel settore degli *hedge funds* che devono far fronte a richieste di rimborso e alla riduzione delle risorse erogate dalle banche. La **banca d'affari statunitense Bear Sterns** vede azzerato il patrimonio di due suoi fondi speculativi. In Europa, **Deutsche Bank** è costretta a tagliare linee di credito e **BNP Paribas** deve sospendere i riscatti dei titoli emessi da tre suoi fondi. Inizia a mancare la liquidità nel sistema. La BCE e la FED procedono a ingenti **immissioni di liquidità**. Risultano esposte alla crisi anche **Goldman Sachs e Barclays**.

Il 14 settembre 2007 la **banca britannica Northern Rock** chiede aiuto al Governo per fronteggiare una temporanea crisi di liquidità: la

notizia genera una “corsa agli sportelli”, che si conclude solo quando il Governo garantisce la liquidità e l’integrità dei depositi.

Gennaio 2008, anche **Citigroup** risulta coinvolta nella crisi. Si diffondono timori che la crisi si estenda all’economia reale.

Settembre 2008: il Tesoro degli Stati Uniti assume il controllo di **Fannie Mae e Freddie Mac** che avevano accumulato perdite per circa 14 miliardi di dollari.

Il 15 settembre 2008, il Governo statunitense decide di non salvare **Lehman Brothers**, che annuncia di aver presentato domanda di ammissione al cd. “Chapter 11”, dichiarando sostanzialmente “fallimento”. È il più grande fallimento bancario della storia degli Stati Uniti. Sempre il 15 settembre 2008 **Merrill Lynch** viene acquistata da **Bank of America**, mentre il giorno successivo il colosso statunitense delle assicurazioni **AIG** - *American International Group* viene di fatto nazionalizzato.

In Europa si susseguono iniziative di sostegno alle banche: i Governi del Benelux nazionalizzano parzialmente il gruppo bancario-assicurativo **Fortis**, Francia, Belgio e Lussemburgo intervengono per ricapitalizzare il gruppo **Dexia**, la Gran Bretagna nazionalizza la banca **Bradford & Bingley**; stessa sorte subirà il 28 novembre la **Royal Bank of Scotland**.

Nell’ultimo trimestre 2008 e, ancor più, in questi primi mesi del 2009 stanno emergendo le conseguenze della crisi sull’economia reale, con eventi senza precedenti come i “licenziamenti” dei manager di grandi aziende come **General Motors** e **Peugeot**. I principali indicatori di attività economica e di fiducia dei paesi G7 sono tutti orientati al negativo.

\* \* \*

La crisi parte però da molto più lontano di quanto si potesse immaginare.

I suoi presupposti strutturali vanno infatti cercati negli anni precedenti al 2007, durante la fase favorevole del ciclo economico.

In quegli anni negli Stati Uniti è avvenuta una forte espansione del credito alle famiglie e alle imprese. Il quadro congiunturale positivo, le attese di crescita prolungata e i bassi tassi di interesse reali avevano alimentato una forte domanda di credito da parte del settore non finanziario.

Il sistema bancario ha assecondato la crescita della domanda di credito anche grazie all'intenso ricorso ad operazioni di cartolarizzazione basate su modelli matematici sempre più complessi che hanno permesso di trasformare i finanziamenti erogati in strumenti finanziari da collocare presso una vasta platea di investitori.

Si è affermato così un nuovo modello di intermediazione bancaria, noto come *originate-to-distribute* (Otd), basato sul ridimensionamento dell'attività bancaria tradizionale a favore di politiche espansive sui mercati mobiliari. Le banche hanno incorporato crediti e impieghi, anche di cattiva qualità, in strumenti finanziari da collocare sui

mercati internazionali a vaste platee di investitori (attraverso le operazioni di cartolarizzazione dei crediti)<sup>1</sup>.

Oggi sono chiare le gravi debolezze strutturali del nuovo modello, nel quale hanno assunto un ruolo determinante le “quantità”, ovvero gli obiettivi di massimizzazione dei risultati basati sui volumi intermediati e sulle relative commissioni. La valutazione e gestione della “qualità” dei creditori non veniva più percepita come fondamentale, in virtù dell’esternalizzazione dei crediti.

