



Vittorio Conti (*)

Dialettica tra Autorità e *stakeholders* nei controlli

4° Incontro Compliance

"Il sistema dei controlli aziendali: alla ricerca di una governance"

Sala Convegni Dexia Crediop

Roma, 6 giugno 2008

(*) Le opinioni espresse sono strettamente personali e non coinvolgono in alcun modo la Consob

1 - PREMESSA*

1.1 Recentemente il contesto macroeconomico è stato caratterizzato dalla crescente apertura dei sistemi finanziari e da radicali cambiamenti intervenuti nella struttura dei mercati, nei legami tra sviluppo tecnologico ed innovazione finanziaria, nelle strategie degli intermediari e nei comportamenti degli operatori. Tali rapide trasformazioni sono state accompagnate dalla difficoltà delle Autorità nel perseguire gli obiettivi di stabilità, trasparenza e correttezza, difficoltà eloquentemente testimoniata dalle turbolenze che da qualche tempo stanno interessando in modo diffuso i mercati monetari e finanziari.

Nel dibattito che si è sviluppato attorno a questi fenomeni ci si chiede se le cause possano essere ricondotte ad un fallimento del mercato (*market failure*), a carenze regolamentari (*regulatory failure*) o, piuttosto, alla scarsa efficacia delle prassi di vigilanza (*supervisory failure*). Non manca chi sostiene che le crisi sono endemiche nei sistemi finanziari, quindi per loro natura ricorrenti ed ineliminabili; di conseguenza, ogni tentativo di regolarle o prevenirle “*may do more harm than good*”¹.

La difficoltà di decifrare la indiscussa complessità del momento, la molteplicità delle chiavi di lettura proposte e delle conseguenti ricette suggerite, sollecita un rinvio alle numerose analisi condotte in questi mesi dagli addetti ai lavori per i necessari approfondimenti².

Anche le Autorità dei paesi con mercati più evoluti si stanno confrontando su queste tematiche con particolare attenzione alla valutazione dell'efficacia della

* Intervento presentato nel corso del 4° *Incontro Compliance* su “*Il sistema dei controlli aziendali: alla ricerca di una governance*”, Sala Convegni Dexia Crediop, Roma 6 giugno 2008.

Ringrazio i colleghi e gli amici con cui ho avuto la possibilità di confrontarmi su questi temi. Un grazie anche alla Dott.ssa Romina Scala per la preziosa collaborazione.

Le opinioni espresse sono strettamente personali e non coinvolgono in alcun modo la Consob.

¹ “Fixing Finance”, *The Economist*, 5th april 2008.

² C.M.Reinhart and K.S.Rogoff, “This Time is Different: a Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises”, Working Paper 13882, March 2008, www.nber.org; N. Ferguson and O. Wyman, “The evolution of financial services”, Oliver Wyman Limited 2007.

loro azione e alle carenze dei rispettivi assetti organizzativi; sono in discussione la capacità di intercettare per tempo le anomalie, la flessibilità operativa, la necessità di accrescere l'efficacia dell'approccio *risk-based* di pianificazione della vigilanza integrando la regolamentazione di trasparenza con metodologie quantitative più evolute³, l'adeguatezza delle risorse umane e tecnologiche impiegate per presidiare i processi innovativi. In Europa tali riflessioni sono sempre più presenti nel percorso di formazione dei nuovi assetti normativi e regolamentari, con particolare attenzione alla ricerca del giusto equilibrio tra principi e norme ed alla strutturazione di efficaci meccanismi di *enforcement*. Inoltre, è diffusa la consapevolezza che il rafforzamento della tanto auspicata cooperazione internazionale, da tutti ritenuta condizione necessaria per fronteggiare le nuove emergenze, imporrà alle Autorità uno sforzo di allineamento delle rispettive prassi operative agli standard di quelle che si dimostreranno più efficienti ed efficaci.

1.2 Le riflessioni che hanno accompagnato le vicende dei mercati in questi mesi hanno rafforzato la consapevolezza che la loro integrità non possa essere garantita soltanto attraverso azioni di vigilanza ed interventi di controllo pubblico.

Su questo punto è interessante ricordare la posizione espressa qualche anno fa dalla Commissione europea all'indomani del *crack* Parmalat. In particolare, in una comunicazione al Consiglio ed al Parlamento europeo si segnalavano quattro "linee di difesa" contro le pratiche societarie scorrette e gli scandali finanziari, affidate rispettivamente ai controlli interni, ai sistemi di revisione dei conti, all'attività di regolamentazione e vigilanza, alle misure giudiziarie. Nel caso specifico tutti i livelli venivano giudicati inadeguati⁴.

Le vicende che hanno ispirato l'intervento della Commissione sono per molti aspetti differenti da quelle che hanno originato i fatti su cui si discute oggi,

³ Rispondono a tale esigenza gli interventi Consob dei mesi scorsi sulle polizze *index linked* con sottostanti titoli emessi da banche.

⁴ Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo sulla prevenzione e lotta alle pratiche societarie e finanziarie scorrette COM(2004)611 definitivo, Bruxelles 27.09.2004.

anche se si può rilevare come tutti gli scandali societari e le crisi finanziarie siano in ultima analisi riconducibili a comportamenti lesivi degli interessi di una parte del mercato, comportamenti reiterati nel tempo in contesti caratterizzati dalla incapacità di cogliere, o di neutralizzare, le opacità comportamentali ed informative che alterano il fisiologico funzionamento dei meccanismi che regolano i mercati.

