

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

T. BIANCHI - C. FAISSOLA - F. CERCHIAI - C. COMPORTI
P. BARUCCI - G. CAROSIO

“REGOLE E COMPORTAMENTI: A CHE PUNTO SIAMO?”

Interventi tenuti nell'ambito del seminario su:
***“Fiducia, innovazione, regole e comportamenti
nell'industria bancaria”***
Castello dell'Oscano - Perugia, sabato 8 marzo 2008

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

T. BIANCHI - C. FAISSOLA - F. CERCHIAI - C. COMPORTI
P. BARUCCI - G. CAROSIO

“REGOLE E COMPORTAMENTI: A CHE PUNTO SIAMO?”

Interventi tenuti nell'ambito del seminario su:
***“Fiducia, innovazione, regole e comportamenti
nell'industria bancaria”***

Castello dell'Oscano - Perugia, sabato 8 marzo 2008

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore - Milano, Largo A. Gemelli, n. 1
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria - Milano, Via Moscova, 33 - Tel. 62.755.1
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano - Milano, Piazza Meda n. 2/4 - c/c n. 40625

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria
dell'Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: assbb@bpci.it
sito web: assbb.it

Prof. Tancredi BIANCHI,
Presidente Onorario di Assbank

Regole e comportamenti: a che punto siamo?

1. Credo che il punto più dibattuto al proposito di regole e di comportamenti riguardi la tutela del risparmio. Non vi è dubbio che le autorità monetarie, gli organi di vigilanza, coloro che sono preposti al controllo del buon funzionamento dei mercati rivolgano la propria attenzione soprattutto alle relazioni tra intermediari creditizi e finanziari, da un lato, e i risparmiatori e gli investitori, dall'altro lato, in ordine al punto che il risparmio monetario e finanziario sia tutelato e gestito al meglio, in vantaggio specifico di chi lo abbia accumulato e nell'interesse generale dell'economia di un Paese. Il dibattito è anche aperto su prodotti finanziari di particolare sofisticazione, che potrebbero sottintendere, per la clientela degli intermediari, più la partecipazione all'azzardo di una 'scommessa' che non il prudente e savio collocamento di risorse, ma l'ampilissimo campo delle *securities* si ricollega sempre, anche nel caso dei valori strutturati e dei derivati non a fini di *hedging*, per via diretta o mediata, al tema del risparmio.

Argomento che fu, da per tutto, alla radice della legislazione bancaria nel secolo scorso. La disciplina dell'attività bancaria sancì, anzi, le regole e fissò le *guidelines* dei comportamenti degli intermediari in talune materie e determinò anche il consenso per accordi di solidarietà tra gli operatori, a tutela dei risparmiatori.

Nella prima parte del secolo scorso l'attenzione dei "regolatori", in sede legislativa e/o amministrativa, fu soprattutto rivolta al risparmio monetario, nella, dal più al meno, percepita consapevolezza che quel risparmio, collocato sotto forma di debiti bancari, aveva una spiccata funzione monetaria e che, quindi, l'insolvenza di un intermediario creditizio

determinava, oltre al consueto danno per un creditore, non di rado controparte ‘debole’ nei confronti di un debitore non in grado di onorare le proprie obbligazioni, una turbativa sulla moneta circolante, sul circolante potenziale di mezzi di pagamento. Il danno economico e sociale delle insolvenze di banche e di altri intermediari finanziari, si accertò via via, andava ben oltre quello per i creditori diretti; se le dimensioni operative dell’intermediario fossero state nazionali o, peggio, internazionali, quel danno avrebbe inciso sulla complessiva economia statale, e anche di altri stati.

È agevole intuire che la ‘mano pubblica’ fu, direttamente e per via non lontanamente mediata, coinvolta; chiamata a dettare “regole” ben definite e a disciplinare “comportamenti” conseguenti, di guisa che risultasse poco probabile il dissesto di intermediari creditizi e finanziari *disciplinati*, e che, in ogni caso, si affermassero anche intese di solidarietà tra operatori, le quali rafforzassero la tutela dei risparmi monetari.

Non di meno, le fattispecie in esame furono sempre caratterizzate da due condizioni. La prima, il trasferimento di proprietà delle risorse monetarie dal risparmiatore (e/o investitore) all’intermediario; la seconda, la conseguente piena discrezionalità di uso di quelle risorse da parte dello stesso intermediario, nei soli confini dettati dalle regole legislative e dalle norme amministrative, senza che si ponessero questioni di conflitto di interesse nei confronti della clientela. L’osservanza delle “regole” e la conseguente, quasi naturale, savia prudenza dei “comportamenti” costituivano di per sé condizioni di tutela del risparmio, nei confronti dei cui titolari l’obbligazione di risultato predefinita era il rimborso delle somme ricevute, aumentate da un interesse pre-pattuito.

Pertanto i due pilastri, su cui poggiò, e si fonda tuttavia, la tutela del risparmio come protezione del credito dei depositanti, e più in generale dei portatori di un titolo di credito monetario verso una banca, sono: il trasferimento della pro-

prietà delle risorse affidate alla banca, per cui questa diviene debitore per valore equivalente e si obbliga, nei termini di contratto, a rimborsare quanto ricevuto, riconoscendo un compenso aggiuntivo a titolo di interesse; la piena discrezionalità della banca - nei soli confini segnati dalle norme: di legge e amministrative - di scegliere i propri attivi patrimoniali; senza che i creditori possano opporre conflitti di interesse. L'obbligazione di risultato dell'intermediario consiste nell'impegno di restituire le risorse monetarie ricevute, aumentate di un interesse pre-definito.

La bontà, ossia l'efficacia, delle "regole", se puntualmente rispettate, trascina comportamenti conseguenti e di fatto l'alta probabilità di onorare l'obbligazione di risultato sopra richiamata; probabilità rafforzata da forme volontarie di solidarietà tra enti sottoposti alla medesima disciplina, com'è, in Italia, il *Fondo Interbancario per la Tutela dei Depositi*. Nell'esperienza internazionale si può ormai affermare che il risparmio collocato in depositi bancari ha un alto grado di protezione e che di fatto, negli ultimi lustri, non si lamentano perdite gravanti sui depositanti.

2. La situazione si palesa diversa, anzi per taluni aspetti profondamente differente, con riferimento a quello che la pratica qualifica come "risparmio gestito", oppure come risparmio collocato in "gestioni patrimoniali", o con locuzioni analoghe.

In tali casi, gli intermediari creditizi e finanziari sostengono - impropriamente, secondo indirizzi recenti della giurisprudenza - di essere impegnati in un'obbligazione di mezzi: intesa come capacità professionale di gestire al meglio negozi, nell'area dei collocamenti finanziari di risorse, secondo gli indirizzi, le aspirazioni espresse e i fini del mandante. La proprietà delle risorse messe a disposizione, delle *securities* in cui dette risorse si trasformano, i rischi di oscillazioni di prezzo di tali valori, e via elencando, resterebbero in testa al risparmiatore, giacché l'inter-

mediario risponde solo della diligenza, e della capacità professionale, di gestire, *per conto*, “investimenti”, nei quali un originario risparmio monetario si è collocato o si collocherà. La discrezionalità dell’intermediario, in quanto “gestore”, è contrattualmente delimitata, in guisa dal più al meno puntuale; talvolta è anche concessa ampia discrezionalità, ma sempre per contratto. Non di meno, nei casi in esame si riscontra una serie, anche assai numerosa, di conflitti di interesse, la cui esplicitazione, ancorché chiara, assai raramente induce il cliente a rinunciare al rapporto di gestione, nell’ipotesi, non sempre fondata, che la dichiarazione di interessi in conflitto sia seguita da comportamenti per cui da tali contrapposizioni si riesce a prescindere.

L’inesistenza di conflitti di interesse è ipotesi puramente astratta; essendo anche probabile che tale insussistenza riduca per molti aspetti il grado di professionalità del gestore. Le “regole”, come nel caso della MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*), offrono un lungo elenco di potenziali conflitti di interesse, richiedono massima trasparenza al proposito, impongono strutture organizzative per ridurre le probabilità che quei conflitti interferiscano nelle scelte “per conto”, ma nella sostanza non eliminano le contrapposizioni che ogni conflitto di interessi può trascinare o palesare.

Sarebbe già importante, non di meno, che le “regole” chiariscano la differenza tra “gestione del risparmio”, attuata mediante collocamenti in *securities*, e “gestione di un portafoglio mobiliare di investimenti”. Nella prima accezione, il cliente dell’intermediario presuppone che la notevole esperienza e capacità professionale del gestore rendano molto probabile il risultato della conservazione almeno del valore delle risorse date in gestione. La presunzione è che il gestore sappia ridurre al minimo i ‘rischi di mercato’, pur muovendosi lungo un sentiero di definito grado di discrezionalità, tempestivamente variando la composizione del portafoglio. Si dimentica che l’obiettivo supposto possibile presuppone variabilità e flessibilità, appunto, di composizione del portafoglio, con

talora ampio spazio alla liquidità, il che, in genere, non trova conforto nei ‘paletti’ posti al grado di discrezionalità del gestore.

Se la categoria fosse, invece, la “gestione di un portafoglio mobiliare di investimenti”, allora bisognerebbe porre nelle “regole” il richiamo che gli investimenti, per definizione, non sono collocamenti di breve termine, né presuppongono un alto grado di variabilità nella composizione del portafoglio.

Non ha molto senso una gestione dinamico-speculativa di un portafoglio valori costituito a titolo di investimento di risparmio accumulato; non ha molto senso prevedere che la gestione commessa possa essere revocata con brevissimo preavviso se si tratta di un portafoglio di investimenti. Però, a mio parere, le ‘regole’ non sono ben chiare al proposito delle categorie sopra richiamate.

3. La gestione del risparmio, con collocamento di risorse monetarie in *securities*, presuppone l’accertamento che il cliente dell’intermediario, sia creditizio sia finanziario, sia consapevole che, con la scelta di cui si tratta, tornerà nella proprietà delle proprie risorse monetarie, tradotte in un portafoglio titoli, affidato in gestione contro un’obbligazione che non si può escludere esponga il cliente stesso ai rischi di mercato.

Il punto che turba l’area dei ‘comportamenti’ è non di meno un altro. Quanto la richiamata ‘consapevolezza’ del cliente dipende da un’azione ‘interessata’ dell’intermediario, che forse non opera con piena trasparenza, almeno nei confronti dei risparmiatori?

In effetti, si sottovaluta troppo, a mio parere, che l’intermediazione creditizia e finanziaria è all’origine del mercato primario delle *securities*, sia a motivo di processi di cartolarizzazione di attivi bancari, sia per consentire la trasformazione di debiti verso banche e altri intermediari in passivi di merca-

to (tipicamente: azioni e obbligazioni); sia per generare e classificare prodotti derivati, con funzioni di *hedging*, ma anche con caratteristiche di scommessa finanziaria per quanti non perseguono coperture di specifici rischi, per esempio di cambio e di interesse.

Credo che all'uopo occorra distinguere, in via esemplificativa, tra:

- 1) valori mobiliari che derivano da *securitisation* di crediti bancari con determinate caratteristiche, come i mutui. Detti valori sono non di rado posti in circolazione per mezzo di società veicolo, ma in sostanza sono emessi dall'intermediario originario creditore;
- 2) valori mobiliari prodotti dall'intermediario, o da una società veicolo da esso controllata o con esso collegata, spesso nella forma di quote di fondi comuni, trasferendo ai fondi stessi titoli in portafoglio per mobilitare quote di risparmio inclini al collocamento in *securities*, offrendo contemporaneamente un grado indiretto di diversificazione dell'investimento. Trattasi in genere di fondi di investimento, che dovrebbero in prevalenza acquistare obbligazioni e azioni, ma che non escludono anche l'acquisto di titoli originati dai richiamati processi di *securitisation* di crediti, o valori derivati;
- 3) valori mobiliari emessi da clienti affidati con operazioni *bridge*, già programmate come destinate a consolidarsi in passivi di mercato, tipicamente in azioni o in obbligazioni. Trattasi di emissioni promosse direttamente dall'intermediario creditore o da un sindacato finanziario di emissione, collocamento e garanzia;
- 4) valori definiti come derivati, che la banca o l'intermediario finanziario pongono in circolazione, sovente, come connessi con contratti di copertura di rischi di cambio o di saggio di interesse, ma che poi ritrovano "contro-operazione" collocandoli presso risparmiatori

e investitori come espressione, per essi, di un rischio di “scommessa” finanziaria;

- 5) obbligazioni variamente strutturate, con una notevole quota di valori derivati, emesse e collocate in parte come “scommesse” con grado massimo di alea delimitato;
- 6) cura di emissione, collocamento (all’inizio garantito o no) e classamento (con interventi successivi sul mercato secondario) di obbligazioni che esigono di essere rinnovate a scadenza fino a che la catena delle emissioni non raggiunga una durata coerente con le occorrenze finanziarie dell’emittente.

Se bene si considerano i casi sopra elencati, a titolo esemplificativo, si osserva che, pur sotto il velo del ricorso a società veicolo, l’intermediario si trova, più spesso che non si consideri, in una situazione di *origination to distribution*; con alta probabilità che lo stesso intermediario, creditizio e/o finanziario, non sia di modeste dimensioni o operi nell’ambito di un gruppo di grandi dimensioni.

È evidente che il collocamento e il classamento dei valori posti in circolazione spostati al di fuori del bilancio della banca e/o dell’intermediario interessato il rischio originario; secondo taluno in modo definitivo, secondo altri con garanzia indiretta, ma in ogni caso *pro tempore*, per la qualità dei titoli emessi.

Le “regole” forse, a mio parere, non sono puntuali; i comportamenti non sempre sono commendevoli.

4. I processi di *securitisation* sopra esemplificati mirano, spesso, a ottenere il risultato di eludere o di aggirare, ancorché sovente senza specifica malizia, obblighi di vigilanza prudenziale, che imporrebbero richiesta di mezzi propri ai soci dell’intermediario. Per tali vie si può perseguire anche un aumento del *return on equity*, obiettivo che negli anni più recenti è apparso come determinante nell’attività dei banchieri, spostando l’ottica soprattutto verso risultati di breve termine,

senza adeguata attenzione alla sostenibilità e alla continuità dei risultati stessi nel medio/lungo periodo.

È indubitato che, per le vie sopra richiamate, si accresca l'articolazione dell'offerta finanziaria alla clientela, ma l'esperienza dimostra come probabile che non di altrettanto si dilati la consapevolezza per i risparmiatori, se intendono scegliere l'investimento in *securities*. Il punto più in discussione, sia nel campo dei comportamenti sia in quello delle regole è il seguente: il *focus* deve essere più sull'emittente o sul prodotto?