La crescita esponenziale del mercato dei prodotti strutturati, sempre più complessi, opachi e difficili da valutare, è stata in qualche modo supportata dal servizio offerto negli anni più recenti dalle agenzie di

---

<sup>1</sup> Il modello, noto come *originate-to-distribute*, si è storicamente affermato negli USA grazie all’iniziativa del Governo americano, che a partire dagli anni trenta istituì agenzie federali, successivamente privatizzate, il cui compito era quello di acquistare mutui e prestiti dalle banche, finanziandosi attraverso l’emissione di obbligazioni, con l’obiettivo ultimo di favorire l’acquisto di abitazioni da parte delle famiglie meno abbienti. Nel 1938, sotto la presidenza di Roosevelt, fu istituita l’agenzia Fannie Mae e successivamente, nel 1970, l’agenzia Freddie Mac. Entrambe le agenzie sono recentemente ritornate sotto il controllo del Governo federale USA a causa delle difficoltà innescate dalla crisi dei mutui *subprime*. Secondo i dati della *Securities Industry and Financial Market Association* (associazione di categoria internazionale degli operatori dei mercati finanziari), a fine 2007 i titoli in circolazione legati ad operazioni di cartolarizzazione (pari a quasi 13.000 miliardi di dollari USA) rappresentavano il 42% del totale dei titoli obbligazionari in essere negli USA e il 63% delle emissioni nell’anno.

Le banche hanno intravisto nel nuovo modello uno strumento per ottimizzare la gestione dell’attivo e moltiplicare il volume di crediti erogati a parità di capitale investito, nonché un modo, in determinate circostanze, per risparmiare patrimonio di vigilanza a parità di esposizione al rischio di credito. Eliminando dal bilancio l’esposizione verso il debitore ceduto era possibile ridurre l’assorbimento di capitale anche nei casi in cui il rischio rimaneva in capo alle banche per effetto della concessione di linee di liquidità alle società veicolo preposte alla cartolarizzazione. Infatti, l’Accordo di Basilea I del 1988 sui requisiti patrimoniali delle banche prevedeva che le citate linee di liquidità, se inferiori all’anno, non assorbissero patrimonio di vigilanza. Come sottolineato dal *Financial Stability Forum*, gli accordi di Basilea II, entrati in vigore nel 2008, ancora non rimuovono in pieno tali opportunità di arbitraggio regolamentare; anche la possibilità di cedere crediti e acquistare titoli garantiti dagli stessi crediti può consentire di risparmiare patrimonio di vigilanza nella misura in cui la valutazione dei rischi di mercato associata al possesso di titoli non riflette in pieno il rischio di credito delle attività sottostanti (*Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 aprile 2008, pag. 14, punti II.4 e II.5).

rating, strutturalmente condizionate dalla presenza di conflitti di interessi.

A posteriori è infatti emerso come i rating assegnati ai prodotti strutturati non riflettessero correttamente i relativi rischi – perché basati su modelli probabilmente non adeguati o su ipotesi fondate su dati troppo limitati o osservati solo nella fase positiva del ciclo economico. Gli investitori istituzionali e gli stessi intermediari finanziari, affidandosi in maniera spesso passiva e acritica sui giudizi positivi delle agenzie di rating, hanno alimentato la domanda di tali strumenti e il successivo collocamento presso la propria clientela.

Vale la pena *per incidens* di ricordare che i titoli obbligazionari Lehman Brothers subito prima del “default” erano inseriti nella procedura di monitoraggio detta “Patti Chiari” sponsorizzata dall’Abi nell’elenco dei titoli a basso rischio di credito. Tale procedura era infatti fondamentalmente basata sul giudizio delle agenzie di rating. Successivamente al default Lehman Brothers è stata sospesa l’elaborazione di tali elenchi. L’Abi inoltre ha assunto una serie di iniziative a tutela dei clienti di banche, risultati possessori di titoli del gruppo Lehman.

Il cambiamento del quadro congiunturale è stato uno dei fattori scatenanti della crisi.

Lo scoppio della bolla del mercato immobiliare USA già nel 2006 e l'aumento dei tassi di interesse hanno determinato una brusca impennata delle insolvenze fra i mutuatari americani .

Questo shock si è trasmesso dapprima al mercato dei titoli strutturati, alimentando una crisi di fiducia nei confronti dell'affidabilità dei giudizi delle agenzie di rating, e poi all'intero sistema bancario e finanziario.

La crisi di liquidità del mercato dei titoli strutturati si è trasformata rapidamente in una crisi di solvibilità perché è apparso evidente che il nuovo modello bancario non aveva affatto portato ad una riallocazione dei rischi al di fuori del sistema bancario, né ad una loro migliore ripartizione .

È emerso, infatti, come le difficoltà che in un primo momento sembravano specifiche della banca d'affari Bear Stearns erano di fatto comuni a Lehman Brothers e ad altre grandi banche d'affari americane. Tutte presentavano un rapporto fra attività e patrimonio (cosiddetta leva finanziaria) molto elevato (mediamente superiore a quella delle banche commerciali, probabilmente anche in virtù di una disciplina sui requisiti di capitale più permissiva) e una forte esposizione al mercato dei prodotti strutturati.