Nel momento in cui tali circostanze conducono al manifestarsi di una crisi finanziaria, indipendentemente dalle convinzioni sulla sua ineluttabilità, si impone un'analisi attenta delle specifiche connotazioni che di volta in volta assume l'origine comune e ricorrente delle crisi, genericamente riconducibile alla mancata tutela degli interessi di alcuni *stakeholder*.

Tale percorso va affrontato con grande indipendenza di giudizio, non solo per affinare la capacità di intercettare per tempo i conflitti in "incubazione" prima che assumano valenza sistemica, ma anche per dare risposta alle domande sul "cosa fare" che regolarmente si ripropongono in queste occasioni, cioè per aiutarci a capire se servano nuove regole, metodologie più evolute, azioni ispettive e di vigilanza più frequenti o semplicemente meccanismi di *enforcement* più rigorosi e severi.

Questa chiave di lettura porta inevitabilmente a riflettere anche sulla funzione di "compliance", sulla "governance" dei controlli interni, sul nodo dell'assetto complessivo della Vigilanza su intermediari e mercati, ed a misurarsi con il tema, certamente non nuovo ma sempre attuale, del *mix* più appropriato tra controllo pubblico e privato.

Le vicende recenti sono ricche di insegnamenti al riguardo; quattro mi sembrano particolarmente significativi:

- la crescente interconnessione tra stabilità, trasparenza e correttezza,
- la difficoltà ad attivare comportamenti proattivi da parte delle Autorità,
- le incertezze sulle "best practice" regolamentari e di vigilanza,
- la scarsa efficacia dei controlli interni.

2 - QUATTRO INSEGNAMENTI

2.1 Interconnessione crescente tra stabilità, trasparenza e correttezza.

Ripercorrendo le analisi ed i commenti di questi mesi, emerge come si stia diffondendo una più chiara percezione delle implicazioni dei profondi cambiamenti che hanno attraversato i mercati, implicazioni capite fino in fondo e colte per tempo solo da pochi.

In questi anni, trasformazioni significative hanno interessato tutto il settore dei servizi di investimento ed innovato profondamente sia i modelli di intermediazione tradizionali fondati sulle relazioni di clientela attraverso il crescente peso dell'approccio *originate to distribute (OTD)*, sia le modalità di raccolta e gestione del risparmio, caratterizzate queste ultime dalla diffusa presenza di prodotti finanziari complessi (prodotti strutturati, *hedge fund*, prodotti assicurativi ad elevato contenuto finanziario, ecc.).

Questo processo è stato caratterizzato dalla progressiva convergenza di segmenti di mercato presidiati da intermediari differenti e dal crescente ruolo assunto dai prodotti finanziari come punto di riferimento imprescindibile per perseguire non solo le finalità di trasparenza e correttezza, a tutela di una platea di investitori più ampia che in passato, ma anche per la stabilità.

La complessità dei nuovi prodotti finanziari ha contribuito ad enfatizzare le difficoltà riconducibili sia alla prevalenza di norme ed approcci di vigilanza tradizionalmente focalizzati più sugli intermediari che sui prodotti, sia alla necessità di definire regole capaci di trattare in modo omogeneo prodotti finanziari caratterizzati da profili di rischio/rendimento comparabili, a prescindere dagli intermediari di riferimento; intermediari spesso sottoposti alla vigilanza di Autorità incaricate di perseguire finalità differenti.

L'articolazione regolamentare che ne è derivata ha indebolito, come paventato dalla Commissione europea nella comunicazione citata, l'efficacia dei controlli pubblici. La scarsa armonizzazione ha reso possibili arbitraggi regolamentari e

consentito che diffuse opacità accompagnassero l'ingresso sul mercato di prodotti innovativi complessi, opacità in parte riconducibili alla difficoltà di misurare compiutamente la rischiosità sottostante.

Con riferimento a quest'ultimo aspetto vanno infatti segnalate: (a) le difficoltà indotte dalla crescente interconnessione tra profili di rischio differenti, come ad esempio quelli di mercato, di controparte ed emittente presenti in prodotti strutturati con componenti derivate, (b) la rilevanza assunta da rischi poco considerati in passato, quali i rischi di liquidità, operativi, reputazionali e di *compliance* e, infine, (c) l'inadeguatezza degli algoritmi tradizionalmente impiegati dalle funzioni di *risk management*. Dubbi in tal senso sono originati dalla sottostima degli eventi che, in questi ultimi mesi, cadono sempre più frequentemente nelle code ("*tail risk*") delle distribuzioni di probabilità. Non a caso si moltiplicano i richiami ai "rischi di modello" ed alla necessità di adottare metodologie in grado di tener conto delle complesse interazioni tra le diverse componenti che caratterizzano la rischiosità di un prodotto. La difficoltà del momento è ben testimoniata dal suggerimento di alcuni commentatori a non disdegnare approcci che sappiano dare adeguato peso anche a valutazioni fondate su considerazioni di tipo puramente qualitativo, nonostante i limiti mostrati in questi mesi dalle valutazioni delle società di rating fondate in larga misura su valutazioni "soggettive" per loro natura non controllabili.

Con queste premesse, non stupisce che il diffondersi di prodotti sempre più complessi e rischiosi da un lato e l'acuirsi di interessi potenzialmente contrapposti tra gli *stakeholder* collocati lungo la *filiera* dei servizi di investimento (dal produttore fino all'investitore finale) dall'altro, abbiano fatto emergere una crescente interconnessione tra le finalità - trasparenza, correttezza e stabilità - che la regolamentazione ed il sistema dei controlli pubblici sono chiamati a perseguire.