L'invocata separazione tra società di gestione del risparmio e banche non mi pare una regola, ancorché da giudicare di per sé buona, che garantisca piena correttezza di comportamenti. Non sarebbe vantaggioso vietare che le banche siano all'origine di emissioni di *securities*; il nesso tra passivi creditizi e passivi di mercato è, per molti aspetti, fisiologico nella vita delle imprese e nella funzionalità del mercato del credito e di quello finanziario; sarebbe contro logica impedire processi di *securitisation* di attivi bancari.

È poi del tutto comprensibile che le emissioni di azioni e di obbligazioni da parte di imprese societarie trovino primo fondamento in rapporti di debito intrattenuti con banche, che fanno da "ponte" al mercato primario dei valori sopra indicati. È importante che le emissioni di cui si tratta rientrino nella fisiologia delle coordinazioni finanziarie di gestione dell'emittente.

È ragionevole che le banche si impegnino a 'costruire' prodotti derivati per copertura di rischi di cambio e di saggio di interesse dei clienti affidati. È altresì ragionevole che le banche non si impegnino direttamente, se non in parte, ad essere gli assicuratori finali di quei rischi, ma ricerchino contropartite con esigenze opposte a quelle dei propri clienti, o più di frequente trovino il ri-trasferimento dei rischi di cui si tratta presso operatori disposti, ci si augura consapevolmente,

a puntare una scommessa sulle variazioni dei cambi e/o dei saggi di interesse. Al più le banche accettano di ‘garantire’ i confini massimi di quelle variazioni, sì che la ‘scommessa’ sia a rischio massimo predefinito.

In conclusione, pare difficile supporre l’impedimento per le banche di operare come propulsori all’origine del mercato primario di date *securities*. Non di meno, resta il fatto che per tale via si trasferiscono rischi (di mercato, di credito, di controparte) su risparmiatori, non sempre in grado di valutarli correttamente.

Non si può affidare il mercato primario delle *securities* a intermediari specializzati, senza ridurre, probabilmente, l’ampiezza e la densità degli scambi; non si possono evitare conflitti di interesse se all’origine del mercato primario vi sono le banche; senza tali ultime non sempre si riesce a costruire un mercato secondario efficiente dei valori di cui si tratta. La tutela dei risparmiatori pare pertanto, alla fine, carente nelle regole e nei comportamenti, anche se si affermano forme di solidarietà tra intermediari. Occorre in tutti la piena consapevolezza di operare su valori ad alto rischio.

Credo una buona regola quella di stabilire che le banche siano garanti dei processi di *securitisation* di propri attivi di credito, per tutti i possibili “vizi” dei pacchetti posti in vendita, che non siano stati resi noti al mercato e che, per tale circostanza, abbiano influito sul prezzo di collocamento. Credo ancora che, in ogni caso, se le banche partecipano a sindacati di emissione e di collocamento di valori i cui emittenti siano clienti affidati, garantiscano per un congruo periodo il rischio di *default* dell’emittente e la veridicità dei programmi enunciati nel prospetto di emissione. Credo altresì che le garanzie sopra richiamate impegnino le banche a un monitoraggio del comportamento degli emittenti. Credo, al termine di questo elenco esemplificativo, che le banche debbano dichiarare se la durata originaria delle obbligazioni, di cui esse curano il col-

locamento e il classamento, emesse da imprese, sia coerente con le coordinazioni economiche e finanziarie di gestione degli emittenti; così come, se quelle obbligazioni sono emesse direttamente, per cartolarizzare crediti e attivi propri, debbano ben chiarire se la durata e il processo di ammortamento dei titoli in discorso sia coerente con la durata e i termini di rimborso dei crediti e degli attivi cartolarizzati.

5. Si discute se l'attività di *asset management* debba essere svolta in modo autonomo da appositi intermediari, per i quali quella attività diviene il *core business*. È difficile concludere al proposito; la preferenza intellettuale è per la separazione tra attività creditizia e gestione di portafogli per conto della clientela, ma il contesto operativo dell'intermediazione creditizia e finanziaria, per esempio in Italia, rende arduo affermare che la distinzione dei ruoli e dei soggetti giuridici sia quella sempre più efficace e più efficiente. Anche perché non si vede quali soggetti giuridici possano sostituirsi alle banche nelle 'società di gestione del risparmio'.

Il dibattito sotteso è però un altro: i portafogli titoli della clientela affidati in gestione sono risparmio meritevole di tutela in quanto lo si vuole in sostanza prontamente liquido o va inteso come espressione di investimenti a medio e lungo termine? La *securitisation* degli attivi bancari ha per contropartita il trasferimento di risorse monetarie da depositi a titoli, senza pericolo di perdere il valore nominale del capitale investito, o determina lo spostamento delle scelte dei risparmiatori in modo netto?

Un argomento che mi induce sempre a riflettere è il seguente: se il risparmiatore opta per tramutare propri depositi in un portafoglio titoli, alla ricerca di un più alto rendimento e accettando un rischio di mercato, può almeno esigere che la banca, offrendosi di gestire quel portafoglio, consegua un risultato migliore di quello che detto risparmiatore sarebbe capace di ottenere agendo da solo?

Già si è detto che le ipotesi possibili sono due. La prima, la banca esercita il proprio *placing power* per convincere il cliente depositante a investire in valori che cartolarizzano precedenti attivi bancari o sono, comunque sia, valori originati per la distribuzione di attivi? La seconda, il cliente si orienta verso il mercato secondario delle *securities*, per collocare quella che giudica una liquidità in eccesso collocata in depositi, sia pure anche su consiglio degli intermediari creditizi e finanziari, e chiede alla banca la gestione degli investimenti di cui si tratta?

In tale seconda alternativa, a me pare che la richiesta di un servizio professionale alla banca possa congiungersi con la condizione che un certo risultato sarebbe direttamente ottenuto con la via del “fai da te”. Dichiarato il percorso di tale strada, per esempio un investimento in titoli di stato per tre anni, con re-investimento dei frutti infrannuali, se il risparmiatore concede ampia discrezionalità gestoria alla banca, dovrebbe potere ottenere in cambio la garanzia che almeno quel risultato, che avrebbe ottenuto direttamente, gli sarà garantito, purché il rapporto abbia durata uguale a quella supposta nella ipotesi “fai da te”, dichiarata *a priori*.

È probabile che un rapporto contrattuale del tipo testé enunciato sia più adatto alle compagnie di assicurazioni, che già lo hanno sperimentato, *mutatis mutandis*, nelle forme integrative di rendimento delle polizze vita.

La regola dovrebbe concernere la “gestione di investimenti”, che per durata via via crescente attenuano il peso dei conflitti di interesse per la condizione di un risultato minimo garantito, essendo sempre possibile che l’intermediario rifiuti *ex ante* il servizio in esame.

6. In conclusione, a me pare che il cliente non debba dimostrare che i risultati ottenuti non lo appagano in quanto la dichiarata professionalità non è stata riscontrata, o chiedere *ex*

ante l'accertamento di detta professionalità per essere tutelato al meglio. Né può apprezzare compiutamente il rilievo dei conflitti di interesse, ancorché puntualmente dichiarati. Né sa discernere quanto l'organizzazione interna dell'intermediario possa attenuare quel peso. Le regole, ancorché ispirate a saggezza, sembrano insufficienti.

I comportamenti, a loro volta, non eliminano dubbi, giacché collegati con regole, a mio parere, non del tutto soddisfacenti.

Chiarito che la vigilanza sugli intermediari deve evitare il pericolo che questi ultimi cerchino di eludere i criteri di adeguatezza del proprio patrimonio, a me pare che gli intermediari debbano proporre impegni di risultati minimi, anche sotto forme di garanzie della qualità dei prodotti offerti. E che la vigilanza prudenziale *ad hoc* tenga considerazione di tali impegni.

La tutela dei risparmi monetari e degli investimenti collegati gestiti potrebbe allora conseguire nuovi traguardi e ridurre il contenzioso, anche potenziale, tra intermediari creditizi e finanziari, da un lato, e risparmiatori, dall'altro lato.

La concorrenza premierà alla fine le professionalità più alte. Ancor qui vale il motto: *a fructibus eorum cognoscetis eos*.

Avv. Corrado FAISSOLA,
Presidente dell'Associazione Bancaria Italiana

1. Regole e comportamenti rappresentano un binomio di grande rilievo; in via di principio, e di notevole spessore concreto, in via di fatto. In esso infatti si uniscono i profili fondamentali dell'agire del mercato e dei suoi operatori, chiamati a muoversi sull'ordito formato dalle regole. I comportamenti misurano, al contempo, la capacità degli intermediari di rispettare le regole e l'efficienza delle stesse. Il rispetto delle regole è agevolato o reso più complesso dalla loro maggiore o minore efficacia/utilità, percepite da chi deve rispettarle.

Queste preliminari osservazioni consentono di avviare una riflessione su entrambi i profili segnalati: la qualità delle regole e l'analisi dei comportamenti.

2. Sotto il primo aspetto, all'evoluzione registratasi nell'azione dei *regulator* con compiti di supervisione degli intermediari e del mercato non si è accompagnata una spinta di eguale portata nell'attività legislativa. Vale la pena ricordare questa situazione, anche se la sua soluzione postula una revisione costituzionale del bicameralismo perfetto, la sottrazione di alcune materie al vaglio del legislatore primario, insomma in una serie di interventi di spessore e portata istituzionale, dei quali però non si vede ancora all'orizzonte nessun segnale e che certamente travalicano l'ambito della tavola rotonda odierna. Ma a prescindere da scenari di modifica istituzionale va fatta in particolare una riflessione sulle modalità di utilizzo della decretazione di urgenza spesso poco coerenti con esigenze concrete di far fronte ad esigenze di interventi non dilazionabili e non gestibili in modo più meditato e condiviso con gli *stakeholders*. In tale contesto, e più di recente, l'intervento legislativo, nel solco degli obiettivi di "liberalizzazione", ha inciso autoritativamente su dinamiche di mercato, apparendo quindi sovente esorbitante, poco attento agli equilibri fra

domanda e offerta, alle volte controproducente.

Nell'azione delle Autorità indipendenti si osserva l'istituzionalizzazione del sistema delle consultazioni, promosso dalla legge sulla tutela del risparmio, che consente ai destinatari delle regole di apprezzarle preventivamente e di fornire tempestivamente il loro avviso. La condivisione delle prescrizioni le rende di per sé più efficienti, più chiare e dunque più facilmente rispettabili.

Si tratta della traduzione dei principi di *better regulation* a livello comunitario, elaborati nel 2005 e aggiornati da ultimo a gennaio 2008. Questi principi implicano, oltre al coinvolgimento preventivo degli *stakeholders*, la riduzione degli oneri amministrativi connessi alla attività normativa, la semplificazione delle norme e l'utilizzo degli *impact assessment*, e cioè la valutazione costi/benefici della regolamentazione, nel processo di *policy*.

Del coinvolgimento degli *stakeholder* a livello di normativa primaria, per la verità, non vi è traccia in termini strutturali a livello legislativo. Anzi, le recenti esperienze depongono in senso diametralmente opposto, ove si rifletta sulla tendenza, come detto, ad intervenire su situazioni considerate critiche attraverso provvedimenti di urgenza, che dunque non danno alcuno spazio al coinvolgimento consultivo delle categorie interessate, né, a *fortiori*, al rispetto degli altri principi di *better regulation*.

Il profilo dell'*impact assessment* sottende un'analisi di convenienza economica delle diverse disposizioni, vale a dire una valutazione costi/benefici sia per giustificare la loro emanazione, sia, più in generale, per scegliere se l'obiettivo da raggiungere sia perseguibile con una prescrizione normativa ovvero attraverso meccanismi di autoregolamentazione.

Per questo aspetto vi è ancora da lavorare, non solo per il

legislatore - che, come detto, ignora ogni principio di *better regulation* a differenza di quanto ormai affermato a livello europeo, se non con riferimento ad obiettivi di semplificazione regolamentare - ma anche per le autorità indipendenti, che non sembra abbiano ancora del tutto e diffusamente collaudato esperienze ed obiettivi di valutazione di impatto.

È proprio in relazione a ciò che, esemplificando, sorgono dubbi su una disciplina dell'informativa della clientela sovrabbondante e di difficile lettura, per quanto riguarda sia le regole di trasparenza bancaria, sia le disposizioni in tema di prospetti informativi. Un'analisi costi/benefici di simili disposizioni rivelerebbe oneri di produzione ingenti e efficacia di *disclosure* assai ridotta.

È dunque da salutare con soddisfazione il recente orientamento del CESR che ha varato un'ipotesi di prospetto snello e chiaro. Si fa riferimento al nuovo prospetto per gli investitori in fondi (*"key information document disclosure for UCITS"*), il quale espressamente persegue lo scopo di semplificare e di porre in evidenza gli elementi-chiave che un investitore retail deve tenere presente nel momento in cui si appresta a sottoscrivere un contratto di investimento.

È una correzione di rotta che dovrebbe generalizzarsi per evitare che una "overdose" di dati e notizie renda scarsamente utile l'informativa per il cliente tecnicamente non particolarmente attrezzato e non in possesso di conoscenze specifiche in materia finanziaria.

3. L'efficacia delle regole è dunque il primo presidio per assicurarne il rispetto.

Del resto, passando al secondo elemento del richiamato binomio, (i comportamenti), il rispetto delle regole è valutato dagli intermediari non più e non tanto come potenziale fonte di censure da parte dell'autorità o di irrogazione di eventuali

sanzioni, quanto piuttosto per le conseguenze negative in termini di immagine e di reputazione che esse producono. Il ruolo dell'intermediario sul mercato è influenzato fortemente dal livello di fiducia che riesce a riscuotere e a mantenere presso la clientela, e notizie di disallineamenti rispetto alle regole vengono vissute come elementi in grado di incrinare, più o meno profondamente, questa fiducia.

È la funzione selettiva del mercato a rendere più attenti gli intermediari nel rispettare le regole variamente e con varia forza emanate, giacché, in un'economia improntata a criteri di competitività, è nel mercato che si scruta l'intermediario affidabile e si penalizza quello che, per varie ragioni, non manifesta un rispetto rigoroso e convinto delle disposizioni che lo regolano.

È proprio in funzione della salvaguardia di questi valori che si sono moltiplicati, negli ultimi anni, i momenti di controllo, così come si sono moltiplicate le specifiche discipline al riguardo. Dal rafforzamento dei controlli interni incardinati presso l'*internal audit* alla previsione di comitati di *audit* all'interno del Codice di autodisciplina delle società quotate; dalla concettualizzazione di una "colpa organizzativa" degli intermediari, mediata dall'applicazione del d.lgs. 231/2001 in ordine alla creazione di modelli che strutturino le procedure interne secondo criteri di efficienza e sicurezza, al sistema di prevenzione della *compliance* aziendale.