La percezione dell'incapacità del mercato - e delle stesse agenzie di rating - di valutare correttamente i titoli emessi a fronte di

operazioni di cartolarizzazione (cosiddetti prodotti di finanza strutturata) alla luce del mutato contesto macroeconomico ha determinato un crollo delle quotazioni e una riduzione della liquidità sui mercati secondari di tali strumenti.

L'inadeguatezza dell'informativa contabile nel rappresentare l'esposizione diretta e indiretta dei singoli intermediari al mercato dei prodotti di finanza strutturata e dei derivati sul rischio di credito - esposizione che si realizzava spesso attraverso veicoli non consolidati in bilancio - ha poi determinato un aumento generalizzato della percezione del rischio di controparte con conseguenti tensioni sui mercati interbancari e difficoltà nel rifinanziamento della raccolta bancaria.

I tentativi di riequilibrio della struttura finanziaria da parte delle banche per fare fronte ai problemi di liquidità hanno creato ulteriori incertezze sui mercati. Gli sforzi volti a raccogliere nuovo capitale di rischio sono risultati complessi e hanno amplificato la situazione di incertezza informativa, poiché sono emersi timori dei potenziali nuovi azionisti di dovere sopportare ulteriori perdite non ancora emerse. I tentativi di liquidare i titoli strutturati hanno invece acuito le tensioni sul mercato secondario di tali strumenti, avviando un processo a spirale che ha amplificato la crisi .

Il canale di trasmissione degli effetti della crisi finanziaria verso l'economia reale è connesso alla possibilità che la fragilità degli



assetto patrimoniali del sistema bancario comporti una stretta creditizia che incida negativamente sulle prospettive di crescita e di redditività delle imprese non finanziarie, riducendo le possibilità di investimento e innescando un circolo vizioso con effetti ulteriormente negativi sulla crescita e sull'occupazione.

Le turbolenze finanziarie hanno inoltre determinato un forte aumento dell'avversione al rischio e il risparmio delle famiglie è confluito prevalentemente verso strumenti molto liquidi, quali i titoli di Stato, preferibilmente con scadenze brevi. Le conseguenti difficoltà di rifinanziamento della raccolta a medio e lungo termine del sistema bancario potrebbero ulteriormente vincolare l'espansione del credito al settore produttivo.

Incominciano ad emergere segnali di irrigidimento degli standard di concessione dei prestiti da parte delle banche; allo stesso tempo, le condizioni del mercato dei capitali rendono complesse e onerose le operazioni di raccolta azionaria e obbligazionaria, soprattutto per le imprese più piccole e con più basso merito di credito. Un'eventuale stretta creditizia (*credit crunch*) potrebbe dunque incidere negativamente sugli equilibri finanziari delle imprese e amplificare gli effetti della crisi.

\* \* \*

Il terreno nel quale è maturata la crisi è stato quindi generato da un pericoloso intreccio tra **economia reale, finanza e matematica con il quale** le regole non hanno saputo tenere il passo.

**Il matematico Nobel per l'economia John Nash**, in occasione del Festival della Matematica svoltosi a Roma dal 19 al 22 marzo scorsi, ha dichiarato in un'intervista a Repubblica che la responsabilità di aver trascinato il mondo nel baratro è di chi ha usato i modelli matematici per costruire strumenti finanziari **"in modo avido e irrazionale"**.

Avidità nella ricerca delle quantità; irrazionalità nella mancata verifica della validità dei modelli utilizzati in una realtà imperfetta e in continuo cambiamento.

E' stata l'epoca dell'astrazione quantitativa e della perdita della conoscenza qualitativa.

La generalizzata percezione dell'avidità sta generando reazioni sociali rabbiose e preoccupanti (penso alla Francia e a Londra), cui bisogna dare una risposta sobria, ferma ed efficace.

\* \* \*

La regolamentazione europea e mondiale ha dimostrato la sua debolezza. La convergenza sui principi non ha creato reale armonizzazione nelle regole a difesa del risparmio.

È rimasta un'estesa frammentazione nazionale. Cito sempre l'esempio della direttiva OPA, infelice nella sua rassegnazione ad armonizzare regole che si sarebbero scontrate con interessi nazionali.

La scelta di lasciare una vasta platea di importanti attori del mercato quali le agenzie di rating al di fuori della regolamentazione e dalla vigilanza da parte delle autorità competenti ha certamente contribuito alla scarsa qualità dei rating dei prodotti strutturati cui ho precedentemente accennato.

Il diritto dei mercati finanziari ha rispecchiato fino ad oggi un processo di globalizzazione avvenuto sostanzialmente all'insegna dei principi di common law propri dei Paesi anglosassoni. Ciò ha condotto all'introduzione di concetti e regole "di principio" non sempre puntualmente definiti come quelli propri dei Paesi di *civil law*.