I fatti recenti testimoniano infatti come un presidio non adeguato di alcuni rischi (operativi, reputazionali e di liquidità), o l'inefficace perseguimento delle finalità di trasparenza e correttezza, possano tradursi in diffuse crisi di fiducia, con pesanti implicazioni per la continuità operativa degli intermediari, per la loro contendibilità e per la stabilità stessa dell'intero sistema finanziario.

L'evidente collegamento tra le diverse finalità della vigilanza su intermediari e mercati che ci sta prospettando la crisi dei mercati ripropone i vecchi interrogativi sul relativo assetto ottimale⁵. Il dibattito che si è sviluppato in questi mesi non ha aggiunto molto sul versante delle argomentazioni teoriche; tanto meno ha potuto trarre beneficio dall'esperienza empirica recente, date le difficoltà che hanno interessato indistintamente gli ordinamenti in cui il perseguimento delle finalità è affidato ad un'unica Autorità e quelli in cui le competenze sono distribuite tra più Istituzioni.

Mentre da un lato la crisi sta affidando al dibattito teorico ed istituzionale nuovi elementi su cui riflettere alla ricerca di adeguate risposte ai quesiti prospettati in precedenza, dall'altro sta orientando le riflessioni delle Autorità in due direzioni ben definite. Innanzitutto, vincendo vecchie resistenze, si va rafforzando il convincimento che sia indispensabile intensificare la collaborazione tra le diverse Autorità per presidiare adeguatamente le aree di sovrapposizione e di condizionamento reciproco tra le diverse finalità.

La seconda linea di approfondimento è focalizzata sulla individuazione delle aree di maggiore criticità sia per fronteggiare le emergenze, sia per definire gli interventi necessari per mettere nuove basi per il futuro. Accomuna queste riflessioni la consapevolezza che il parziale fallimento del sistema dei controlli pubblici è anche frutto di una regolamentazione incompleta.

⁵ In proposito si veda ad esempio: Di Noia C. e Piatti L. *“Regolamentazione e Mercato Finanziario”*, Quaderni di Finanza CONSOB, n. 30, 1998; Briault C. *“The Rationale for a Single National Financial Services Regulator”*, FSA Occasional Paper, n° 2, May, 1999; AAVV, *“What should central banks do?”*, International Finance, Vol. 2, No. 3, November, 1999; Di Giorgio G. e Di Noia C., *“Financial Regulation and Supervision in the Euro Area: A Four-Peak proposal”*, Wharton Financial Institution working paper 01-02, 2002; Wymeersch E., *“The structure of Financial Supervision in Europe: about Single, Twin Peaks and Multiple Financial Supervisors”*, European Business Organization Law Review, Vol. 8, No. 2, June, 2007; Cihàk M. e Podpiera R., *“Is One Watchdog Better Than Three? International Experience with integrated Financial Sector Supervision”*, IMF Working Paper 06/57, 2006; Padoa Schioppa T., *“La Riforma delle Autorità Indipendenti”*, Intervento del Ministro dell'Economia e delle Finanze, Università degli Studi di Milano, Milano 19 febbraio 2007; Luigi Spaventa L., *“La legge 216 del 1974: un ostacolo all'azione della Consob”*, in Banca Impresa Società, n. 1, 2007; Masciandaro D., Quintyn M., *“Helping hand or grabbing hand?”*, North American Journal of Economics and Finance, 2008.

Il ruolo giocato dall'incompletezza delle norme può essere meglio compreso constatando come la recente crisi dei mercati abbia di fatto evidenziato l'inconsistenza del convincimento - implicito negli approcci regolamentari e di vigilanza che hanno accompagnato le liberalizzazioni e l'apertura dei mercati - che un buon presidio delle prassi operative a livello microeconomico potesse anche garantire la stabilità sistemica.

In effetti, in presenza di diffusi fenomeni di finanziarizzazione dell'economia e di globalizzazione dei mercati che hanno reso sempre più difficile tracciare il percorso e definire la portata dei rischi presenti nei portafogli, la mancanza di adeguati presidi regolamentari e di vigilanza dei meccanismi di mercato che hanno distribuito i rischi di credito, controparte ed emittente (*credit risk transfer*), non ha consentito di coglierne per tempo la valenza sistemica legata alla precarietà e all'opacità degli equilibri su cui il mercato andava costruendo le proprie fortune.

Infine va ancora segnalato come, in presenza di un contesto solo parzialmente regolato e di *business practice* differenziate nei diversi paesi, la definizione delle nuove regole è stata esposta al rischio di *regulatory capture* che ha in parte vanificato gli sforzi per promuovere un'armonizzazione più diffusa.

Su queste tematiche stanno già lavorando intensamente le Autorità di diversi paesi, il Fondo Monetario Internazionale, il Financial Stability Forum, lo IOSCO il CESR e la Commissione europea.

2.2 Difficoltà ad attivare comportamenti proattivi. Il rapido diffondersi della crisi e la necessità, subito manifestatasi nella sua urgenza, di prevenire effetti sistemici, hanno imposto alle Autorità dei diversi paesi di assumere un "comportamento reattivo".