Questo complesso procedere di stratificazioni di controlli, cui debbono affiancarsi quelli tradizionali del collegio sindacale (o dell'omologo organo societario proprio del modello alternativo di *governance* prescelto) e del revisore, si comprende a pieno - e si recepisce anche il disegno delle autorità che l'hanno tracciato e perfezionato - proprio se lo si inquadra nel valore che il rispetto delle regole presenta al di là della mera verifica dell'andamento del singolo intermediario e della sua stabilità.

Si tratta di un valore che travalica il singolo operatore e che pervade l'intero mercato, giacché anche la selezione operata verso l'intermediario inadempiente provoca comunque un danno di immagine per l'intero mercato. Di qui il rilievo convergente dell'autorità di vigilanza e degli operatori che, pur con diversa angolazione e differenti strumenti, manifestano tensione verso un mercato ordinato e comportamenti coerenti con le regole.

4. Riconosciuta la stretta connessione che regole e comportamenti fanno emergere, come le une influenzino gli altri e come la coerenza di questi con quelle sia preoccupazione comune di autorità e operatori, occorre osservare che tutto questo è vero anche per quelle regole che siano frutto di autodisciplina.

Quella dell'autodisciplina è una realtà - e forse una cultura - ormai affermata nel mercato nazionale, così come in quello di altri paesi, così come a livello di indirizzi di regolamentazione espressi dalle istituzioni comunitarie, dove da sempre hanno fatto pregio disposizioni *lato sensu* normative rispetto a regole frutto dell'autodeterminazione degli intermediari. Si tratta di situazioni che hanno radici lontane, sulle quali non è qui il caso di soffermarsi.

È altrettanto noto che in questi ultimi anni si sono moltiplicate situazioni in cui è lo stesso legislatore primario che ha fatto rinvio espresso a interventi di autodisciplina, nella convinzione che la condivisione delle regole sia massima quando esse sono il frutto di scelte operate dagli stessi soggetti chiamati a rispettarle.

Gli esempi non mancano: si pensi alle linee guida che le associazioni sono chiamate a elaborare per l'elaborazione dei modelli organizzativi di cui al d.lgs. 231/2001 in tema di responsabilità amministrativa degli enti o al nuovo art. 2387, comma 1, c.c., ove i requisiti professionali degli amministra-

tori possono essere statutariamente desunti dalle previsioni di codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione dei mercati. Si pensi agli artt. 124-bis e 124-ter del Tuf che, nel disciplinare le informazioni sull'adesione degli intermediari a codici di *best practice* e i criteri di pubblicità che detti codici debbono rispettare, ne presuppongono l'esistenza ovvero al recente secondo decreto Bersani sui mutui (convertito nella legge n. 40/2007), che ha delegato all'ABI e alle associazioni dei consumatori la determinazione delle penali per la risoluzione anticipata dei mutui in essere.

Si tratta di riferimenti normativi differenti, fra loro non omogenei, ma tutti presuppongono il richiamo a interventi autoregolatori delle associazioni di categoria e, segnatamente, dell'ABI: si tratta dunque di esempi di quel *favor* verso l'autoregolamentazione di cui ha dato prova il legislatore nazionale e al quale si accompagna, come detto, analogo orientamento a livello comunitario.

Qui il quadro è ancor più ricco e articolato, perché più agevolmente derivato dall'esperienza di quei paesi, che, come si accennava, fanno dell'autoregolamentazione una strutturale fonte di diritto. Si pensi al menzionato accenno contenuto nella revisione delle regole di *better regulation*, in cui la scelta preliminare del legislatore è proprio quella di decidere se intervenire con una norma di livello primario ovvero lasciare il passo all'autoregolamentazione, ovvero al Codice di condotta in tema di mutui, all'*European Code of Conduct for clearing and settlement* (per la gestione dell'attività di post-trading) ovvero ancora ai codici di condotta previsti dalla direttiva sulle pratiche commerciali sleali (2005/29/CE) per definire gli impegni comportamentali delle imprese.

Insomma, il rinvio all'autodisciplina si configura non più solo come un auspicio degli operatori, ma come una necessità affermata dallo stesso legislatore. L'imprescindibilità di una coerenza delle regole deve condurre altresì il nostro paese a

privilegiare questa forma di regolamentazione, per omogeneità con l'esperienza dei paesi comunitari.

È anche evidente che la predisposizione di codici di *best practice* rappresenta un momento essenziale per irrobustire la fiducia che gli intermediari debbono ottenere dal mercato. È in questo modo infatti che essi collaborano a individuare comportamenti da seguire e da affermare, sui quali rafforzare la propria immagine di soggetti guidati non solo da dinamiche strettamente imprenditoriali ma anche da scelte “virtuose”, in grado di migliorare l'efficienza e la trasparenza del loro operare.

In questa logica, sono le associazioni degli intermediari - come l'esemplificazione normativa sopra richiamata evidenzia - a giocare un ruolo di rilievo, proprio perché espressione degli interessi dei rappresentati e dunque sede naturalmente adatta per portare a sintesi le diverse esperienze e le molteplici realtà dei singoli operatori.

5. Nel settore dell'autodisciplina, l'ABI ritiene di essere stata e di essere attivamente ed efficacemente impegnata.

Lo scorso anno l'Associazione ha portato a conclusione una riflessione approfondita sulle modalità con le quali proseguire quell'attività di autoregolamentazione che l'ha vista da sempre coinvolta. Ne è emerso un piano strategico di medio periodo, che implica il coinvolgimento degli *stakeholder* del settore - decisori politici, *regulator*, associazioni di consumatori, piccole e medie imprese, ecc. - attraverso un'azione concertata, flessibile nell'utilizzo di più approcci operativi.

Gli elementi chiave che sono stati individuati a questo fine possono così sintetizzarsi:

- a) gestione proattiva delle criticità: non solo superarle, ma prevenirle;
- b) necessità di agire non già confidando su virtuosi atteg-

- giamenti individuali, bensì su un miglioramento comportamentale dell'intero settore;
- c) autoregolamentazione maggiormente concertata con tutti gli *stakeholder*.

La prima conseguenza di rilievo che l'applicazione di questo piano sta avendo consiste nel ripensamento delle funzioni di Patti Chiari.

Patti Chiari è nato nel 2003 come consorzio di 153 banche italiane impegnate in un progetto di cambiamento dei rapporti tra cliente e banca, mettendo a disposizione della clientela strumenti informativi e predisponendo comportamenti "virtuosi" al di là di quanto strettamente disposto dalla normativa. Insomma, un "club di eccellenza", in cui si riconoscono quegli intermediari che intendono incrementare oltre il limite dell'obbligatorietà efficienza e trasparenza nella prestazione dei servizi ai propri clienti.

Questa impostazione è risultata però solo in parte in linea con l'innalzamento generalizzato delle aspettative della clientela, registratosi negli ultimi anni, anche in correlazione con i servizi offerti dalle banche appartenenti al consorzio: è dunque necessario fare di Patti Chiari non più un'iniziativa elitaria, ma una iniziativa di settore, in grado di coinvolgere tutte le banche, che le assecondi nello sforzo complessivo di porre in essere comportamenti virtuosi diffusi.

Questo obiettivo si sta realizzando attraverso interventi sulla governance del consorzio. Si intende a questo riguardo prevedere un coinvolgimento più significativo degli *stakeholder* chiamati a partecipare a una sorta di *advisory board*, un comitato di consultazione, con funzioni di indirizzo e controllo delle attività del consorzio e dunque di garante della attuazione degli impegni assunti verso la clientela, attraverso un'attività di monitoraggio e di reportistica sulle iniziative assunte.

Si intende ancora inserire tra gli organi sociali un Giurì indipendente, con il compito di dirimere le controversie fra consorziati e nei confronti del consorzio e di attivare meccanismi sanzionatori e di pubblicità delle sanzioni stesse, graduate secondo la gravità dell'inadempimento. In tal modo si rende autonoma, rispetto alle strutture operative del consorzio, l'esercizio della risoluzione delle controversie, attribuita ad un organo dotato di indipendenza e di autonomia e quindi della "terzietà" necessaria per assicurare l'equità del giudizio.

Si tratta di modifiche volte tutte a coinvolgere non solo l'intero settore ma anche gli *stakeholder* in maniera strutturata e organica soprattutto nella predisposizione delle regole proprie dell'autodisciplina.

Si confida che queste innovazioni comporteranno un miglioramento in termini di efficienza e di efficacia in quella che rappresenta una delle iniziative più importanti che sono state assunte per por mano a un concreto miglioramento nei rapporti fra le banche e la loro clientela.

6. Un profilo comunque delicato che ricorre nel dibattito in materia, è costituito dalla capacità dei codici di comportamento di assicurare il rispetto da parte degli aderenti.

È vero che la selezione fra operatori è compito naturale del mercato, anche e soprattutto per quanto riguarda comportamenti devianti rispetto a regole liberamente da essi volontariamente sottoscritte. È altrettanto vero però che se queste regole sono dotate di meccanismi di *enforcement*, la loro capacità di incidere concretamente sull'agire degli aderenti è maggiore.

Molte possono essere le soluzioni, ma si ritiene che fra di esse siano più efficaci quelle che predispongono meccanismi esterni per intervenire in caso di inadempienza.

Si vuol dire che il soggetto che monitora il rispetto delle regole di autodisciplina deve essere diverso da quello che le regole ha elaborato e cui compete l'aggiornamento delle stesse: è la declinazione in termini convenzionali della "terzietà del giudice". Si tratta cioè di creare organismi, cui partecipano anche rappresentanti degli *stakeholder* a vario titolo interessati al corretto adempimento degli obblighi convenzionali, ai quali spetta la valutazione dei comportamenti devianti e l'irrogazione di sanzioni opportunamente graduate. Sotto questo aspetto, la prospettiva in cui si muove Patti Chiari e che si è sopra illustrata va nella giusta direzione.

Per altro, ma concorrente, profilo, la varia tipologia dei controlli che insistono sull'operatività degli intermediari - e, per certi versi, la stessa attività di vigilanza - privilegia un approccio di verifica non solo della fattispecie concreta, bensì anche della efficacia delle procedure, in modo da assicurarne in via preventiva il rispetto.

Anche le procedure per monitorare i codici di autodisciplina e verificare l'adempimento degli obblighi da parte degli aderenti possono dunque ispirarsi agli stessi principi, cogliendo il duplice obiettivo di selezionare più agevolmente i comportamenti e di assicurare la deterrenza della sanzione attraverso la terzietà di chi la irroga.

7. Agevolano indirettamente l'*enforcement* dell'autodisciplina sistemi alternativi di risoluzione delle controversie che dovessero instaurarsi con la clientela e aderenti che violassero le regole convenute.

In qualche modo, si tratta dell'altro verso della medaglia, rispetto a quanto poco sopra illustrato: il mancato rispetto della regola di per sé postula la sanzione da parte dell'organismo che garantisce il monitoraggio e l'*enforcement* del codice, ma ben può provocare il reclamo da parte del cliente eventualmente danneggiato dall'inadempimento.

Sotto questo profilo il settore bancario è all'avanguardia, essendosi dotato sia dell'ombudsman-Giurì bancario ormai da oltre un decennio, sia di un sistema conciliativo in linea con il disposto della riforma del diritto societario (d.lgs. 2/2003), offrendo così alla clientela vuoi la via della decisione, vuoi quella della conciliazione.

Sono esperienze assolutamente positive: l'ombudsman-Giurì bancario ha visto nel tempo progressivamente aumentare il suo utilizzo da parte della clientela, guadagnandone la fiducia; l'avvio positivo dell'operatività del Conciliatore fa ben sperare per la sua crescita.

Entrambe queste iniziative, frutto dell'autodeterminazione del settore, devono collegarsi con le intenzioni del legislatore nazionale che, in materia, ridefiniscono l'ambito applicativo dell'autodisciplina. In questo contesto un ruolo saliente sarà affidato, per le materie dei servizi degli investimenti, alla Consob, e per i servizi bancari, alla Banca d'Italia, sia in termini di definizione delle regole che governano i sistemi di ADR, sia in termini di coinvolgimento negli stessi meccanismi di risoluzione.

Le modalità di intervento delle autorità in questo ambito sono ancora in corso di definizione. Siamo certi che esse terranno conto dell'esperienza positivamente maturata nelle iniziative di autodisciplina e che sapranno mettere a frutto i risultati ottenuti.

Dott. Fabio CERCIALI,

Presidente dell'ANIA (Associazione Nazionale fra le Imprese Assicuratrici)

Mi pare che tutti, oggi, partiamo da un presupposto comune: che il risparmio degli italiani sia una risorsa preziosissima per il Paese e per le sue prospettive di sviluppo, una risorsa che deve essere in massimo grado tutelata e salvaguardata, e che sia indispensabile, a quest'ultimo riguardo, mantenere un clima di stabilità e fiducia nel mercato.

Per l'industria che rappresento, componente importante del comparto del risparmio gestito, la fiducia rappresenta la base imprescindibile sulla quale sviluppare l'attività tipica: questo perchè il rapporto assicurativo si protrae per anni, o addirittura decenni (l'assicuratore garantisce una protezione lungo un arco temporale anche lunghissimo), e ciò non potrebbe essere se non vi fosse, alla base, un profondo senso di fiducia nella capacità dell'industria di far fronte ai propri impegni.

I tre pilastri della fiducia

A mio modo di vedere, ma credo sia opinione condivisa da tutti, la fiducia nell'area del risparmio deve poggiare su tre pilastri: un sistema di regole ben congegnato, comportamenti corretti da parte di tutti gli operatori, un livello appropriato di consapevolezza/informazione del risparmiatore/assicurato/consumatore.

Forte sviluppo dell'assicurazione vita in Italia

Vorrei fare qualche considerazione su come si pone oggi il settore assicurativo rispetto a questi tre temi.

In via preliminare, vorrei dar conto del grande cambiamento che si è verificato nel mercato assicurativo in questi ultimi due decenni, un cambiamento che si è accompagnato a quello

intervenuto nel più ampio campo della finanza e del risparmio. Dal punto di vista della domanda, il dato più significativo è senz'altro il grande sviluppo dell'assicurazione vita.

Nel 1985 la domanda assicurativa di prodotti vita superava di poco il miliardo di euro, equivalente allo 0,3% del PIL; poco più di vent'anni dopo, la raccolta è salita a oltre 60 miliardi di euro, pari a circa il 4% del PIL. Il tasso di crescita nel periodo 1985-2005 è stato sempre di entità compreso tra il 10% e il 20% (in verità, per molti anni, più vicino al 20% che al 10%). Le riserve matematiche delle compagnie vita, ovvero l'insieme degli impegni a favore degli assicurati, rappresentano più del 10% delle attività finanziarie delle famiglie italiane¹.