Negli Stati Uniti il settore delle banche d'investimento, che ha innescato la crisi, ha beneficiato di una cultura favorevole alla *deregulation* e fiduciosa nella capacità di autodisciplina dei mercati. L'Europa ha importato tale cultura in virtù della forza assunta dagli

intermediari anglosassoni nei mercati e nei negoziati per l'emanazione delle regole comunitarie<sup>2</sup>.

Oggi emerge chiaramente la debolezza di una cultura di estese liberalizzazioni cui non corrisponde un governo unitario o armonizzato delle regole e della vigilanza.

La Consob, per quanto allo stato possa essere di conforto, da anni afferma pubblicamente che l'armonizzazione è tale solo se riguarda, oltre ai principi, le prassi applicative e i regimi sanzionatori (Richiamo gli Interventi al mercato 2005, 2006 e 2007).

Le diverse modalità di recepimento e di interpretazione della normativa comunitaria e le forti divergenze delle prassi di vigilanza e dei regimi sanzionatori hanno certamente ostacolato fino ad oggi la reale collaborazione tra le Autorità europee.

Il processo di formazione della normativa comunitaria è comunque migliorato notevolmente a seguito del recepimento delle raccomandazioni del Comitato dei Saggi presieduto dal barone Lamfalussy, che ha introdotto un sistema di regolamentazione a diversi livelli.

---

<sup>2</sup> Le banche di investimento americane hanno espanso la propria operatività sul mercato europeo, tramite l'insediamento di società – con sede a Londra - che potevano commercializzare servizi e prodotti in tutta Europa fruendo delle possibilità offerte dalle regole del mercato unico (libera prestazione dei servizi e “passaporto europeo”). La normativa comunitaria lascia, infatti, margini di intervento assai limitati alle Autorità dei Paesi ospitanti.

In particolare, la normativa di primo livello (direttive o regolamenti), per la cui approvazione è necessaria la co-decisione di Consiglio e Parlamento Europeo, dovrebbe limitarsi all'introduzione di principi generali.

Regole più dettagliate (secondo livello) dovrebbero essere stabilite successivamente da direttive o regolamenti di attuazione emanati direttamente dalla Commissione Europea, assistita dal Comitato Valori Mobiliari (*European Securities Committee*, cui partecipano i rappresentanti dei Governi nazionali) e dal CESR. (*Committee of European Securities Regulators*, cui partecipano le Autorità di vigilanza nazionali tra cui la Consob) .

Tuttavia, anche in ragione della difficoltà di raggiungere compromessi adeguati in Consiglio e Parlamento, le direttive e i regolamenti contengono di norma numerose opzioni per gli Stati membri che, conseguentemente, vengono mantenute nelle direttive e regolamenti di secondo livello.

L'attività del CESR (terzo livello), che dovrebbe assicurare l'armonizzazione di standard e prassi di vigilanza e una rafforzata cooperazione tra Autorità, è stato tuttavia limitata nei risultati dalla c.d. regola del consenso, in base alla quale le misure avrebbero dovuto essere approvate alla quasi unanimità. Da settembre dello scorso anno, anche grazie all'azione svolta dalla Consob, è stato introdotto il principio della maggioranza qualificata seppur

temperato dalla possibilità per le autorità che non intendono dare attuazione alle decisioni del Comitato di motivare pubblicamente le loro posizioni.

Per imprimere nuova forza al processo di armonizzazione, la Commissione Europea ha istituito un gruppo di eccellenza (in realtà si chiama di “alto livello”) presieduto da **Jacques de Larosière**, che ha formulato proposte di riforma il 25 febbraio scorso.

Le proposte delineano un percorso evolutivo basato sulla trasformazione degli attuali Comitati di livello 3 in Autorità europee; percorso che prevede come punto di arrivo un modello fondato su una ripartizione delle responsabilità di vigilanza sulla base delle finalità dei controlli, con la creazione di un'Autorità responsabile per i profili di micro-stabilità e di vigilanza prudenziale (competente sia per il settore bancario che per quello assicurativo) e di una Autorità competente per la trasparenza, le regole di condotta e i mercati mobiliari. Si tratta, vale la pena di ricordarlo, del modello italiano di organizzazione dei controlli.

Tali proposte, di notevole interesse, suggeriscono cambiamenti di grande respiro, da attuarsi con gradualità, con l'intento - secondo quanto è dato interpretare - di rimanere nell'alveo dell'assetto istituzionale prefigurato dal Trattato.

Peraltro, da analisi avvenute anche a livello internazionale e da incontri intercorsi (ricordo la riunione ad hoc del Cesr del 17 marzo scorso) se appare esservi convergenza sull'adozione di regole chiare, essenziali e da tutti in egual misura applicate, non altrettanta sintonia sembra emergere sull'ipotesi di riforma strutturale della vigilanza che la maggioranza dei Paesi appare voler continuare ad esercitare attraverso le autorità nazionali, seppure con un forte coordinamento centrale.