Sorrette da una efficace cooperazione internazionale, le azioni poste in essere dalle Banche Centrali hanno finora consentito di garantire la stabilità sia

assicurando ai mercati la liquidità necessaria, sia facendo ricorso in alcuni casi ad interventi di salvataggio. Ancora una volta tale prassi, certamente non nuova per i banchieri centrali dai tempi dei salvataggi del secolo scorso, ha mostrato la sua efficacia e destato le critiche di chi non condivide l'idea che, in un'economia di mercato, ci possano essere istituzioni considerate *"too big and too important to be allowed to fail"*. Fino ad ora sono state scarse le riflessioni sulle possibili conseguenze della mancata applicazione di tale principio sulla propagazione e sulla portata della crisi, alla luce degli elevati volumi e dei complessi legami che caratterizzano i mercati finanziari a livello globale.

Le valutazioni sul ruolo giocato dalla Regolamentazione e dalla Vigilanza nel condizionare l'evoluzione del quadro complessivo, al cui interno è maturata progressivamente la crisi, sono certamente meno positive.

In particolare colpisce la circostanza che le turbolenze si siano manifestate in un periodo caratterizzato da una intensa attività di regolamentazione, finalizzata proprio a ricondurre i comportamenti di chi è attivo sui mercati all'interno di standard di trasparenza e correttezza coerenti con la tutela degli interessi di chi vi opera. Basta ricordare a questo proposito l'intensa attività di normazione di questi anni, dal SOX, a Basilea 2, alle direttive che fanno parte del *Financial Services Action Plan* varato dalla Commissione nel 1999, tra cui la MiFID e la direttiva UCITS tuttora in fase di definizione.

Pur condividendo la diffusa convinzione che le Autorità sono in una certa misura "condannate a seguire" l'evoluzione dei mercati, le recenti turbolenze hanno segnalato con grande chiarezza come i tempi che accompagnano la formazione del quadro normativo non siano più compatibili con quelli, molto più rapidi, che scandiscono l'innovazione di prodotto e le trasformazioni degli orientamenti strategici dell'industria dei servizi di investimento.

La necessità di mettere in campo da parte delle Autorità "comportamenti proattivi" impone quindi anche un ripensamento sulle modalità di interazione con il mercato, al fine di dare alla loro azione la flessibilità necessaria per intercettare per tempo le anomalie e le opacità, spesso nascoste nelle pieghe

dei processi innovativi, prima che degenerino in fenomeni con implicazioni sistemiche.

2.3 Incertezze sulle “best practice” regolamentari e di vigilanza. La trasversalità della crisi ha scosso le convinzioni di quanti credevano nella superiorità di alcuni macro-approcci regolamentari e di vigilanza rispetto ad altri. Accanto alle critiche sulla lentezza della normazione cui ho già fatto cenno, si sono rafforzate le perplessità circa la possibilità di affidarsi ad una regolamentazione per principi sorretta dall'autoregolamentazione.

Nel corso del processo di rifondazione del quadro normativo che ha impegnato le Autorità in questi anni, non sono mancati chiari segnali della difficoltà di regolamentare mercati finanziari sempre più globali ed in rapida trasformazione, in presenza di terreni di gioco non livellati tra i diversi paesi.

Alcuni fatti lo testimoniano in modo emblematico. La MiFID, nata con l'obiettivo di definire le “norme strettamente necessarie” per una armonizzazione minima, si è trasformata in una direttiva molto articolata, di “massima armonizzazione”. È stato necessario intervenire su Basilea2 per meglio pesare la rischiosità degli *assets* e per affrontare il tema delle *off-balance-sheet liabilities*; già circolano nuove proposte per disinnescare il rischio di *credit crunch*⁶. Chi si sta occupando del perfezionamento della direttiva UCITS è alle prese con i problemi posti nel continuo dall'inarrestabile processo innovativo nel campo dei prodotti finanziari.

Se da un lato pare legittimo nutrire qualche dubbio sul fatto che una regolamentazione più “articolata”, sollecitata anche di recente da alcuni *policy maker*, possa rappresentare la giusta risposta al bisogno di maggiore flessibilità

⁶ Si sta proponendo, ad esempio, un sistema che impone requisiti di capitale più elevati nei casi in cui, a parità di rischio, la crescita degli asset ecceda valori giustificati dall'inflazione programmata, dal tasso di crescita di lungo periodo dell'economia e dalle modifiche strutturali nel rapporto tra *bank lending* e GDP. Ciò al fine di disincentivare una crescita eccessiva del credito nelle fasi di forte espansione ciclica e di costituire in detti periodi adeguate riserve.

e tempestività evidenziato dalla crisi, dall'altro le promesse di sistemi di autoregolamentazione più rigorosi sono generalmente accolte con scetticismo. In effetti le autocritiche formulate dalla stessa industria su cosa non ha funzionato in questi mesi nei sistemi di governo e controllo sono spesso rivelatrici di comportamenti che inducono ad avere scarsa fiducia nei propositi rassicuranti contenuti nei codici di comportamento⁷.

Su questo punto, può essere utile richiamare due considerazioni che solitamente alimentano il pessimismo.

La prima si fonda sulla convinzione che in un contesto fortemente competitivo, quale quello che caratterizza il business dell'intermediazione finanziaria, un codice di condotta scelto su base volontaria, e quindi non vincolante, abbia scarse probabilità di mantenere quanto promette. Sono infatti le stesse regole del mercato a generare una forte pressione a seguire i comportamenti di chi, per ottenere vantaggi competitivi, se ne allontana. Ciò è in linea con le dichiarazioni di molti operatori coinvolti nella crisi; ad esempio, il CEO di Citigroup in un'intervista al Financial Times ricordava che *"as long as the music is playing, you've got to get up and dance"*.