L'andamento negli ultimi due anni

Negli ultimi due anni i risultati sono stati in controtendenza, con un decremento della raccolta.

Tra le ragioni specifiche che giustificano tale andamento vi sono le numerose operazioni di fusione fra imprese, con la connessa riorganizzazione e rinegoziazione degli accordi di bancassicurazione, che hanno sicuramente influito sui volumi collocati tramite sportelli bancari.

Ritengo che l'attuale fase di ristagno abbia prevalente natura congiunturale, e che il percorso di crescita dell'assicurazione vita possa riprendere, benchè a tassi più contenuti rispetto al passato, negli anni a venire.

Rimane un significativo potenziale di sviluppo per l'assicurazione danni, dove la spesa assicurativa delle famiglie e delle aziende risulta di molto inferiore ai valori riscontrabili nei maggiori paesi europei.

¹ A fine 2006, le riserve matematiche vita ammontavano a circa 370 miliardi di euro, corrispondenti all'11,03% dello stock di attività finanziarie delle famiglie italiane.

Le trasformazioni dell'offerta

Dal lato dell'offerta, si è assistito all'ingresso di nuovi operatori, (soprattutto bancari), alla diversificazione dei canali distributivi, alla formazione di conglomerati finanziari, al lancio di nuovi prodotti. Lo sviluppo della bancassicurazione, nelle sue connotazioni di maggior successo, ha raggiunto in Italia un'intensità riscontrabile solo in poche altre realtà (in Francia e in Spagna, ad esempio).

Credo che il processo di innovazione dell'offerta sia destinato a proseguire in futuro. Credo, altresì, che il primo beneficiario di questa evoluzione sia il consumatore, che ha usufruito di una gamma di prodotti più ricca, di una rete distributiva più variegata, di imprese più solide, di costi via via più bassi.

Il primo pilastro della fiducia: le regole

Detto delle trasformazioni del mercato, vengo ora a quelli che ho definito come "i tre pilastri della fiducia", cominciando dal tema delle *regole*.

È convinzione di tutti che le regole in assicurazione, come in finanza, siano indispensabili. Ma anche in assicurazione, come in finanza, il difficile è trovare un giusto equilibrio fra azione del regolatore e agire delle forze del mercato. Posto che non è concepibile lasciare tutto nelle mani del mercato, occorre d'altra parte evitare che una regolamentazione eccessiva imponga oneri insostenibili agli operatori, destinati a tradursi in maggiori costi per tutti.

Negli ultimi tre anni, nel settore assicurativo, il cambiamento normativo ha subito una brusca accelerazione. A far data dal varo del Codice delle Assicurazioni, non vi è stata area di operatività delle imprese che non sia stata toccata da modifiche regolamentari: la distribuzione, la trasparenza, tutta l'attività RC auto, la finanza, il *risk management*, la *compliance*, oltre naturalmente a contabilità, fisco, governance e così via.

Si dirà: era un cambiamento necessario per tenere il passo con un mercato che cresce e si trasforma rapidamente. Ciò è vero,

ma solo in parte.

Abbiamo condiviso e sostenuto gran parte delle riforme introdotte negli ultimi tempi; in alcuni casi, come vedremo fra poco, le abbiamo addirittura anticipate con iniziative di autodisciplina. In altri casi il nostro sostegno è mancato, vuoi perché si trattava chiaramente di disposizioni controproducenti per il mercato e i consumatori, vuoi per le modalità di emanazione, che in qualche caso non hanno contemplato il necessario confronto preliminare fra le parti e la indispensabile valutazione d'impatto. L'ultimo esempio, a questo proposito, è il decreto di attuazione della direttiva europea sulla riassicurazione, varato nei giorni scorsi dal Consiglio dei Ministri quasi di soppiatto, senza il minimo confronto preventivo con i destinatari della normativa.

Dall'esperienza di questi ultimi anni emerge, anche per l'industria delle assicurazioni, l'esigenza forte del rispetto dei cardini di quella che, in Europa, si è soliti definire "*better regulation*": trasparente consultazione degli *stakeholders* - nel pieno rispetto dei ruoli e delle attribuzioni del *regulator* -, analisi costi/benefici, proporzionalità di applicazione. Solo in questo modo si può evitare di emanare regole destinate ad aggravare gli oneri amministrativi a carico dei destinatari senza comportare benefici significativi per coloro che si intende proteggere. Un caso emblematico è quello degli obblighi di informativa e trasparenza, dove spesso si assiste al cumulo di obblighi afferenti le informazioni e i documenti da consegnare alla clientela, trascurando il fatto che l'informazione più efficace è quella più sintetica ed essenziale.

Il secondo pilastro della fiducia: correttezza di comportamento

Il secondo pilastro della fiducia consiste nella correttezza dei comportamenti.

Qui posso ribadire che buona parte delle riforme normative di questi ultimi anni sono state anticipate da iniziative di autoregolamentazione da parte del mercato. Vorrei solo ricordare, sul

terreno della trasparenza, lo studio di prospetti semplificati per i prodotti vita, poi recepiti nella Circolare ISVAP 551/D del 1° marzo 2005, o ancora le linee guida per la valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza dei prodotti, che danno pratica attuazione alle disposizioni sulla materia varate da ISVAP e CONSOB.

Mi pare poi, anche al di là delle iniziative specifiche, che vi sia sempre stata un'attenzione particolare ai profili della correttezza di comportamento da parte di tutti gli operatori, come peraltro testimoniato – consentitemi di esemplificare - anche dal numero dei reclami nell'assicurazione vita, pressochè dimezzato negli ultimi cinque anni (se ne contavano quasi 4.500 nel 2002, sono scesi a 2.500 oggi; il tutto a fronte di contratti in essere pari a circa 18 milioni).

“Prudenza al di là delle regole”

Più in generale, mi pare che *l'industria assicurativa abbia seguito un atteggiamento prudente al di là delle regole*, se è vero che essa è passata pressochè indenne prima attraverso la crisi dei mercati finanziari di inizio millennio, poi attraverso le turbolenze originate dal settore dei prestiti *subprime* negli Stati Uniti, turbolenze che sono ancora lungi dall'essere concluse. Insomma, nei periodi di maggiore instabilità nei mercati finanziari l'industria assicurativa, in particolare quella italiana, mostra caratteristiche di miglior *“resilience”*, migliori capacità di contrastare il ciclo. Dobbiamo esserne fieri.

Il terzo pilastro della fiducia: consapevolezza e “financial education”

Infine il terzo pilastro, quello della *consapevolezza* e informazione del consumatore. È un terreno sul quale è facile scivolare nella demagogia, ma occorre tener presente che si tratta di un tema sempre più spesso nell'agenda di lavoro delle più importanti istituzioni internazionali (OCSE, UE, ecc.). Sicuramente, il risparmiatore italiano è oggi molto più infor-

mato e consapevole di quanto non fosse in passato. Lo è in misura sufficiente per consentirgli di compiere le scelte più appropriate? Forse non ancora.

Faccio qualche esempio, vicino al nostro campo di attività. Sul fronte della previdenza complementare, è convincimento – e lo confermano i dati diffusi nei giorni scorsi dalla Covip – comune che il tasso di adesione ai fondi pensione sia più basso fra i giovani, nonostante le campagne di informazione capillari lanciate in occasione del varo della recente riforma. Ma sono proprio i giovani, al contrario, coloro che più di ogni altro necessitano di avviare per tempo un programma di risparmio a fini previdenziali.

Con riguardo a certe tipologie di rischio, come già accennato, le famiglie italiane dimostrano una propensione all'assicurazione nettamente inferiore rispetto a quanto accade nei paesi europei più sviluppati. Questo vale per le assicurazioni danni, ma anche per alcune coperture vita.

Un nostro recente studio, ad esempio, dedicato alle coperture del rischio di decesso - un rischio che può lasciare la famiglia senza il reddito necessario a garantire un tenore di vita decoroso - ha rilevato un *gap* di protezione pari a circa 65.000 euro per famiglia. Un maggiore ricorso all'assicurazione caso morte potrebbe rappresentare una soluzione in grado di consentire alle famiglie italiane di proteggersi in maniera adeguata contro tale rischio, che può avere conseguenze estremamente negative in termini di stabilità finanziaria. Se le famiglie non si coprono, è sicuramente anche perchè non hanno un'adeguata consapevolezza e conoscenza del rischio e delle sue implicazioni finanziarie.

Considerazioni del tutto analoghe possono essere fatte, ad esempio, con riguardo al rischio di non autosufficienza, un rischio che diventa sempre più concreto in presenza di un processo di invecchiamento della popolazione e di un costante aumento dei costi necessari a gestire le situazioni di dipendenza, ma un rischio di cui non vi è consapevolezza diffusa fra la popolazione italiana, specie quella più giovane.

Anche in questo campo le iniziative possibili sono tante.

Un obiettivo da raggiungere è sicuramente una maggior consapevolezza delle esigenze di fronte alle varie tipologie di rischio. L'industria assicurativa ha assunto in passato diverse iniziative per accrescere l'informazione e la cultura assicurativa degli italiani, soprattutto nel campo dell'assicurazione vita e della previdenza complementare.

Recentissima è la decisione di costituire un Forum permanente ANIA-consumatori, cui partecipano diverse associazioni del mondo del consumerismo. Fra gli obiettivi principali del Forum rientra anche quello di promuovere la cultura assicurativa attraverso azioni di informazione ed educazione.

Conclusioni

Credo che l'assicurazione in Italia abbia compiuto negli ultimi anni un cammino di sviluppo sostenuto e "sano". Ciò non significa che il percorso sia terminato. Molto resta da fare per sviluppare il mercato e migliorare il grado di copertura delle famiglie (e delle imprese) italiane contro i numerosi rischi che esse devono fronteggiare. Affinchè l'obiettivo di un mercato consapevole e maturo sia pienamente raggiunto occorre la collaborazione di tutti gli interessati e uno sforzo "sistemico" che porti alla definizione di regole equilibrate, incentivi i comportamenti corretti ed efficienti e migliori la trasparenza e la diffusione delle informazioni essenziali per avere un consumatore più maturo e consapevole.

Del risultato di tale sforzo beneficerà non solo il settore della finanza e dell'assicurazione ma l'intero Paese.

Dott. Carlo COMPORTI,

Segretario Generale del CESR (Committee of European Securities Regulators)

Il tema dell'incontro odierno è di grande attualità e molto complesso e, come tale, si presta a numerose letture.

Visto lo scarso tempo a disposizione mi limiterò ad effettuare alcune rapide osservazioni, alla luce degli orientamenti comunitari, sui seguenti punti: il primo è relativo ai comportamenti degli investitori; il secondo è quello dei comportamenti dei prestatori di servizi finanziari ed il terzo riguarda i profili di responsabilità connessi a quelli di concorrenza.

1. I comportamenti degli investitori.

Cominciamo dai comportamenti degli investitori e dalla loro tutela in Europa. So che il tema è già stato oggetto di interventi nella giornata di ieri; questo mi consente di procedere più rapidamente.

I termini del fenomeno sono noti. La propensione al risparmio delle famiglie nei vari paesi è, tuttora, molto diversificata. Le famiglie italiane mantengono il primato, per lo meno europeo e di quello dei paesi dell'OCSE del più alto tasso di risparmio. Tale dato è, di per sé, incoraggiante; tuttavia, esso è meno rassicurante se si considera che il tasso si è ridotto di quasi il 50% negli ultimi sette anni, avvicinandosi significativamente agli altri paesi europei, ma pur sempre lontani da paesi quali Australia, Canada e Stati Uniti, nei quali il tasso di propensione al risparmio è addirittura negativo.

Anche sul lato della composizione dei portafogli si riscontrano forti differenze tra i paesi.

Ne è testimonianza, per tutti, il *default* dei titoli emessi dalla Repubblica Argentina, che nel 2001 sembra abbia coinvolto circa 450.000 famiglie italiane, detentrici di circa il 15% del totale del debito in *default*. Risulta, invece, ad esempio del tutto inesistente (o quasi) l'investimento diretto in tali titoli da parte di famiglie inglesi.

Sebbene anche in Italia le nostre famiglie abbiano progressivamente allocato il loro risparmio finanziario in prodotti di risparmio gestito, la quota complessiva è ancora inferiore a quella degli altri paesi e, di recente, sembra destinata a diminuire ulteriormente a favore di altri prodotti.

Si può dedurre che vi è un'evidente disomogeneità nei comportamenti degli investitori e nelle loro scelte di investimento. È probabile che in taluni casi la (facile) ricerca di elevati rendimenti male si sia abbinata all'avversione o scarsa propensione al rischio; a ciò si associa una scarsa comprensione della relazione che lega rischio e rendimento e, quindi, la errata valutazione di taluni prodotti (talvolta, in complicità con le forze di vendita).

I rischi che gli investitori assumono devono essere valutati con attenzione. In primo luogo dagli stessi investitori, i quali devono essere responsabili delle scelte di investimento, se effettuate direttamente, delle scelte di indirizzo, se si rivolgono ad un professionista. In secondo luogo dai soggetti che affiancano gli investitori.

Credo che il problema debba essere posto in questi termini: i comportamenti degli investitori devono essere improntati ad una maggiore consapevolezza. Ciò è vero tanto per gli investitori professionali (il c.d. *buy side*), quanto per quelli al dettaglio. Il problema è come raggiungere questo obiettivo. Un esempio, credo, possa essere di aiuto. È evidente che nel caso della recente crisi dei mutui *sub-prime*, gli investitori, a tutti i livelli, hanno riposto un'eccessiva fiducia nel *rating* fornito dalle agenzie per

certi prodotti; penso, ovviamente, a quelli strutturati.

Per gli investitori professionali questo ha comportato un rilassamento delle procedure di selezione dei prodotti di investimento del portafoglio; per quelli non professionali, il *rating* è stato, sostanzialmente, assimilato a raccomandazioni d'investimento. Al di là di altri profili che il fenomeno dell'attività delle agenzie di *rating* solleva, e sui quali tornerò tra breve, credo che sul piano dei comportamenti, gli investitori professionali debbano tornare a rafforzare il giudizio autonomo di *due diligence* nelle scelte di investimento dei propri portafogli.

Quanto agli investitori non professionali occorre procedere su due direttrici.

Da un lato, occorrerebbe riconsiderare la scelta che fu fatta all'epoca dell'adozione delle misure di attuazione della direttiva sugli abusi di mercato (n. 2003/6/CE), quando - contro il parere del CESR - il *rating* non venne considerato alla stregua di una "raccomandazione" e, pertanto, esonerato da tutte le disposizioni in materia di conflitti di interesse.