Il Governo italiano ha sempre avuto un orientamento favorevole al rafforzamento europeo e, in particolare, all'attribuzione di funzioni di vigilanza centralizzata ad istituzioni create a livello europeo. Questa posizione non sembra trovare riscontro negli altri Paesi, compresi quelli tendenzialmente favorevoli al coordinamento europeo come Francia e Germania, e neppure nella Commissione Europea.

La Commissione Europea sembra orientata ad istituire agenzie senza dotarle del potere di emanare regole (potere che la Commissione continuerebbe a riservare a sé stessa), ma attribuendo ad esse solo alcuni limitati poteri di definizione di contenuti tecnici. Inoltre, le agenzie rimarrebbero sotto il controllo della Commissione medesima.

Tale approccio finirebbe, inevitabilmente, per irrigidire la regolamentazione a livello europeo e priverebbe le autorità di

vigilanza della possibilità di intervenire autonomamente a livello internazionale (un po' come sta avvenendo nella materia dei principi contabili).

La Commissione Europea, inoltre, potrebbe non avere le competenze necessarie per regolamentare i mercati finanziari, caratterizzati da un elevato tasso di innovazione.

Secondo questo approccio, infine, sarebbe la Commissione Europea a stabilire il livello di tutela degli investitori e l'estensione delle regole applicabili a intermediari e mercati.

Come avvenuto nel caso della MiFID<sup>3</sup>, si potrebbe generare uno squilibrio dovuto alla maggiore attenzione da sempre riservata al mercato finanziario più rilevante in Europa, ovvero a quello di Londra.

---

<sup>3</sup> La *Markets in Financial Instruments Directive* n. 2004/39/CE e le relative disposizioni di attuazione (Regolamento 1287/2006 e direttiva 2006/73/CE) rappresentano un insieme di misure estremamente analitico e dettagliato.

La disciplina europea introduce un radicale cambiamento della disciplina delle regole di condotta nella prestazione di servizi e attività di investimento, attraverso la distinzione fra servizi "a valore aggiunto" (gestione di portafogli e consulenza) e servizi meramente "esecutivi" (collocamento, negoziazione in conto proprio, esecuzione di ordini, ricezione e trasmissione di ordini). Per i servizi a valore aggiunto è previsto un sistema di tutele - che si estendono anche ai clienti professionali - più puntuale e articolato rispetto ai servizi esecutivi (per i quali la precedente normativa italiana assicurava comunque alti livelli di tutela). La MiFID innova profondamente anche la disciplina dei mercati, abbandonando la regola della concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati e creando le condizioni per il libero operare della concorrenza tra molteplici piattaforme di negoziazione. Ai mercati regolamentati si aggiungono, infatti, i sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), la cui gestione è ora compresa tra i servizi di investimento, e le imprese di investimento che operano in qualità di internalizzatori sistematici di ordini.

L'abolizione della regola sulla concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati rende più complessa e problematica l'attuazione del dovere di eseguire gli ordini dei clienti alle migliori condizioni (cosiddetta best execution).



In assenza di adeguati sistemi di responsabilità e rendicontazione del proprio operato (*accountability*) nonché di valutazione dei diversi interessi in gioco, sembra difficile soprattutto per i Paesi di *civil law* sostenere questo modello di regolamentazione.

Il più recente atto normativo comunitario, il regolamento sulle agenzie di rating approvato ieri da Consiglio e Parlamento, considerato da molti un possibile test sulla volontà delle istituzioni europee di introdurre sistemi centralizzati di vigilanza a livello europeo su operatori per loro natura transnazionali, non ha fornito una risposta risolutiva.

La normativa continua a basarsi sul principio del Paese di origine, sebbene sia previsto che le richieste di autorizzazione vengano presentate al Cesr che dovrà rilasciare un parere, l'esame dell'istante rimane attribuito alle autorità nazionali. Le autorità competenti interessate dovranno costituire un collegio e nominare un "facilitator" che dovrà organizzare lo scambio di informazioni e la necessaria collaborazione nell'esercizio della vigilanza.

La Commissione dovrà riferire a Parlamento e Consiglio entro il 1 luglio 2010 sull'adeguatezza del sistema introdotto e proporre le necessarie modifiche in considerazione delle proposte formulate nel Rapporto de Larosière.

Il regolamento, peraltro, ha il merito di aver sottoposto le agenzie di rating a regolamentazione e vigilanza e di aver introdotto norme in materia di conflitti di interessi, di metodologie e di informazione al pubblico. La piena attuazione di quanto previsto dovrebbe evitare che si possano ripetere in futuro i comportamenti che hanno condotto le agenzie di rating ad attribuire rating particolarmente elevati ai prodotti poi rivelatesi “tossici” impedendo, altresì, che gli analisti delle agenzie che emettono il rating operino come consulenti degli strutturatori di prodotti finanziari.