Oltre allo scarso valore delle promesse⁸ - o se si preferisce la "condanna a seguire" - nel mondo dell'industria dei servizi finanziari, una seconda considerazione rafforza le convinzioni degli scettici. È la constatazione che regolatori e politici sono fortemente determinati ad evitare il collasso delle istituzioni nelle quali gli investitori *retail* collocano i propri risparmi. Ne consegue che i salvataggi, pur nelle diverse forme che hanno assunto nel tempo, sono in un certo senso dati per scontati dagli operatori (*"bail-outs are a given"*) e quindi

⁷ Si veda su questo punto la pesante autocritica contenuta nell'*interim report* sulle *market best practice* predisposto dall'associazione di banchieri *"Institute of International Finance"* sui comportamenti degli "originatori" di credito. In particolare, si segnala il peggioramento degli standard qualitativi che hanno accompagnato l'attività di concessione e la incapacità di valutare i rischi dei prodotti strutturati che possono aver contribuito ad innescare la crisi.

⁸ A questo proposito è significativa la seguente osservazione del Prof. W. Buiter (London School of Economics): *"self-regulation stands in relation to regulation the way self-importance stands in relation to importance"*.

non incentivano certo comportamenti virtuosi, con buona pace di chi si preoccupa che ciò possa innescare comportamenti caratterizzati da “azzardo morale”.

Le ombre sull'efficacia di entrambi gli approcci regolamentari su cui si era soliti discutere - quello fondato sulla enunciazione di principi la cui declinazione operativa è lasciata all'autoregolamentazione e quello che si affida a corpi normativi molto articolati e prescrittivi - e sull'efficacia delle conseguenti azioni di vigilanza, evidenziano la necessità di cercare nuove strade intermedie rispetto a quelle contrapposte che ci ha consegnato il dibattito pre-crisi.

Lo testimonia l'auspicio, sempre più frequente, che le Autorità resistano alla tentazione di sostituirsi al mercato con interventi troppo intrusivi, ma che al contempo siano capaci di individuare meccanismi incentivanti in grado di dare “valore di mercato” a scelte operative coerenti con il perseguimento delle finalità che le Autorità stesse sono chiamate a presidiare, a tutela degli interessi degli *stakeholder*. Le problematiche legate alla *compliance* ed alla struttura del sistema dei controlli non sono estranee a queste riflessioni.

2.4 Cattivo funzionamento del sistema dei controlli. Il quarto insegnamento che ci consegna l'analisi degli eventi recenti riguarda proprio la sottovalutazione dell'importanza di investire nel sistema dei controlli e delle conseguenti possibili ricadute sui rischi di “*non compliance*” e reputazionali.

È singolare che anche queste carenze si siano manifestate proprio a valle di un periodo in cui la necessità di accrescere l'attenzione sulla problematica dei controlli, sollecitata da alcuni fatti traumatici che nel recente passato hanno interessato i mercati (da Enron a Parmalat)⁹, ha portato alla introduzione di nuove norme finalizzate proprio a garantire un maggior presidio della correttezza dei comportamenti. Il loro ambito applicativo è risultato molto più ampio di quello previsto in passato ed è parallelamente cresciuta la

⁹ Sul fallimento dei controlli interni si veda John C. Coffee “*Gatekeeper. The Role of the Professions in Corporate Governance*”, Oxford University Press, 2006.

complessità del quadro normativo di riferimento che, a sua volta, ha imposto alle aziende la strutturazione di presidi specificamente dedicati alla verifica della “*compliance*”.

La rilevanza che il cattivo funzionamento dei controlli interni ha avuto sui rischi reputazionali e sulla stabilità degli intermediari nel corso della recente crisi impone un approfondimento, anche in considerazione del fatto che, spesso, le carenze sono originate dal mancato rispetto sostanziale, più che formale, del quadro normativo di riferimento e degli impegni volontariamente assunti dagli operatori attraverso la sottoscrizione di codici di condotta.

Una chiave di lettura può essere trovata osservando innanzitutto come la necessità di rimanere competitivi, in un contesto segnato dalla globalizzazione e da un vorticoso processo innovativo, abbia di fatto reso più espliciti in questi anni alcuni conflitti di interesse latenti all’interno della filiera di produzione dei servizi di investimento. Mi riferisco in particolare a quelli tra i *manager* da un lato ed alcune categorie di azionisti ed investitori *retail* dall’altro.

L’enfasi sulla “generazione di valore” per gli azionisti che ha accompagnato l’apertura dei mercati (ed un primo vero confronto con il mercato per alcuni operatori), ha comportato anche nel settore dell’intermediazione finanziaria la necessità di adottare approcci manageriali diversi da quelli prevalenti quando l’operatività si svolgeva in assenza di forti pressioni competitive o, addirittura, in presenza di robuste segmentazioni protettive.

Sulla spinta di tali dinamiche, il concetto di valore si è andato sempre più qualificando in termini di massimizzazione della redditività, connotazione tradizionalmente apprezzata dal mercato attraverso le quotazioni. Tale obiettivo è stato perseguito attraverso rigorose politiche di efficientamento sul versante dei costi, strategie aggressive su quello dei ricavi e la ricerca di un sostegno al conto economico anche in ambiti operativi nuovi, alternativi a quelli tradizionali.

In un mercato sempre più propenso a muoversi sulla base della verifica in

corso d'anno degli annunci dei manager e della realizzazione delle aspettative del mercato - alimentate dagli studi degli analisti - si è ridotto sensibilmente l'orizzonte temporale di riferimento per gli operatori e si sono ampliati gli spazi per comportamenti "opportunistici", più interessati ad elevati trade-off rischio rendimento di breve che alla sostenibilità della redditività nel tempo.