Dall'altro lato, occorre rafforzare la consapevolezza degli investitori al dettaglio ed il loro grado di educazione finanziaria. So che il progetto è discusso in molte sedi e che, ovviamente, richiede un orizzonte temporale sufficientemente lungo da poter portare frutti. In alcuni paesi l'educazione finanziaria è stata inquadrata in un'ottica preventiva di futuri costi di regolamentazione, eventualmente introdotti per mitigare *market failures*; personalmente, considero tale ottica estremamente interessante.

La MiFID, in qualche misura, contribuisce ad innalzare la consapevolezza dei clienti, per lo meno per i servizi assistiti (penso, soprattutto, alla consulenza), ove l'obbligo di *know your customer*, comporta anche un *know yourself*, per lo meno in termini di maggiore consapevolezza sulle aspettative di investimento.

Ricorrendo ad un esempio, è di tutta evidenza come uno dei recenti fenomeni più interessanti nel funzionamento dei mercati finanziari sia stato il c.d. *credit risk transfer*. Quando qualche anno fa ci si era posti il problema della destinazione ultima di questo trasferimento, in questi ultimi mesi si è avuta piena consapevolezza di quello che già molti paventavano. L'assunzione di rischi si addice a chi questi rischi, da un lato, ha acquisito piena consapevolezza, e, dall'altro, è capace di accettarne le conseguenze.

Occorre poi lavorare sul piano dell'informazione al cliente. L'informazione precontrattuale è essenziale sotto vari profili: da un lato, consente di effettuare scelte "consapevoli", dall'altro, consente alla concorrenza di dispiegare i propri effetti; infine, essa riduce l'asimmetria informativa delle parti. Tale informazione, per poter raggiungere tali obiettivi, deve essere chiara ed utilizzabile, e cioè omogenea e comparabile con quella di altri.

Nel breve periodo si può fare molto per migliorare l'informazione da fornire al cliente. La MiFID, in questo senso, ha introdotto regole significative. Oltre a questo vi è un recente importante cambiamento di indirizzo delle autorità di vigilanza nell'informazione che deve essere fornita ai clienti non professionali. Credo che, finalmente, ci sia resi conto del fatto che certi documenti - per come erano stati redatti - non erano affatto destinati ad un pubblico inesperto, ma piuttosto utilizzati quali strumenti legali per poter, per quanto possibile, deresponsabilizzare i prestatori o gli offerenti. Gli esempi di inversione di tendenza possono essere individuati nel prospetto semplificato dei fondi comuni, adottato dal CESR, e nella nota di sintesi prevista dalla direttiva sul prospetto informativo (2003/71/CE), che costituisce il vero - e, probabilmente, unico - documento destinato agli investitori non professionali; tant'è che esso è l'unico documento ad essere sempre redatto nella lingua dell'investitore. Finalmente, si va verso una più precisa rispondenza dell'informazione alle specifiche esigenze della clientela.

A ciò si aggiunge il documento che il CESR ha reso noto ieri nella forma di una guida informativa sui cambiamenti della MiFID destinata a tutti i clienti al dettaglio in Europa.

In sintesi, le regole di protezione degli investitori sono in larga misura comuni a livello europeo, per lo meno per quanto riguarda certi obblighi informativi ed altri obblighi di comportamento applicabili ai prestatori di servizio. Molto resta ancora da fare in punto di educazione finanziaria, a livello nazionale, in stretta osservanza del principio di sussidiarietà, in ragione dell'evidente disomogeneità nei comportamenti degli investitori e nelle loro scelte di investimento.

È, altresì, da augurarsi che, nel breve periodo, lo sviluppo della consulenza **indipendente** contribuisca a rafforzare la consapevolezza degli investitori. Altrimenti, credo e temo che il dibattito si sposti sul piano del vaglio di (presunta) adeguatezza di certi prodotti rispetto alle caratteristiche dei clienti.

È noto che le recenti tendenze del diritto comunitario in materia di tutela degli investitori non registrano più posizioni estreme (per la verità un pò teoriche): nè *completa autotutela*, riconosciuta solamente per soggetti che operano ad armi pari, cioè le controparti di mercato o “controparti eligibili”, secondo la dizione della dir. 2004/39/CE MiFID (art. 24), nè *tutela completa*, nel senso di vietare la vendita diretta - in generale - di prodotti finanziari all'investitore non professionale. Vi sono, comunque, alcune eccezioni per alcune tipologie di prodotti che, per le loro caratteristiche, non sono considerati (dalla regolamentazione di alcuni paesi) adatti ai clienti non professionali (tipico il caso dei fondi di investimento non armonizzati ed in particolare di quelli speculativi o *hedge funds*, anche se la tendenza di alcuni paesi va nella direzione di ammettere la distribuzione sotto forma di “fondi di fondi”). Talvolta, le restrizioni applicate a categorie di prodotti si sono limitate a non consentire l'acquisto diretto da parte dell'investitore al dettaglio in assenza di alcun filtro di controllo di adeguatezza da

parte dell'intermediario, come nel caso dell'art. 19, par. 4, della MiFID ove è previsto che alcuni strumenti finanziari (tra i quali ad esempio i derivati) devono necessariamente essere assoggettati ad un controllo iniziale di appropriatezza.

Ci si potrebbe chiedere se sia compito delle autorità di vigilanza o del legislatore di “vagliare” i prodotti per valutarne in astratto la loro compatibilità con l'investimento da parte dell'investitore medio. In rare e ben fondate circostanze, è possibile che la vendita al pubblico di certi prodotti sia vietata, soprattutto in ragione della complessità dei prodotti e della conseguente impossibilità per i clienti *retail* di comprendere il funzionamento ed il relativo rapporto rischio/rendimento, ma non è compito delle autorità di vigilanza né del legislatore, di approvare ogni forma di prodotti che emergano nel mercato. La teoria economica e finanziaria dimostra come, in un'ottica di diversificazione, anche prodotti di per sé “rischiosi” possono apportare effetti benefici, a condizione che tale scelta sia adeguata alla composizione dello specifico portafoglio. Vi sono poi evidenti effetti di *moral hazard* che sconsigliano di adottare un sistema di controllo sui singoli prodotti da parte delle autorità di vigilanza.

In conclusione, le scelte di investimento degli investitori al dettaglio non sono ancora uniformi a livello europeo. Tra i fattori che influiscono in modo più significativo possono essere individuati: differenze culturali, ambientali e, non ultime, quelle linguistiche.

Non va, poi, sottovalutato l'aspetto della concorrenza tra prodotti di investimento che hanno medesimo profilo finanziario e diversa natura giuridica.

È in atto un progressivo passaggio da una regolamentazione di prodotti ad una regolamentazione di servizi o di fasi del servizio (es. la commercializzazione).

La dir. n. 85/611/CEE (c.d. UCITS) rappresenta il mag-

giore esempio di regolamentazione di un prodotto (i fondi comuni di investimento armonizzati) e ne ha costituito la base per un grande successo, anche al di fuori dei confini europei. Tale approccio, tuttavia, è fortemente messo in discussione dall'emergere di prodotti concorrenti c.d. sostitutivi (del tipo delle polizze assicurative con prevalente contenuto finanziario ovvero dei titoli strutturati che replicano l'andamento di certi indici o portafogli), i quali replicano gli effetti economici di tali prodotti, senza essere assoggettati allo stesso regime normativo. Ciò determina un effetto distorsivo della concorrenza ma, soprattutto, un potenziale (ingiustificato) differente trattamento per il cliente. La Commissione Europea ha, di recente, promosso un'indagine; i comitati europei delle autorità di vigilanza (CESR, CEBS e CEIOPS) hanno anch'essi svolto un'analisi nei tre settori. È opportuno che si stabiliscano condizioni di c.d. *level playing field* nella materia.

2. I comportamenti dei prestatori.

L'anno scorso a questo stesso tavolo, parlando dei problemi del recepimento della MiFID in un contesto europeo, avevo osservato che due delle innovazioni di maggiore portata della direttiva consistono: da un lato, nel rafforzamento della responsabilità del c.d. *senior management* nell'assicurare che le politiche interne (quali, ad esempio, quelle sui conflitti di interesse, la *best execution* ed altre ancora), una volta calate nella realtà aziendale, siano effettive e consentano di perseguire gli obiettivi della regolamentazione; dall'altro, consistono nella revisione dei sistemi di controllo interno e, soprattutto, della funzione di *compliance*.

È facile osservare come recenti casi abbiano riproposto al centro del dibattito il problema dei controlli e dei modelli interni. Nella maggioranza dei casi non credo si tratti di carenza di regolamentazione. Direi che l'adequatezza dei controlli interni si è dimostrata strumento di prevenzione delle crisi;

basti qui richiamare il fatto che la crisi ha coinvolto gli operatori in modo difforme.

Ci si potrebbe chiedere se non sia opportuno risolvere il problema dell'adeguatezza dei controlli esclusivamente alla luce della mera valutazione di mercato: l'inefficacia dei controlli verrebbe punita con rischi assunti sul mercato, non ultimi quelli reputazionali. È, comunque, evidente che questa ipotesi si scontra con evidenti esigenze generali e, pertanto, deve essere scartata in virtù delle prevalenti esigenze di stabilità del sistema. È per questo che i sistemi dei controlli interni non attengono esclusivamente al profilo aziendale, ma devono essere oggetto di un vaglio delle autorità di vigilanza.

A questo si intreccia il problema del conflitto sul *senior management* tra la ricerca di profitti sempre più elevati (a volte per ragioni personali, altre volte per esigenza di concorrenza nel mercato) e la predisposizione di presidi organizzativi e di controllo che siano veramente efficaci. Non è facile trovare una formula magica, ma è chiaro che ciascuno deve tendere ad un profitto **sostenibile**, termine senza dubbio molto utilizzato sul piano economico, che dovrebbe essere riconsiderato in un'ottica di *compliance* di lungo periodo.

3. Cenni ai profili di responsabilità.

Ho già richiamato la maggiore responsabilizzazione, connessa alla maggiore flessibilità nelle modalità con le quali i principi di regolamentazione devono essere osservati. Ma per certi operatori di mercato, il profilo della responsabilità è collegato a quello della concorrenza nel mercato: la presenza di oligopoli crea difficili rapporti in punto di regolamentazione (penso alle barriere all'entrata) e di vigilanza, e quindi anche di responsabilità.

Due esempi valgono a chiarire.

Il primo è quello delle società di revisione, per le quali, già da tempo, è stato previsto un quadro regolamentare a livello europeo complesso e aggiornato a seguito dei casi Enron e Parmalat. Ma, di recente, il dibattito si è spostato sulla possibilità di inserire un limite quantitativo alla responsabilità delle società di revisione, per ragioni connesse al profilo concorrenziale.

Il secondo è quello delle agenzie di *rating*. Fino ad ora, la scelta se regolamentare o meno le agenzie, per lo meno in Europa, ha trovato risposta negativa, privilegiando forme di *self-regulation* “assistita”. Il CESR è stato richiesto dalla Commissione Europea di valutare la conformità delle agenzie con il codice di condotta predisposto a livello mondiale dalla IOSCO. Ma, a seguito della crisi *sub-prime*, il dibattito si è riaperto ed il CESR sta attualmente consultando il mercato su questo difficile problema, soprattutto con riguardo alle emissioni di titoli strutturati.

Il triangolo delle relazioni tra **responsabilità-regolamentazione-enforcement** è ancora da sviluppare, soprattutto alla luce della struttura del mercato sul piano concorrenziale.

Conclusioni

In conclusione: regole e comportamenti, a che punto siamo?

Per rispondere alla domanda della tavola rotonda direi che sul piano delle regole siamo a buon punto. Il quadro regolamentare del mercato finanziario, così come si è venuto sviluppando nel quadro del Piano d'azione sui servizi finanziari della Commissione, e tenuto conto della futura adozione della nuova direttiva “Solvency II” in materia assicurativa, può considerarsi nelle grandi linee completato. Tale quadro necessita e necessiterà futuri aggiornamenti per tener conto delle rinnovate esigenze del mercato. Il compito è facilitato dalla procedura Lamfalussy, ora applicabile a tutti i settori finanziari, che

ha fortemente snellito l'*iter* regolamentare europeo.

Nel settore del mercato mobiliare qualche aggiustamento è previsto nel settore dei fondi comuni di investimento, mentre non è ancora chiara quale decisione verrà presa per le agenzie di *rating*. Ragioni di concorrenza e di tutela degli investitori inducono a risolvere il problema del diverso trattamento di prodotti di investimento aventi medesimo profilo finanziario.

È motivo di soddisfazione il fatto che le regole europee, penso soprattutto alla MiFID ed alla direttiva sui fondi armonizzati UCITS, siano al centro del dibattito regolamentare internazionale e abbiano ispirato recenti riforme in diversi paesi asiatici; negli Stati Uniti è noto il dibattito per l'adozione di un sistema improntato a principi (del tipo di quello europeo), anziché a regole dettagliate.

Quindi, le regole sono sostanzialmente in piedi e sono, oggi, comuni a tutti i paesi europei. Occorre ora che queste regole vengano applicate in modo sostanziale, e non solo formale ed in modo uniforme attraverso l'Europa. Tale fase coinvolge, con diverse implicazioni: le autorità di vigilanza, i prestatori di servizi ed i loro clienti.

La fase applicativa non è certo meno delicata di quella regolamentare, necessitando di cambiamenti, talvolta, significativi; v'è bisogno di uno sforzo notevole sul piano individuale e collettivo da parte di tutti i soggetti coinvolti. Senza tali sforzi è da attendersi che anche il sistema di regole, attualmente improntato ad un forte tasso di autonomia e responsabilità degli individui, venga modificato con atteggiamento più dirigistici.

Per il bene di tutti c'è da augurarsi che questo non avvenga.

Prof. Piero BARUCCI,

Componente dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato*

“Aumentare la produzione e restringere la concorrenza è sempre interesse dei produttori. Allargare il mercato può essere spesso abbastanza conveniente per l'interesse del pubblico; ma restringere la concorrenza dev'essere sempre contrario all'interesse del pubblico, e può servire soltanto a consentire ai produttori, elevando i loro profitti al di sopra di ciò che essi sarebbero naturalmente, di applicare a loro beneficio un'assurda tassa sugli altri loro concittadini” (Smith, “La ricchezza delle Nazioni”, Lib. I).

“È invero impossibile impedire queste riunioni (dei produttori) con una legge che possa essere rispettata o che sia compatibile con la libertà e la giustizia.