La nuova regolamentazione europea è, peraltro, in linea con le indicazioni del Codice di Condotta Iosco in materia di agenzie di rating come modificato nel maggio 2005, assicurando coerenza nella regolamentazione di un mercato che è per sua natura globale.

\* \* \*

Vi è un innegabile bisogno di rispondere alla crisi a livello globale. Il dibattito, fino a ieri circoscritto alle modalità di gestione e prevenzione<sup>4</sup> delle crisi, si sta allargando al tema della riforma degli assetti istituzionali e dell’architettura dei sistemi di vigilanza.

---

<sup>4</sup> Il rapporto pubblicato dal Financial Stability Forum (Fsf) nell’aprile 2008 contiene una serie di raccomandazioni, mirate a favorire il potenziamento della vigilanza prudenziale, il miglioramento della trasparenza e delle modalità di valutazione dei prodotti strutturati e il cambiamento del ruolo delle agenzie di rating. Il Fsf raccomanda alle Autorità di vigilanza e alle banche centrali il rafforzamento della cooperazione nella gestione delle crisi di operatori attivi a livello internazionale, auspicando un più intenso ricorso ai collegi dei supervisori (colleges of supervisors). Il tema del coordinamento fra le Autorità di vigilanza era da tempo all’attenzione dei Governi e delle Istituzioni internazionali. Già nel 2005 i Ministri delle Finanze dell’Unione

Il G20 di novembre 2008 ha individuato una serie di principi di alto livello - tutti condivisibili - su regolamentazione, sorveglianza e trasparenza dei mercati (collaborazione tra Autorità, regolamentazione sugli *hedge fund*, i paesi *off-shore*, l'utilizzo di veicoli fuori-bilancio).

La domanda è: quali Paesi sono veramente pronti a dare un seguito armonizzato a tali principi? Esiste una sola Europa?

La direzione indicata dal G20 di Londra del 2 aprile scorso sembra quella giusta. Per il momento siamo solo all'enunciazione dei principi e alle dichiarazioni d'intenti. Tuttavia la direzione di marcia, a mio parere, appare condivisibile.

Il solo fatto che in quella sede sia stata raggiunta una convergenza su una vasta area di interventi è di per sé positivo. Adesso, naturalmente, si tratta di tradurre quanto prima quegli indirizzi di carattere generale in provvedimenti normativi concreti, che abbiano validità e cogenza per tutti. Questo significa che il lavoro più difficile deve ancora iniziare. Come dice il proverbio, il diavolo si nasconde nei dettagli.

---

Europea e i responsabili delle Banche Centrali avevano stipulato un accordo quadro per la cooperazione in occasione di crisi finanziarie transnazionali. Tale accordo era stato sottoposto ad aggiornamento, e approvato nel marzo 2008, sia con riferimento alla definizione di linee guida per la gestione delle crisi con impatto sistemico, sia ai fini del coinvolgimento delle autorità responsabili per la vigilanza sui mercati di valori mobiliari e sulle assicurazioni .

Nel merito, condivido le scelte d'indirizzo che sono state fatte a Londra in materia di *hedge funds*, di agenzie di rating, di paradisi fiscali e legali, di una maggiore trasparenza nei bilanci. (Forse il comunicato finale poteva spendere qualche parola in più sul tema degli asset tossici, da cui è partita la crisi attuale. Ma nel complesso la valutazione è positiva). Un vertice come il G20 - che riflette una realtà internazionale articolata e complessa come è quella in cui viviamo - difficilmente avrebbe potuto produrre di più, almeno in questa fase.

\* \* \*

Radicali riforme, quali l'accentramento generalizzato di funzioni di vigilanza, potrebbero richiedere o proporre auspicabili revisioni più globali del quadro normativo europeo e forse dello stesso Trattato istitutivo.

Ciò non può avvenire in tempi brevi, essendo necessaria una profonda riflessione ed una grande cautela nell'adottare nuovi modelli istituzionali sotto la pressione di condizioni di emergenza.

La creazione di nuovi soggetti istituzionali deve infatti avvenire nell'ambito di un sistema equilibrato e "collaudato" di bilanciamento di poteri, responsabilità e *accountability*, che preveda l'esistenza di un centro unitario di governo e controllo. Le frequenti

polemiche in relazione all'attività della Banca Centrale Europea da parte di taluni Paesi membri segnalano le difficoltà di considerare il quadro attuale di governo dell'Europa adeguato a contemperare in una visione unitaria del bene dell'intera Unione la molteplicità di interessi esistenti.