L'affermazione di meccanismi di remunerazione del *top management* - e degli addetti ai *desk* più attivi nell'innovazione di prodotto - esplicitamente legati a *performance* di breve, ha giocato un ruolo sempre più importante nell'indirizzare gli incentivi oltre che nell'innalzare la propensione al rischio dei *manager* e nel favorire quella allo "*short-termism*".

Le cadenze e le modalità di formazione di tali scelte gestionali hanno indotto profondi cambiamenti nel mix operativo di molti intermediari¹⁰. Spesso la rapidità di tali riposizionamenti, dalle rilevanti connotazioni strutturali, non ha lasciato spazi sufficienti per riflettere sull'adeguatezza dei controlli interni, e per filtrare le scelte strategiche implicite in tali dinamiche attraverso i sistemi di *corporate governance*; si è così creata un'area grigia in cui, di fatto, l'evoluzione dell'operatività corrente ha condizionato gli orientamenti strategici. Di conseguenza, anche un diverso orizzonte temporale di riferimento ha contribuito a differenziare progressivamente il concetto di valore a guida dell'operato dei *manager* da quello sottostante le aspettative di alcune categorie di azionisti ed investitori.

Credo ci sia poco da aggiungere a quanto è già stato osservato da molti sulle motivazioni, e sulle implicazioni, di scelte gestionali che hanno orientato l'operatività in ambiti caratterizzati da alte aspettative reddituali associate ad elevati livelli di rischio, sia per l'azienda sia per la clientela. Va solo segnalato come, frequentemente, l'assenza di sistemi di controllo adeguati per presidiare

¹⁰ Può essere utile ricordare a questo proposito che negli ultimi 15 anni i profitti finanziari USA sul totale dei profitti sono passati da una media storica di 10-20% al 40%. In Italia, l'incidenza dei ricavi da servizi sul margine di intermediazione per il sistema bancario nel suo complesso è passata dal 21,3% del triennio 1990-93 al 44,8 del periodo 2002-04; utilizzando i criteri IAS nella media degli anni 2005-07 è risultata pari al 51,5% (Fonte: Banca d'Italia, "*Collana Supplementi al bollettino statico*").

efficacemente la crescente complessità e l'opacità dei nuovi prodotti, abbia di fatto reso più evidenti anche le potenziali contrapposizioni riconducibili ad una diversa valutazione del bilanciamento più appropriato tra "appetito al rischio" e "sistema dei controlli".

Con riferimento a quest'ultimo aspetto è stato osservato come i *manager*, in assoluta coerenza con l'ottimizzazione di funzioni obiettivo di breve periodo, siano portati ad investire poche risorse umane ed informatiche di qualità nel sistema dei controlli in quanto non direttamente produttive, assegnando così implicitamente alla prevenzione dei rischi reputazionali un peso molto inferiore rispetto a quello attribuito dagli azionisti che, al contrario, dovrebbero essere interessati ad un presidio rigoroso di tali rischi (associando ad essi probabilità di accadimento tendenzialmente prossime a zero).

Il maggior rigore degli azionisti sarebbe giustificato, non solo dalla rilevanza strategica da essi attribuita ai valori "metasocietari" (primo tra tutti il rapporto fiduciario con i depositanti) che qualificano la vocazione dei settori in cui operano, ma anche dalla scelta di perseguire obiettivi di redditività e di valorizzazione delle azioni sostenibili nel tempo, oltre che dal desiderio di impedire che le crisi di fiducia possano compromettere indirettamente la continuità aziendale e la stabilità degli assetti di controllo societario. Rischi di questo tipo si sono peraltro già concretamente manifestati per alcuni intermediari nel corso delle recenti turbolenze.

Infine, ritengo significativo segnalare come il tentativo di capire le cause della crisi, stia portando il dibattito sul fallimento del sistema dei controlli a soffermarsi sulla sua distanza dai meccanismi di *governance* e sulla incapacità di questi ultimi di ricondurre in modo esplicito i profili che sono stati appena evocati all'interno di precisi orientamenti strategici assunti dagli azionisti e richiamati negli statuti. Traccia di tale preoccupazione si trova anche nei richiami delle Autorità alla necessità che le responsabilità sulle scelte che possono condizionare l'efficienza e l'efficacia dei controlli siano riconducibili direttamente ai vertici aziendali, attraverso sistemi di deleghe capaci di tutelare

tutti gli *stakeholder*, nel rispetto “sostanziale” degli orientamenti espressi negli statuti, delle regole di comportamento e della normativa.

3 - ALCUNE IMPLICAZIONI

3.1 **Quale risposta.** Alla luce di quanto fin qui osservato ritengo si possa concludere che la risposta al fallimento del sistema dei controlli, messo in evidenza dalle recenti turbolenze dei mercati, debba essere cercata non tanto in una maggiore pressione normativa, quanto piuttosto attraverso la definizione di approcci regolamentari e meccanismi di *enforcement* capaci di indurre comportamenti operativi coerenti con la tutela degli interessi di tutti gli *stakeholder*.

3.2 **Gli incentivi.** La ricerca di sistemi incentivanti capaci di accrescere le tutele - attraverso un rafforzamento dei presidi di stabilità, trasparenza e correttezza - può trovare nei meccanismi che regolano il funzionamento del mercato utili punti di riferimento, anche se l'esperienza segnala l'importanza che le Autorità mantengano comunque un attento monitoraggio sulle interazioni tra regole e prassi di mercato, per evitare che la risposta degli operatori, sotto forma di innovazione di prodotto e di processo, ne vanifichi gli effetti o induca effetti indesiderati.