Ma sebbene la legge non possa impedire alla gente dello stesso mestiere di radunarsi talvolta, essa non dovrebbe far nulla per facilitare queste riunioni, e tanto meno per renderle necessarie” (Smith, “La ricchezza delle Nazioni”, Lib. I, Cap. X, part. II)

1. Rispetto alla ricchezza dei temi trattati da chi mi ha preceduto, ci sono un paio di domande che giustificano la mia presenza, oggi, fra di voi: come si può ottenere che nel mercato creditizio e in quello finanziario italiano possa aversi una “salutevole” concorrenza? E, di conseguenza, cosa si può fare perché un'Autorità a tal uopo preposta possa ottenere questo risultato?

2. Solo un accenno ai problemi che sono in agenda dei “regolatori” dei mercati creditizi e finanziari ai vari livelli e

* Ringrazio Rossella Creatini e Luisa Scorciarini dell'AGCM che hanno letto e commentato una precedente versione del testo.

con diversi obiettivi. In questi ambiti l'emergenza assai seria degli eventi e la loro inattesa dimensione e diffusione hanno provocato reazioni di vario segno, ed hanno autorizzato un esercito di osservatori e di esperti occasionali ad avanzare le proposte più improvvisate e, talvolta, dettate dall'emozione dovuta a fatti senza dubbio eccezionali. Il recente vertice di Londra del 30 gennaio dei Capi di Stato e di Governo dei quattro "grandi" paesi europei, di pochi giorni preceduto dal vertice di Parigi dei rispettivi Ministri delle finanze, ha cercato di ricondurre l'insieme dei problemi su cui si sta riflettendo ad una logica istituzionale di "sistema".

Convien, in proposito, avere sempre in mente due considerazioni.

La dialettica fra interventi della vigilanza (in tutti i suoi assetti) e dinamica del sistema bancario e/o finanziario ha sempre assegnato a quest'ultimo il ruolo di dare gli impulsi al modo in cui intervenire. Nei mercati a "libertà vigilata" (ma, più in generale, sempre così accade sia pure in vario grado) spetta alle imprese "forzare" le maglie della normativa in modo da conseguire dei vantaggi competitivi. "Forzare" non significa né evadere né eludere la normativa; piuttosto scoprire quello ch'essa permette di fare, magari perché non ancora efficacemente regolamentata.

Ma questa dialettica diviene particolarmente vivace, e dagli esiti imprevedibili, in un mercato nel quale il prodotto ti raggiunge virtualmente nella tua sede operativa e può essere scambiato in tempo ed a costi tendenzialmente uguali a zero. Se si tiene conto che le industrie di riferimento risentono fortemente come operatività e come innovazione di processo e di prodotto dei progressi della I.T. è possibile concludere che il problema di regolamentare questi mercati produce quasi sempre un processo di adeguamento delle "regole" alla fenomenologia da regolare, il che può avvenire con un ritardo temporale anche di qualche ampiezza.

Fra il dichiarare l'"esuberanza finanziaria" dei mercati ed il produrre assetti di regolamentazione efficace trascorre il tempo necessario per discernere ciò che è strutturale da quel-

lo che è destinato a dissolversi; un tempo idoneo ad evitare che l'impeto ad intervenire elida l'enzima concorrenziale e spenga i talenti innovativi. Ma anche un periodo durante il quale l'operatività delle imprese può produrre esiti inattesi e non desiderati.

Trovo ragionevole che si auspichi oggi di applicare, in primo luogo, la direttiva MiFID e di rendere il Basilea 2 adeguato a fronteggiare tendenze a suo tempo non previste; trovo ragionevole chiedere l'introduzione di maggiore "trasparenza" nella "governance" dei fondi di *private equity*; è del tutto evidente che è urgente riflettere sulla natura ed il ruolo dei "fondi sovrani": sarebbe però controproducente per l'industria creditizia e finanziaria pensare di poter realizzare normative immuni da future crisi finanziarie, e ispirate da intenti "riparatori" di ardua configurazione ed ancora più ardua realizzazione.

3. Tanto sentivo di dire mettendomi per un momento nei panni di un "regolatore" o in quelli di un imprenditore bancario.

Quelli di una "Autorità antitrust" sono forse, per fortuna, meno disagiati. Così accade anche in Italia dove l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ha, in primo luogo, il compito di garantire il più alto possibile tasso di concorrenza in tutti i mercati, ma anche di evitare che si formino posizioni di conflitto di interesse fra imprese e persone, e poi di assicurare trasparenza nei mercati e in tutte le forme di pubblicità, infine deve tutelare i consumatori nei confronti di possibili pratiche sleali.

L'Autorità ha cercato di assolvere a questa complessità di compiti in un momento in cui è entrata in vigore una nuova normativa societaria; nel quale l'Italia ha cercato di realizzare politiche di liberalizzazione dei mercati; durante il quale il sistema bancario italiano ha conseguito una poderosa operazione di consolidamento, di gran lunga la più importante fra quelle, realizzate via mercato, riscontrabili in tutta la sua storia.

Il processo di cambiamento del settore al quale stiamo assistendo può ritenersi tanto di natura strutturale - ossia di cresci-

ta dimensionale, di espansione delle reti, di ampliamento della gamma di servizi offerti - quanto di natura strategica/comportamentale, ossia di ricerca di nuove politiche commerciali, di nuovi approcci alla domanda (più orientata al lato business che al lato *retail*) e, nel futuro, di differenti modalità di condotta rispetto alle politiche di investimento, nonché di assunzione e trasferimento dei rischi.

Avviene in un momento in cui le serie turbolenze nei mercati finanziari non hanno ancora condotto ad una convincente individuazione delle cause, dei meccanismi di trasmissione, dei soggetti colpiti ed incisi.

In questo scenario l'Autorità antitrust nazionale ha cercato di "comprendere" la responsabilità del ruolo attribuitole dalla riforma sul risparmio e l'importanza di adottare una *policy* volta non solo ad affrontare i tipici profili competitivi strutturali, ma anche a fornire chiari principi in termini di condotta, di assetto sulla *governance* societaria, di strategie competitive. Ha compreso che bisognava intervenire utilizzando molti strumenti, ma da ricondurre ad un sistema di coerenza.

Infatti, i primi interventi dell'Autorità compiuti sulle operazioni di concentrazione bancarie hanno condotto a focalizzare l'attenzione non tanto e non solo sulle misure per rimuovere i rischi di costituzione/rafforzamento di posizioni dominanti nei mercati bancari e finanziari, quanto sull'indirizzare le banche (tramite varie misure) verso nuovi assetti societari in grado di superare intrecci azionari (attraverso *joint venture* e partecipazioni di maggioranza o minoranza) e duplicazioni di ruoli/funzioni potenzialmente in grado di impedire lo sviluppo di contesti realmente competitivi.

Il ben noto "bancocentrismo" italiano, unito ad una storica carenza del mercato dei capitali di rischio, ed a una massiccia presenza pubblica, hanno reso particolarmente complicato anche il più piccolo dei nostri interventi.

L'Autorità non si è, allora, limitata a imporre la cessione di sportelli bancari nelle aree caratterizzate da particolari sovrapposizioni di quote di mercato, ma si è assunta la responsabilità di intervenire, condizionando anche l'autorizzazione delle

concentrazioni:

- (i) alla cessione, con tempistiche e modalità adeguate, delle partecipazioni in società che altrimenti avrebbero visto ridotti gli incentivi a competere;
- (ii) allo scioglimento di *joint venture* con soggetti concorrenti o che dovrebbero diventare tali;
- (iii) alla riduzione delle partecipazioni detenute in misura tale da evitare l'acquisizione di controlli di fatto;
- (iv) alla imposizione di cambiamenti negli equilibri di taluni patti di sindacato, individuando i requisiti per gli acquirenti dei pacchetti azionari da dismettere in un'ottica di apertura agli operatori industriali;
- (v) all'adozione di modalità per garantire assetti di *governance* privi di "conflitti" di ruoli tra soggetti con più incarichi strategici/di controllo/amministrativi in società concorrenti.

Sulla *governance* societaria l'Autorità ha dato il suo contributo valutando positivamente, in talune delle citate operazioni, l'adozione di modelli duali, ma a condizione che venisse garantita, come la stessa Banca d'Italia ha chiarito con le "Disposizioni di vigilanza" del 4 marzo, la netta separazione di ruoli tra Consiglio di Sorveglianza (con funzioni di controllo) e Consiglio di Gestione (con compiti di *management* e di gestione ordinaria). Proprio in questa prospettiva, l'Autorità ha sottolineato la preoccupazione che doppi ruoli e incarichi in più banche (quelli di controllo in un caso e di gestione ordinaria nell'altra) esponessero i mercati a rischio di riduzioni delle pressioni competitive ed ha accolto positivamente, in vista della fusione fra banche, la rinuncia a tali doppi incarichi. L'articolarsi della *governance* bancaria attraverso Comitati di varia natura e con poteri diversi da caso a caso ha reso difficile ricostruire in modo convincente il rapporto potere-responsabilità che è l'essenza del sistema della libera impresa.

4. Una efficace, e giusta, politica antitrust, presuppone innanzitutto l'idea che il mercato è l'istituzione ordinaria dello scambio e che l'obiettivo è quello di garantire le competizioni fra imprese rivali. Mercato è allora sinonimo di concorrenza e

va immaginato come un processo strutturalmente dinamico che, svolgendosi in certe condizioni, è in grado di garantire efficienza allocativa, concorrenzialità delle imprese, tutela del consumatore e potenzialità competitiva all'intero sistema economico.

Il fatto è che, alla radice, l'idea della concorrenza comporta l'idea di *prodotto* e, di conseguenza, quella di *industria*; e sappiamo che la concorrenza riguarda prodotti e servizi legati fra di loro da mutevoli rapporti di sostituibilità e/o di complementarietà. La conseguenza è che, condizioni esterne all'industria, interne alle imprese e/o inerenti alle tecnologie produttive ed all'ampiezza dei mercati hanno fatto sì che sotto l'etichetta "banca" si collocassero industrie le più diverse, corrispondenti ad altrettante tipologie di prodotto/servizio.

Di fronte ad un uditorio di così sperimentata esperienza professionale non impiego tempo ad esemplificare. Mi limito a constatare che ancora una volta, così come ha fatto tante volte nella sua storia, la banca ha saputo mutare prodotto-obiettivo, ovvero ne ha ampliato (o ristretto) la gamma, mostrando una straordinaria duttilità di adattamento.

La tradizionale industria bancaria è stata come "smontata" dal suo interno per effetto del modo in cui veniva a modificarsi strutturalmente il mercato finanziario internazionale, quello dei risparmiatori finali, degli intermediari, delle imprese, degli enti pubblici, delle Fondazioni.

Servizi una volta prodotti –magari in forma embrionale– dalla industria bancaria, sono oggi oggetto e ragione di esistere di imprese "non bancarie" ed offerti sul mercato anche attraverso i canali bancari, ma non solo attraverso di essi. Questi servizi sono in realtà offerti da una miriade di imprese sempre più specializzate talvolta identificabili in "divisioni" bancarie, talvolta in imprese controllate (o partecipate) dalle banche, talvolta infine sono del tutto indipendenti. Dietro la fase finale di un servizio offerto dalla banca non è difficile individuare la materia prima, il semi-lavorato, l'idea originale nel "combinare i fattori", una tecnologia produttiva, una differenziata metodologia di vendita.

Eppure, i dati di bilancio, disponibili proprio in questi giorni per il 2007, mostrano che la “vecchia banca”, o ciò che si annida dietro questa tradizionale dizione, insieme alla assicurazione, rappresenta ancor oggi il soggetto imprenditoriale nel quale si scaricano gli effetti ultimi di quanto si produce nel mercato finanziario. Il gioco delle economie di scopo e di scala, insieme a quello della genialità dell’innovazione, ha introdotto un drammatico dinamismo in questo comporsi e scomporsi della specie dei prodotti offerti. La tecnica e la filosofia del “*Lego*” è entrata dentro il cosiddetto sistema bancario, lo ha cambiato, lo cambierà di continuo, il suo esito complessivo non ha natura estetica, bensì di efficienza economica. Oggi chiamiamo “banche” imprese che non hanno alcuna somiglianza fra di loro, come prodotto, ambito di mercato, struttura professionale, composizione di bilancio.

5. Gli imprenditori bancari e gli azionisti rappresentati dagli amministratori hanno reagito prontamente a questi mutamenti strutturali. Lo hanno fatto seguendo strategie diverse e mutevoli. Non sono rari i casi di chi, nel giro di pochi anni, ha fatto scelte aziendali di segno opposto.

Chi guarda dall’esterno questo mondo in movimento, scopre che il gioco del “*Lego*” si presta a varianti infinite: su un corpo fisso sempre più esile, c’è chi aggiunge qualcosa e chi toglie un arto.

Il fatto è che il rapporto col mercato non ammette ambiguità e quest’ultimo non appare mai in una condizione di stabile equilibrio.

Il mercato incorpora sempre un vizio originale in quanto la libertà economica deve comprendere anche la libertà per le imprese di raggiungere la dimensione che sono in grado legittimamente di conseguire; ma in quanto qualcuna di esse cresce oltre un certo limite, ed in un contesto che non rende agevole l’organizzazione di un’offerta competitiva, diviene ostacolo per la tenuta concorrenziale del settore. Più in generale è il luogo della *virtù* e quello del *peccato*: dà spazio a chi cerca di differenziare il prodotto od il suo prezzo per rompere il con-

fine del proprio operare, ma subisce l'azione di chi vuol rendere quel gioco sterile. Gli uni vogliono divenire in qualche grado *price maker*; gli altri aspirano a creare un mondo di inoffensivi *price taker*. E siccome tutti devono raggiungere un qualche profitto, gli operatori del secondo tipo aspirano a creare un mondo di *rendite* garantite da un assetto di mercato non concorrenziale. I modi per ottenere questi esiti sono ben noti nella esperienza degli antitrust mondiali; e la teoria economica li ha abbondantemente illustrati.

Questo giuoco fra imprese, rivali, legate da accordi di vario tipo, collegate o costrette a collegarsi fra di loro, è tanto più attivo quanto più i mercati individuabili in una industria (o che ci ostiniamo a considerare tale) hanno un contenuto di prodotto variabile. Lo si ravvisa però in ogni ambito produttivo.

In quella bancaria tutto questo è avvenuto in modo rapido e particolarmente incisivo.

6. L'imprenditore bancario ha vissuto e continua a vivere perseguitato da due e non una ombra di Banco: l'una si chiama ROE e dà corpo alle attese degli azionisti, l'altra va sotto il nome di *benchmark* e nasconde le speranze dei risparmiatori.

Questo imprenditore ha dovuto operare con attese degli azionisti assai esigenti e, con le speranze dei risparmiatori di ottenere rendimenti al di sopra di sostenibili livelli. Non c'è da stupirsi se questo imprenditore ha dato ascolto ai suggerimenti di una invadente e tentatrice Lady Macbeth.