E' da considerare inoltre che attualmente il mercato europeo è caratterizzato dalla polarizzazione degli operatori attivi su base *cross-border* su un numero molto limitato di centri finanziari: il Regno Unito per i prestatori di servizi di investimento ed Irlanda e Lussemburgo per la gestione collettiva del risparmio e la raccolta di capitale di debito e di prodotti strutturati.

Se per i profili di stabilità sistemica è certamente necessario e fattibile un rafforzamento delle competenze a livello europeo, per i profili di correttezza e trasparenza rimane più difficile immaginare che si possa raggiungere un accordo istituzionale, considerati i forti interessi dei centri "esportatori" di servizi finanziari a favorire lo sviluppo dell'industria, anche a scapito di alti livelli di tutela degli investitori.

Per alcuni Paesi l'industria finanziaria rappresenta un asse portante dell'economia nazionale, per cui è dato ipotizzare una diffusa opposizione a rinunciarvi in nome dell'Europa. Su questo piano si giocherà sostanzialmente la partita delle riforme istituzionali per le autorità di vigilanza sui servizi finanziari e sui mercati.

Le proposte dei Saggi guidati da *de Larosière* rappresentano un punto di partenza per una discussione che possa portare quantomeno a un buon compromesso tra i 27 membri dell'Unione. Non si dovrebbe comunque escludere al momento l'opportunità di considerare modalità di "cooperazione rafforzata" tra un gruppo di paesi fondatori più sensibili alla necessità di adeguata convergenza su alti livelli di tutela dei risparmiatori.

Un esempio di proficua collaborazione tra un numero ristretto di paesi europei, accomunati da visioni e culture omogenee, è stata la sottoscrizione avvenuta il 26 marzo scorso a Parigi di un Accordo di cooperazione tra le Autorità di vigilanza sui mercati dei paesi che affacciano sul Mediterraneo: per l'Europa Italia, Spagna, Francia e Portogallo e per il Nordafrica Egitto, Algeria, Tunisia e Marocco.

In tale occasione è apparsa evidente una comune volontà di operare in comunione di intenti per perseguire risultati utili a contenere il già grave diffondersi della crisi nonché ad evitarne un risorgere più o meno lontano nel caso di carenza di regole certe, chiare e da tutti ugualmente attuate.

\* \* \*

Nelle sedi internazionali la Consob sta offrendo, oltre a una attiva, impegnativa collaborazione negli organismi Cesr<sup>5</sup> e Iosco<sup>6</sup>, un forte contributo supplementare attraverso la presidenza di un gruppo di esperti (Cesr) sul risparmio gestito e la co-presidenza di una Task force (Iosco) sugli hedge fund. Quest'ultima il 19 marzo scorso ha pubblicato per la consultazione un primo documento, disponibile sul sito Iosco, contenente raccomandazioni per la vigilanza sugli hedge fund che è stato anche inoltrato per i lavori del G20 di Londra del 2 aprile.

Sul piano interno la Consob è intervenuta con progressivi provvedimenti sul divieto di vendite allo scoperto e con tempestive iniziative di vigilanza, oltre a monitorare il comportamento degli intermediari nella distribuzione alla clientela di prodotti complessi e spesso opachi. Da ultimo ha approvato puntuali linee-guida sulla distribuzione dei cc.dd. "prodotti illiquidi".

Se la "tutela del risparmio", pur nella sua dignità costituzionale, perde oggi di fronte all'emergenza il suo significato primario di tutela dell'anello più debole della catena dell'intermediazione dei flussi di investimento all'economia reale, il mondo della finanza non uscirà dalla crisi migliore di prima e non sarà facile innescare quel

---

<sup>5</sup>Il Committee of European Securities Regulators riunisce le autorità di vigilanza sui mercati mobiliari dei Paesi dell'unione Europea, con l'obiettivo di fornire pareri tecnici alla Commissione Europea nel corso del processo di emanazione di nuove regole comunitarie e di adottare misure applicative convergenti.

<sup>6</sup> L'International Organization of Securities Commissions riunisce le autorità di vigilanza sui mercati mobiliare di oltre 120 Paesi, con l'obiettivo di adottare standard internazionali di regolamentazione.

recupero di fiducia che rappresenta la condizione necessaria per rimettere “in moto” il sistema economico.

Oggi vi è certamente bisogno di nuove regole nei settori dimostratisi insufficientemente regolamentati, ma soprattutto vi è bisogno di nuova fiducia nell’equità e qualità di tali regole.

\* \* \*

L’obiettivo di ripristinare la fiducia chiama tutte le Istituzioni nazionali e internazionali ad uno sforzo immenso, sia per fronteggiare gli effetti più immediati della crisi, sia per individuare, nel minor tempo possibile, le risposte istituzionali e regolamentari adeguate alle debolezze emerse con la crisi.