È illuminante al riguardo il dibattito che si è sviluppato attorno alla diminuita efficacia dei requisiti di capitale stabiliti da Basilea2, a valle delle profonde trasformazioni dei modelli di intermediazione di questi anni.

In una prima fase si è discusso sulla necessità di rivedere alcune modalità di valutazione della rischiosità degli *assets* e delle poste fuori bilancio, al fine di ridare il giusto valore di mercato al *trade-off* tra rischiosità (implicita nell'attività

svolta) e livelli di capitalizzazione (richiesti a fronte della stessa) e, per questa via, di preservare l'efficacia dei presidi posti a tutela della stabilità del sistema.

Successivamente la riflessione si è allargata non solo per proporre, come osservato in precedenza, alcuni correttivi finalizzati a presidiare l'operatività OTC e a mitigare il rischio di *credit crunch*, ma anche per segnalare la necessità di un approccio integrato al rischio. Tale necessità è originata dalla constatazione che i cambiamenti strutturali nelle prassi di mercato, amplificando le interconnessioni tra i diversi profili di rischio, non hanno soltanto messo a dura prova l'efficacia dei meccanismi di mercato a tutela della stabilità, ma hanno anche evidenziato la loro inadeguatezza per garantire agli *stakeholder* comportamenti trasparenti e corretti da parte degli operatori.

La scarsa sensibilità per queste implicazioni e l'opacità che ha accompagnato i processi innovativi hanno infatti consentito che nei portafogli *retail* si insinuassero significativi rischi di credito, emittente, controparte e liquidità, spesso non quantificati ed in assenza di scelte allocative consapevoli da parte degli investitori. Sono comprensibili anche ai non addetti ai lavori i rilevanti effetti distorsivi indotti sulla redditività aggiustata per il rischio dei rispettivi portafogli e le implicazioni sistemiche di queste dinamiche, anche se è ancora difficile definirne compiutamente i contorni e la portata.

3.3 Regole e prassi. Nonostante le sollecitazioni che provengono dal dibattito per un maggior ricorso a sistemi incentivanti in grado di indurre comportamenti virtuosi¹¹, è cresciuta l'attenzione delle Autorità per una rigorosa definizione dei

¹¹ Per completezza è opportuno segnalare che nei casi in cui è precluso il ricorso ad "incentivi di mercato espliciti", come per Basilea2, è possibile mettere in campo soluzioni la cui efficacia dipende dalla capacità della normativa di creare le condizioni affinché i presidi di correttezza e trasparenza si attivino "quasi spontaneamente" attraverso i meccanismi di selezione e risposta del mercato, a loro volta indotti dal comportamento degli *stakeholder*. Tra le iniziative che concorrono a tracciare questi itinerari alternativi si colloca ad esempio, anche se raramente viene percepita come tale, l'attività normativa finalizzata ad una più equilibrata rappresentazione degli interessi degli azionisti di minoranza, alla definizione dei rapporti con parti correlate, alla strutturazione dei sistemi di governo societario ed alla disciplina delle società di revisione.

requisiti che devono soddisfare le strutture che nelle aziende sono preposte ai controlli interni (controlli di linea, *risk management*, *audit* e rispettivi sistemi di “governo”), anche se si va insinuando il dubbio che ogni sforzo aggiuntivo in questa direzione, per quanto dovuto, possa non essere sufficiente per rispondere adeguatamente alla crescente richiesta di tutela proveniente dagli *stakeholder* e per ripristinare le condizioni di fiducia scosse dalle recenti turbolenze.

Come già osservato in precedenza, la crisi di questi mesi ha fatto emergere con chiarezza quanto sia importante la capacità di garantire un rispetto non solo formale delle norme e dei codici di autoregolamentazione, al fine di tutelare adeguatamente gli interessi di tutti gli *stakeholder*.

Si spiega così il convincimento, condiviso dalle Autorità dei diversi paesi, che sia indispensabile accompagnare gli sviluppi normativi con la messa in campo di sistemi di *enforcement* sempre più rigorosi e stringenti. Questa esigenza è particolarmente avvertita nei contesti in cui la *business community* attribuisce scarso valore alla “sanzione morale”, tipico “disincentivo” a mettere in atto comportamenti scorretti a cui sono associati elevati rischi reputazionali.

In questa prospettiva va letta l’attenzione delle Autorità per i controlli interni. Provocatoriamente si potrebbe sostenere che le Autorità stesse rientrano tra gli *stakeholder* più interessati a sistemi di controllo efficienti ed efficaci. Infatti, la necessità di garantire il perseguimento delle finalità loro assegnate, in presenza di una scarsa sensibilità degli operatori a queste problematiche, le porta inevitabilmente a strutturare apparati normativi e sistemi di *enforcement* particolarmente complessi da applicare e costosi da gestire. A sua volta ciò rallenta la possibilità di mettere in campo approcci di vigilanza meno tradizionali e di lasciare maggior spazio a comportamenti di tipo proattivo.

3.4 Le priorità. Le vicende di questi mesi hanno segnalato con chiarezza l’urgenza di avviare una riflessione complessiva su come riposizionare ruoli e

responsabilità dei diversi attori, in presenza di un sistema guidato da prassi di mercato profondamente diverse rispetto a quelle passate ed in continua evoluzione. Infatti, è sempre più evidente come la capacità di perseguire con successo gli obiettivi affidati al presidio delle Autorità, dipenda dalla coerenza complessiva che lega il grado di pervasività delle norme, gli approcci di vigilanza, i meccanismi di *enforcement* ed il comportamento degli operatori.