Ricorrendo ad una estrema esemplificazione analitica, si può dire che in condizioni di equilibrio di rischio di settore, il ROE netto (depurato del differenziale di rischio) fra i vari settori industriali tende a essere uguale. Quello che è più elevato nasconde o una condizione monopolistica sul mercato o una innaturale protezione nei confronti dell'ingresso di imprese rivali, oppure un rischio che prima o dopo è destinato a manifestarsi.

Ma nel frattempo una ingegneria finanziaria particolarmente industriosa ha escogitato il modo di allargare l'aggregato che

produce i ricavi ad invarianza del capitale. L'effetto sul quoziente è facile da immaginare.

Non a caso si parla con insistenza di una revisione di Basilea 2 con l'intento di riassegnare al capitale bancario quel ruolo tradizionale di presidio di stabilità della banca.

Per altro verso, rendimenti di portafoglio superiori al tasso di interesse di riferimento (quello privo di rischio di controparte, di scadenza, di liquidità) comprendevano un qualche rischio inavvertito e/o inespresso che permetteva di coprire anche le spese di gestione. Chi si compiaceva di aver conseguito un rendimento annuale di portafoglio del 10%, doveva sapere che, con un costo medio di gestione del 3% ed un rendimento di un titolo di prima qualità a breve del 4%, andava ad assumersi un rischio di dimensioni rilevanti.

A ben pensarci nei prezzi che penalizzano di questi tempi i titoli delle imprese bancarie, finanziarie, assicurative (in grado minore), c'è impressa la delusione per fatti non immaginabili nelle loro motivazioni e nelle loro dimensioni, ma c'è anche il segno di qualche sorpresa storica come quella di un Tesoro che anticipa ad una banca un ammontare che è di qualche diecina di volte il netto della Banca Centrale; o come quello di nobili "case" costrette, per poter salvare il proprio patrimonio, a dare il benessere all'arrivo di capitali di paesi lontani di ex-colonie; e c'è anche la curiosità di un fondo sovrano che diviene il maggiore azionista di una banca di gran lignaggio e con un numero di addetti maggiore degli abitanti del paese di riferimento del fondo "salvatore".

C'è tutto questo, ma credo ci sia anche qualcosa di diverso: ovvero la sensazione che il vostro mestiere va ancora a cambiare per divenire più difficile: si è chiusa la fase delle commissioni *upfront*, della strutturazione e cartolarizzazione di attivi dal rischio ingombrante, quella di prezzi di attivi di un'impresa o di prodotti finanziari scambiati attraverso accordi fra intermediari e non fissati su mercati organizzati ed ufficiali. Se è vero che in questi ultimi mercati, a parità di condizioni informative, nei prezzi sono scanditi di momento in momento *tutti* i rischi, ne deriva che i vantaggi che vi si con-

seguono sono frutto di *incertezze* e non di rischi. Ma allora c'è posto solo per un saggio di profitto "normale". Ma in presenza di prezzi ridotti alla loro nudità di espressione, i rischi che vi possono essere compresi devono essere dichiarati cosicché possano mettere le gambe in movimento di tanti risparmiatori timorosi. È stato più facile costruire qualche mercato parallelo nel quale i passivi di imprese venivano scambiati in circuiti alternativi e attraverso prodotti costruiti con materiale dismesso perché "pericoloso" ma ribattezzato poi di qualità per qualche giudizio di eccellenza ricevuto perché presentato in una nuova veste, e garantito, si fa per dire, da qualche operatore affidabile solo perché ha militato in precedenza sotto una gloriosa bandiera.

La fase acuta delle attuali difficoltà sarà superata, sia pure con modi, tempi e costi ancora non prevedibili: è stata determinata da una crescente sproporzione fra indebitamento e capitale e fra totale delle attività sullo stesso capitale. Il tronco del cono rovesciato ha visto la superficie superiore sempre più grande e quella di appoggio sempre più piccola. La legge di gravità non è controvertibile neppure nel mondo finanziario. Eppure le tentazioni di tornare ad operare con una smodata attitudine al rischio (ed al profitto) tornerà a farsi viva quanto prima. Fondamentale è che si tratti di un rischio debitamente annunciato.

7. C'è sul mercato mondiale, avrebbe detto P. Baffi, "un mare di carta moneta che è diventato un oceano": lo alimenta un paese che, godendo di una posizione di signoraggio, vi immette quotidianamente moneta e strumenti di debito corrispondenti ad una modesta manovra di bilancio del nostro Stato.

Ora che la crisi dei mercati finanziari non è un fatto di liquidità, ma di prezzi delle attività finanziarie e di fiducia nella solvibilità di chi le ha emesse o le possiede, si sa che è a disposizione tanta "materia prima" alla ricerca di talentuosi artigiani capaci di dargli nuove accattivanti forme. Quando la loro abilità tornerà a dispiegarsi si riproporrà analogo problema:

visto che gli azionisti non si accontentano di percepire dividendi di “indifferenza” fra i vari settori produttivi, e che i risparmiatori non saranno appagati di ricevere rendimenti uguali a quelli a basso rischio, qualcosa bisognerà inventare. E la giostra riprenderà a girare. Non vale lanciare avvertimenti: la prodigiosa vitalità del capitalismo è, per fortuna, irrefrenabile. Non a caso si parla di una “distruzione creativa”: val la pena ricordarsi però che essa confina qualcuno a subire gli effetti della “distruzione” ed assegna a qualche altro la possibilità di trarre vantaggio dalla “creatività”.

Fuor di metafora, il gioco dell’innovazione finanziaria pone spesso qualcuno nella condizione di riscuotere commissioni certe mentre il rischio delle operazioni proposte è trasferito ad altri. Spetta ai regolatori di questi mercati il compito di render trasparenti, e pienamente accertabili, questi rischi. Nella severa competizione imposta dai mercati efficienti, il comportamento dell’imprenditore è scritto *dentro* le regole; il di più è benvenuto ma non può che riguardare aspetti di contorno. Tutto ricade, purtroppo, sulle spalle del regolatore.

8. Quando interviene in un settore simile a quello fin qui descritto, un’Autorità antitrust non può non costruirsi scenari nei quali è compresa l’intera complessità che deve essere fronteggiata e deve essere consapevole che l’equilibrio concorrenziale che ritiene di aver raggiunto oggi, da domani sarà in movimento.

Vien da rimpiangere per il nostro mestiere, il tempo in cui ci si intendeva subito a parlare di “banca”, e quando lo “sportello” era l’inizio e la fine dell’industria bancaria. Oggi, il glorioso “sportello” continua ad essere il terminale fisso, riconoscibile dal volto umano, per alcune operazioni ma anche la bocca da fuoco per prodotti creati a migliaia di chilometri di distanza con ingredienti esotici, non conosciuti da chi li compra ma ignoti anche a chi li vende.

Questo insieme di ragioni rende particolarmente difficile il nostro lavoro in specie quando si deve definire un qualsiasi procedimento autorizzativo di concentrazione tra imprese,

dovento precisare il mercato del prodotto rilevante (sulla base della sostituibilità del prodotto stesso) e del mercato geografico rilevante configurabile a seconda della natura del prodotto, della tecnologia di trasferimento del medesimo, del trattamento giuridico e fiscale che lo caratterizza. Limitandosi al settore bancario *non retail* non si fa fatica ad individuare una decina, almeno, di mercati diversi del prodotto rilevante.

Nel momento in cui la linea di divisione fra le varie imprese si è fatta mobile e incerta, così come la fisionomia degli intermediari, la nostra Autorità è partita dall'assunto che l'effetto "Lego" è in grado di trasfigurare l'aspetto degli intermediari per cui si possono avere casi in cui lo stesso prodotto (o servizio) è offerto da imprese chiamate in vario modo, e imprese con lo stesso nome offrono prodotti i più diversi.

Il paragrafo iniziale dell'*Interim Report to the G7 Finance Ministers and Central Bank Governors* reso noto il 5 febbraio di quest'anno dal "Financial Stability Forum" a Tokio, dà prova della cautela da seguire per intervenire in mercati nei quali "asset prices", condizioni di liquidità dei mercati, stabilità ed affidabilità degli intermediari, offerta di credito sono collegati attraverso vincoli ancora non del tutto individuati. La continua revisione delle perdite stimate od accertate da decine di intermediari finanziari è la riprova che il circuito fra chi introduce rischio, chi lo diffonde, chi lo subisce è da ricostruire, non solo nelle sue dimensioni, anche perché gli attori dei mercati sono divenuti numerosissimi con compiti di ardua omologazione.

È in questo contesto contraddistinto da grandi incertezze che l'Autorità ha fatto fronte ai propri compiti istituzionali, costruendosi dei principi generali, anche ascoltando gli interessati. L'intento è stato duplice: evitare la costituzione di posizioni di dominanza sul mercato, ma anche permettere quei miglioramenti di efficienza che possono essere poi trasferiti sui consumatori e che sono in grado di rendere più forti e competitive le banche oggetto del nostro scrutinio.

Abbiamo cercato di farlo facendo propria la lezione da lunga data sperimentata della nostra Banca centrale, per la quale un

po' di "*moral suasion*", se si traduce in un comportamento condiviso e non imposto, può essere di beneficio per tutti.

I risultati sembrano positivi. Non pochi sono gli aspetti che debbono ancora essere messi a punto; l'Autorità è consapevole che il tema dell' "*interlocking directory*" è così sfuggente che si presta a soluzioni o ambigue o insufficienti o inattuabili, e che il cliente può essere ancor oggi oggetto di pratiche tutt'altro che trasparenti e leali. Ma è convinta di avere scelto la via giusta: si augura che, con il contributo di tutti voi, della vostra Associazione ed in colloquio continuo, quando necessario, con la Banca d'Italia e la Consob, si possa arrivare a costruire un sistema bancario, assicurativo, finanziario e di tutti gli altri intermediari già attivi, o che emergeranno, efficiente, trasparente, redditizio, in cui si possa "peccare" con insistenza, ma con "moderazione" dentro un sistema di regole che produce soluzioni concorrenziali, ma nel quale gli equilibri competitivi siano in grado di garantire condizioni ragionevolmente vantaggiose ai consumatori finali, agli enti pubblici territoriali, alle imprese, anche a quelle, sempre più numerose, che operano nella struttura verticale che organizza qualche pezzo del prodotto finanziario.

Dott. Giovanni CAROSIO,

Vice Direttore Generale della Banca d'Italia

Il tema della sessione di oggi, *“Regole e comportamenti: a che punto siamo?”*, invita a fare un bilancio in un momento in cui il mondo della finanza è immerso in turbolenze di cui non si sono ancora svelate tutte le implicazioni. Quel che è certo è che il rapporto tra regole e comportamenti è al centro degli sviluppi che stiamo vivendo.

In effetti gli aspetti critici che si sono manifestati nel funzionamento dei mercati derivano non tanto da eventi congiunturali avversi (che, al più, hanno agito da detonatore), né da evidenti violazioni di norme (che, pure, marginalmente, hanno avuto qualche rilievo), quanto da una somma di comportamenti, ciascuno non particolarmente gravido di conseguenze, che hanno finito per creare situazioni rischiose, di ampiezza fuori del comune, suscitando interrogativi sull'opportunità di estendere l'esistente apparato di regole e controlli, o comunque di rivederne il funzionamento.

Dunque, più che un bilancio, quello che possiamo fare è una discussione su come si sta modificando la nostra percezione di quello che ci aspettiamo da regole e comportamenti.

I principali fattori di cambiamento del mercato finanziario

A partire dallo scorso decennio l'evoluzione dei mercati finanziari è stata incessante. Movimenti di capitale liberi, processi di privatizzazione, deregolamentazione, innovazione finanziaria e progressi della tecnologia hanno spinto l'espansione e l'integrazione dei mercati finanziari e l'aumento della concorrenza.

Nuovi strumenti finanziari hanno permesso di trasferire rapidamente e a costi contenuti ingenti risorse, agevolato la ridistribuzione dei rischi tra i diversi operatori, reso interd-

pendenti i rischi assunti dai vari intermediari.

La tecnologia finanziaria, unita all'abbondante liquidità e alla bassa volatilità che hanno caratterizzato i mercati sino alla scorsa estate, ha favorito l'adozione da parte delle maggiori banche internazionali di nuovi modelli operativi, in cui i finanziamenti erogati sono cartolarizzati e ceduti a una vasta platea di operatori. Nel nuovo modello di intermediazione le banche riducono la propria funzione di investitori per accrescere quella di produttore e di distributore di prodotti, integrandosi con i mercati finanziari. Ne viene profondamente mutata la distribuzione dei rischi tra i soggetti coinvolti. Gli intermediari sottoposti a maggiori controlli, tipicamente le banche, detengono una quota minore delle attività finanziarie complessive; la trasformazione e la distribuzione dei rischi avvengono in misura crescente in mercati, molti di recente creazione, anziché in transazioni bilaterali con intermediari; gli eventi recenti hanno mostrato che la volatilità dei prezzi in questi mercati e la correlazione fra di essi possono variare in maniera imprevista.

In parallelo alla trasformazione degli strumenti finanziari sono mutate le esigenze - creditizie, di investimento, previdenziali - per le quali la clientela si rivolge al sistema finanziario: la richiesta di finanziamenti per l'acquisto di beni immobili e di consumo è cresciuta a ritmi molto più elevati del credito alle imprese; la ricomposizione della ricchezza delle famiglie ha comportato l'aumento della domanda di prodotti e servizi di investimento. È destinato a crescere il risparmio previdenziale a fronte dell'esigenza delle persone di colmare la riduzione delle pensioni pubbliche.

Abbiamo dunque, insieme a un ampliamento del grado di intermediazione finanziaria dell'economia e della platea dei soggetti che vi partecipano, anche un aumento dell'asimmetria, nella disponibilità di informazioni e nella capacità di utilizzarle, fra i diversi partecipanti. Un'intermediazione finanziaria sempre più complessa si indirizza a utenti finali il cui

grado medio di sofisticazione tende a decrescere. Rispetto a queste tendenze in corso da tempo, gli sviluppi più recenti nel funzionamento dei mercati aggiungono la parcellizzazione dell'intermediazione fra un numero crescente di agenti specializzati, che a sua volta aumenta la possibilità di disallineamento fra gli incentivi dei diversi partecipanti e degli utenti finali, come si è visto clamorosamente nel caso dei mutui *sub-prime*.