In Italia, il sistema vigente prevede l’esistenza di una pluralità di Autorità preposte alla vigilanza del mercato finanziario: Banca d’Italia, Consob, Antitrust, Isvap, Covip.

Tendenzialmente, l’approccio del Legislatore ha privilegiato un modello di ripartizione delle competenze per finalità della vigilanza (stabilità, trasparenza, concorrenza), prevedendo alcune rilevanti eccezioni per il settore assicurativo e previdenziale. Il progetto di riforma d’iniziativa governativa approvato nella scorsa legislatura



(febbraio 2007) tendeva a porre rimedio a tali eccezioni con la piena adozione del modello per finalità.

Il modello italiano , seppur non evocato esplicitamente, sembra essere quello cui si ispirano le diverse soluzioni istituzionali di cui si sta discutendo nelle sedi internazionali.

I diversi interessi pubblici affidati alle diverse Autorità nazionali trovano un valido strumento di coordinamento nel Comitato per la Salvaguardia della Stabilità Finanziaria , presieduto dal Ministro dell'Economia e composto dal Governatore della Banca d'Italia e dai Presidenti di Consob e Isvap, tempestivamente convocato e riunitosi più volte in questo tumultuoso periodo.

Ciascuna Autorità, nell'ambito delle proprie competenze, ha apportato ed apporta tempestivi contributi di conoscenza e valutazione. Il confronto aperto tra le Istituzioni consente di valorizzare gli interessi generali che ciascuna Autorità persegue e ai quali l'ordinamento riconosce pari dignità per la tutela del risparmio.

La connessione tra le diverse forme di impiego del risparmio richiede infatti una forte protezione sia dei depositanti, sia dei piccoli investitori. Si tratta di un'istanza che promana direttamente dalla Costituzione, laddove si prescrive quale compito della Repubblica, la tutela del risparmio in tutte le sue forme (art. 47).

\* \* \*

Vorrei infine fare qualche cenno al lungo e travagliato percorso che ha portato la Consob a divenire con pienezza di competenze e poteri l'Autorità garante del mercato finanziario e della trasparenza e correttezza di chi vi opera.

Se l'istituzione della Consob risale infatti al 1974 (legge 7 giugno 1974, n. 216), la sua piena configurazione come Autorità indipendente è avvenuta 11 anni più tardi, con la legge 4 giugno 1985, n. 281 .

Le sue competenze sono state ampliate progressivamente con una serie di interventi legislativi durati oltre vent'anni, iniziati tra la fine degli anni '80 e l'inizio degli anni '90 e culminati con l'adozione del Testo Unico della Finanza del 1998, nel quale sono state trasposte, razionalizzate e coordinate le diverse normative esistenti in materia di intermediari, mercati mobiliari ed emittenti quotati.

Il Testo Unico della Finanza ha poi subito ulteriori importanti modificazioni e integrazioni, anche grazie all'influsso delle Direttive europee.

Non si può non ricordare innanzitutto la Legge 18 aprile 2005, n. 62, con la quale, in occasione del recepimento della Direttiva europea

sugli abusi di mercato, è stato perfezionato l'ambito dei poteri e delle competenze della Consob, allineandoli a quelli delle principali Autorità di vigilanza degli altri Paesi occidentali.

Infine, la Legge 28 dicembre 2005, n. 262, dedicata alla c.d. Riforma del risparmio, ha introdotto nell'ordinamento un sistema organico di regole destinato a colmare preesistenti lacune, fornendo risposta alle esigenze di tutela sorte dopo alcuni noti scandali societari (Cirio e Parmalat). Tale legge, in virtù della delega prevista al suo art. 43, è stata poi ulteriormente perfezionata dal c.d. "Decreto Pinza" (Decreto Legislativo 29 dicembre 2006, n. 303), che ha raccolto molte istanze sollevate dalla stessa Consob.

Il quadro finale emerso da questa stagione di importanti riforme vede un potenziamento della Consob, una migliore ripartizione delle competenze di vigilanza tra le Autorità preposte al settore (Banca d'Italia, Consob, Isvap, Covip e Antitrust), un rafforzamento delle norme a tutela del buon funzionamento degli organi societari e della loro indipendenza, l'introduzione di specifici presidi a tutela diretta degli investitori, nonché l'innalzamento del livello di trasparenza del mercato.

La modernizzazione del diritto dei mercati finanziari rappresenta ormai un moto perpetuo e pone sfide sempre nuove agli organi di regolamentazione e vigilanza chiamati a cogliere tempestivamente i

bisogni di tutela dei soggetti più deboli in un mercato senza confini geografici e nel quale la creatività e la tecnologia consentono infinite - e a volte pericolose - possibilità di innovazione.