Da come si dispiegano queste interconnessioni, dipende quindi anche la possibilità di garantire adeguati presidi e tutele, pur in presenza di approcci regolamentari più flessibili e strategie di vigilanza proattive ispirate ad una continua interlocuzione dialettica con il mercato.

Le Autorità, accantonata definitivamente l'illusione che la deregolamentazione possa garantire al contempo efficienza microeconomica, stabilità sistemica e tutela degli *stakeholder* (e con il diffondersi della convinzione che in mercati finanziari fortemente deregolamentati le crisi siano inevitabili), stanno mettendo in discussione le rispettive filosofie di vigilanza. In particolare stanno verificando se sia percorribile una via intermedia tra le due posizioni estreme che tuttora contrappongono, seppur con minore convinzione rispetto al passato, i sostenitori di un approccio per principi a quelli ancora in favore di strutture normative molto prescrittive, nonostante la palese incapacità di questo approccio di mantenere adeguati presidi in presenza di rapide trasformazioni delle prassi di mercato (in alcuni casi indotte proprio dalla volontà di aggirare le norme).

L'obiettivo è duplice. Da un lato si stanno cercando soluzioni che aiutino ad intercettare per tempo le anomalie e le opacità che possono accompagnare i processi innovativi, per farsene carico prima che degenerino in fenomeni con implicazioni sistemiche; le emergenze di questi mesi collocano tale problema tra le priorità.

Dall'altro, con maggiore attenzione per le implicazioni di medio termine, si è alla ricerca di modalità di interlocuzione con il mercato che diano concretezza all'auspicio, sempre più diffuso tra operatori e risparmiatori, che le Autorità accrescano la loro capacità di mettere in campo comportamenti proattivi.

Questo passaggio è cruciale anche al fine di gestire con flessibilità e tempismo, le aree grigie che si creano tra regole e prassi operative, quando la complessità del processo di formazione delle prime non consente di tenere i ritmi che scandiscono le dinamiche innovative che muovono i mercati.

Sull'agenda delle Autorità, queste tematiche si intersecano con la necessità di farsi carico della complessità imposta dalla globalizzazione dei mercati, fenomeno questo che condiziona l'efficacia delle rispettive azioni alle norme vigenti in altri paesi ed alle diverse prassi di vigilanza che solitamente le accompagnano.

In Europa, dopo aver avviato la creazione del mercato unico attraverso un laborioso processo di convergenza regolamentare, si sta ora affrontando in modo sempre più esplicito il problema della convergenza delle prassi di vigilanza e dei meccanismi di *enforcement*¹². Ad una soluzione efficiente di tale problema è infatti legato il corretto funzionamento del passaporto, strumento a sua volta indispensabile per far sì che i vantaggi di un mercato più ampio generino gli attesi benefici in termini di economie di scala e di scopo, al riparo dai rischi di possibili arbitraggi, sia regolamentari che di vigilanza.

In tale ambito, le problematiche legate al mondo dei controlli (nell'accezione ampia cui si è fatto cenno in precedenza) stanno assumendo un peso rilevante, non solo nella definizione delle prassi cui si devono attenere gli operatori, ma anche nella precisazione dei ruoli e delle responsabilità da attribuire alla Autorità dei diversi paesi in qualità di garanti della tutela degli interessi degli *stakeholder*.

È questa una sfida che il livellamento del terreno di gioco sul piano regolamentare e la richiesta di una maggiore armonizzazione degli approcci di

¹² Trichet J.C., "The integration of the single market for financial services: the Eurosystem perspective", Keynote speech by Jean-Claude Trichet, President of the European Central Bank, at the CESR Conference "Europe's Single Market in Financial Services: under construction or fully integrated", Paris, 6 December 2004; Karel Lannoo K. e Casey J.P., "EU Financial Regulation and Supervision beyond 2005", CEPS Task Force Reports, 2005.

vigilanza stanno ponendo alle Autorità dei diversi paesi.

Anche dalla loro capacità di rispondere a tale sfida e di cooperare, dipenderà il diffondersi di prassi più efficaci e meno costose, condizione questa necessaria per la creazione di un mercato efficiente esposto alla competizione globale. È inevitabile che in un mercato integrato tale sfida di fatto si estenda, sul piano della correttezza dei comportamenti e del rispetto sostanziale delle norme, a tutti coloro che su di esso intendono operare con successo.

In questi ultimi mesi la crisi dei mercati ha assunto connotazioni nuove e sollecitato sempre più frequentemente interventi volti a fronteggiare nuove emergenze. Pur nella consapevolezza della necessità di attribuire la massima attenzione alle priorità che ci stanno imponendo quotidianamente gli eventi, è fondamentale che non si interrompa il confronto sulle tematiche, tuttora aperte, che le turbolenze di questi anni hanno posto alla nostra attenzione. Sarebbe infatti illusorio ritenere che le forzature imposte dalla criticità del momento possano rappresentare le giuste risposte alla necessità di ridisegnare le regole che governano i mercati, il comportamento degli operatori che su di essi operano, nonché il ruolo delle Autorità. Questa convinzione induce a ritenere ancora attuale, nonostante i fatti recenti, quanto detto nel corso del convegno sugli insegnamenti che si possono trarre dalla crisi in merito al “private-public mix” nel sistema dei controlli.