I rischi derivanti dai nuovi scenari di mercato

Il rapido sviluppo dei servizi di investimento e di gestione del risparmio, l'alto tasso di innovazione e la complessità dei prodotti finanziari hanno reso più difficoltoso per i risparmiatori percepire correttamente il rischio associato a ciascuno di essi. Negli scorsi anni episodi di *mis-selling* di prodotti finanziari, in Italia e all'estero, non solo hanno scosso la fiducia del pubblico nei confronti del sistema finanziario, ma hanno anche messo in evidenza il grado di "immaturità" finanziaria della maggior parte dei clienti.

Al di là di episodi che configurano la violazione di regole di condotta da parte degli intermediari, il rischio che, in assenza di una adeguata cultura finanziaria, i risparmiatori assumano decisioni di investimento inefficienti è concreto. Né è sufficiente per mitigare tale rischio il ruolo di assistenza e consulenza svolto dagli intermediari, tenuto anche conto della spiccata propensione all'investimento diretto degli italiani.

Per orientarsi nella variegata offerta di servizi bancari e di prestiti è richiesta una adeguata "capacità di lettura" delle proposte e piena consapevolezza delle proprie esigenze finanziarie. Il sostenuto ritmo di crescita dei finanziamenti presuppone, da parte della clientela, una accurata valutazione della propria situazione finanziaria, attuale e prospettica, per evitare i rischi insiti nel sovraindebitamento.

L'errata percezione dei costi e della qualità dei servizi, oltre a penalizzare i singoli utenti, alimenta contenziosi con le banche, ne mina il rapporto fiduciario e ostacola il corretto operare della concorrenza. Una scarsa capacità di autotutela da parte della clientela depotenzia le forme di protezione previste dall'ordinamento.

Anche per gli intermediari i rischi si sono amplificati. Le vicende degli ultimi mesi hanno fatto emergere le criticità e i rischi insiti nel modello *originate-to-distribute* e la difficoltà di gestire i rischi della finanza innovativa. La complessità di alcuni titoli strutturati ha evidenziato i limiti delle tecniche di valutazione delle attività basate su modelli matematici, specie in presenza di condizioni di mercato estreme. I sistemi di *risk management* non sono riusciti a cogliere tutti i rischi, tra cui quelli di liquidità e di controparte, degli strumenti finanziari più innovativi; scarsa attenzione è stata prestata ai rischi di eventi estremi e alle loro correlazioni in condizioni di stress. La necessità di riprendere in bilancio attività precedentemente cedute, vuoi per evitare rischi legali e di reputazione, vuoi per prevenire ulteriori vendite in mercati già profondamente depressi, ha dilatato i fabbisogni di liquidità e di capitale in maniera del tutto imprevista.

Rischi legali e di reputazione, di difficile valutazione, come gli esiti delle controversie legali, si manifestano in misura crescente in connessione con l'operatività con la clientela e con la prestazione di servizi di investimento.

Anche dove non emergano responsabilità legali, i possibili riflessi negativi per l'immagine dell'intermediario possono tradursi in danni patrimoniali effettivi, quando, per ristabilire il rapporto fiduciario con la clientela, si procede a transazioni per ristorarla delle perdite subite. Il problema è particolarmente avvertito in paesi, come il nostro, in cui la prestazione congiunta da parte delle banche di più attività - quali l'erogazione del credito, la consulenza per l'emissione di titoli e il

loro collocamento, la gestione del risparmio - se da un lato genera rilevanti economie di scala e di scopo, dall'altro può favorire l'insorgere di conflitti di interessi.

Le risposte normative

L'emergere di nuovi rischi e vulnerabilità nel sistema finanziario induce naturalmente a riflettere sull'adeguatezza del quadro regolamentare. Il modo in cui si struttura l'intermediazione dipende, infatti, in parte dagli incentivi creati dalle regole: l'analisi della crisi dei mutui *sub-prime*, ad esempio, da un lato ha sollevato interrogativi su numerosi aspetti tecnici delle regole di calcolo dei requisiti patrimoniali delle banche, dall'affidamento sui giudizi delle società di rating alle modalità di calcolo dei rischi inerenti alle cartolarizzazioni; dall'altro ha fatto sorgere dubbi sull'impostazione stessa della regolamentazione prudenziale recente, concentrata quasi esclusivamente sulle banche e fondata sul principio di fissare gli obiettivi di contenimento del rischio, lasciando ampia libertà agli operatori su come raggiungerli.

È interessante notare, a questo proposito, che molti dei fattori all'origine della crisi finanziaria in atto erano stati identificati e analizzati da tempo. Mi riferisco ai punti deboli del modello *originate-to-distribute*, alla sottostima del rischio implicita negli spread dei tassi d'interesse, all'eccessivo affidamento sulla liquidabilità degli strumenti finanziari o sulla stabilità delle correlazioni osservate fra strumenti diversi, alla stessa pericolosità dei mutui *sub-prime*. Eppure il modo con cui la crisi si è avviata, attraverso dubbi sulla portata degli impegni di alcune banche a fornire liquidità a veicoli di investimento e la successiva paralisi del mercato interbancario, è stato del tutto inatteso.

Sarebbe dunque sterile inseguire e cercare di regolamentare le singole fattispecie in cui il rischio può materializzarsi.

Piuttosto, come correttamente fa la normativa prudenziale bancaria, occorre insistere sull'adeguatezza dei meccanismi di governo aziendale e di gestione dei rischi degli intermediari. E' da essi che ci si doveva aspettare che percepissero la potenziale pericolosità di relazioni ambigue con veicoli d'investimento formalmente separati o che avessero contemplato le ripercussioni di scenari di mercato particolarmente avversi, e così via.

Del resto una delle poche conclusioni cui è già possibile pervenire è che fra le grandi banche internazionali esistono significative differenze nella qualità dell'organizzazione aziendale e della gestione dei rischi e che quest'ultima non è necessariamente correlata con il grado di sofisticazione dell'attività svolta.

L'analisi dettagliata di tutti gli aspetti delle nuove regole sul capitale che si riferiscono alle cartolarizzazioni e ai prodotti strutturati è già in corso nei gruppi tecnici del Comitato di Basilea. È probabile che porti a qualche aggiustamento nei metodi di calcolo dei rischi, con riferimento a particolari strutture di intermediazione, e a chiarimenti interpretativi; ma lungi dall'aver rilevato difetti d'impostazione sta anzi mettendo in luce i vantaggi che sarebbero derivati da una più rapida introduzione della nuova disciplina.

In particolare, una regolamentazione per obiettivi appare l'unica in grado di gestire la continua innovazione negli strumenti finanziari, spostando sugli intermediari la responsabilità di individuare e valutare tutti i rischi impliciti nella loro attività.

Una indicazione di principi anziché di prescrizioni è l'obiettivo che i comitati internazionali di regolamentazione si stanno ponendo nell'affrontare il tema del rischio di liquidità, ancor più di quanto si sia fatto nel campo dell'adeguatezza patrimoniale.

Quanto alla più generale questione dell'opportunità di allargare l'area a cui si applica la regolamentazione, le conclu-

sioni preliminari a cui è giunto il Financial Stability Forum sono: in primo luogo che i meccanismi di reputazione che determinano gli incentivi per i diversi attori del nuovo modello di intermediazione - in particolare società di rating e gestori di veicoli di investimento - hanno certamente bisogno di essere rafforzati, attraverso autoregolamentazione e trasparenza, ma probabilmente non di essere sostituiti da meccanismi di regolamentazione vera e propria; in secondo luogo che il mantenimento di condizioni di consapevole e prudente assunzione di rischio da parte delle banche è elemento cruciale per dare stabilità agli altri segmenti della catena dell'intermediazione.

In effetti, dal momento in cui i mercati finanziari hanno cominciato a manifestare difficoltà di funzionamento, la dipendenza dell'intero sistema dalle banche è risultata ben maggiore di quanto la diminuzione relativa della dimensione dei loro bilanci facesse ipotizzare. Questa situazione da un lato consente di far leva sulle istituzioni bancarie e su una loro accresciuta sensibilità per i rischi anche sistemici, al fine di esercitare un freno sull'eccessiva assunzione di posizioni rischiose da parte dei segmenti non vigilati del sistema finanziario; dall'altro accresce l'importanza di preservare la stabilità di istituzioni al cuore del sistema.

Anche per la regolamentazione a protezione degli utenti dei servizi finanziari si è posto il problema di come accrescere l'efficacia in mercati sempre più complessi, mutevoli e integrati. In Europa la risposta normativa venuta con la MiFID si iscrive anch'essa nel modello di identificare gli obiettivi di interesse pubblico che gli intermediari sono chiamati a perseguire, lasciando ad essi in larga misura la scelta delle modalità organizzative con cui realizzarli.

I comportamenti

Le considerazioni sin qui svolte conducono per varie vie

a sottolineare che sui comportamenti dei banchieri si appuntano aspettative molto elevate.

Nonostante la cartolarizzazione e lo spostamento dell'intermediazione verso i mercati, le banche rimangono al centro del sistema finanziario e su di esse si conta per il mantenimento di condizioni di stabilità complessiva.

I diversi tipi di regolamentazione, da quella prudenziale a quella di tutela della clientela, chiedono non semplici adempimenti, ma un'obbligazione di risultato; spostano sugli intermediari la responsabilità di determinare quali comportamenti corrispondono agli obiettivi che la regolamentazione stabilisce.

Primo tra gli obiettivi è l'individuazione precoce dei rischi che possono derivare per l'attività delle banche da nuove tendenze nei mercati. Come l'esperienza recente dimostra, occorre peraltro andare al di là dell'impatto diretto che può derivare dai propri impegni contrattuali, per cercare di valutare le reazioni che si possono scatenare nei mercati per effetto dei comportamenti degli intermediari stessi volti a ridurre la propria esposizione al rischio.

Alle banche, o almeno alle maggiori di esse, si chiede anche di esercitare un'azione calmierante sui mercati, astenendosi dal prendere parte in transazioni che appaiono alimentare tendenze alla lunga insostenibili.

Nell'attività al dettaglio si sommano le norme prudenziali, che esigono di minimizzare i rischi legali e di reputazione e dunque di percepirne i legami con l'attività svolta giorno per giorno, e le norme a tutela degli utenti, che chiedono comportamenti atti a salvaguardare determinati interessi dei clienti.

In definitiva, perché il nuovo impianto regolamentare appena entrato in vigore possa funzionare è necessaria una auto-organizzazione dei comportamenti delle banche che rea-

lizzi le finalità della regolamentazione. Il problema è che è molto difficile che questo possa avvenire per iniziativa dei singoli intermediari, se solo si riflette al fatto che, anche quando si è trattato semplicemente di proteggere il proprio conto economico si sono osservate ampie differenze nella loro capacità di dare risposte efficaci. Occorre dunque pensare a una combinazione di iniziative del settore bancario e di continua interazione con le autorità di supervisione.

Un primo esempio di questa interazione si è avuto con il processo di applicazione concreta delle nuove regole sull'adeguatezza patrimoniale, che ha creato ormai da molto tempo uno scambio intenso fra la Vigilanza e le banche, soprattutto quelle interessate dai metodi più avanzati, che sta passando dalla fase della convalida dei modelli quantitativi a quella della revisione periodica della valutazione dei rischi e della loro copertura. In parallelo, dal primo manifestarsi delle turbolenze sui mercati, è stato avviato coi maggiori istituti un confronto periodico sui principali fattori di rischio che caratterizzano i mercati.

Un'area specifica di attenzione, acuitasi nei mesi più recenti, è quella dei prodotti strutturati e dai profili di rischio complessi. Le Disposizioni di vigilanza esplicitano il criterio secondo cui una banca non deve né acquisire prodotti di cui non è in grado di valutare appieno il rischio, né intermediarli col pubblico. L'allineamento dei comportamenti all'obiettivo della norma appare richiedere una continua interazione fra supervisori e intermediari.

L'allineamento dei comportamenti agli obiettivi della regolamentazione, l'interazione fra intermediari e autorità di supervisione per discutere dell'appropriatezza delle soluzioni organizzative, per segnalare problemi applicativi e possibili rischi sono necessari anche nel campo dei servizi alla clientela, dove la competenza regolamentare principale è, naturalmente, della Consob.

A questo proposito va peraltro ricordato che nessuna tutela degli utenti può veramente realizzarsi senza che si accresca la loro capacità di valutare le caratteristiche dei diversi prodotti finanziari e la loro conformità alle proprie esigenze. Occorre immaginare modalità per passare dalla semplice consegna di informazioni a forme che si avvicinino di più all'educazione finanziaria. Anche un progetto del genere, naturalmente, non può che scaturire da una collaborazione fra autorità, singoli intermediari e loro associazioni.

Siamo dunque solo all'inizio di quello che appare come un processo complesso e impegnativo per la quantità di risorse che implica, anche se deve soccorrere il principio di proporzionalità, che mette l'ampiezza degli adempimenti richiesti in relazione con la complessità dell'attività condotta dai singoli intermediari.

Conclusioni

In conclusione, una normativa per principi, come si è andata sviluppando negli ultimi anni, è necessaria per fronteggiare adeguatamente mercati in continua evoluzione, e l'esperienza di questi ultimi difficili mesi, pur suggerendo alcuni adattamenti, non mette in discussione questa impostazione. Piuttosto, risulta sempre più evidente che una normativa per principi ha bisogno di essere completata da prassi comportamentali coerenti, una parte delle quali si trasformerà in standard professionali, elaborati dagli intermediari in un confronto continuo coi supervisori.

**ADERENTI ALLA ASSOCIAZIONE
PER LO SVILUPPO DEGLI STUDI DI BANCA E DI BORSA**

Aletti Montano & Co.
Allfunds Bank, S.A.
Allianz Bank Financial Advisors, S.p.A.
Anima SGR S.p.A.
Asset Banca S.p.A.
Assiom
Associazione Nazionale per le Banche Popolari
Banca Agricola Popolare di Ragusa
Banca Aletti & C. S.p.A.
Banca Antoniana - Popolare Veneta
Banca di Bologna
Banca della Campania S.p.A.
Banca Carige S.p.A.
Banca Carime S.p.A.
Banca Cassa di Risparmio di Asti S.p.A.
Banca C. Ponti S.p.A.
Banca CRV - Cassa di Risparmio di Vignola S.p.A.
Banca della Ciociaria S.p.A.
Banca Commerciale Sammarinese
Banca Esperia S.p.A.
Banca Fideuram S.p.A.
Banca del Fucino
Banca Imi S.p.A.
Banca di Imola S.p.A.
Banca per il Leasing - Italease S.p.A.
Banca di Legnano S.p.A.
Banca delle Marche S.p.A.
Banca Mediolanum S.p.A.
Banca del Monte di Parma S.p.A.
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.
Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.
Banca Network Investimenti S.p.A.
Banca della Nuova Terra S.p.A.
Banca di Piacenza
Banca del Piemonte S.p.A.
Banca Popolare dell'Alto Adige
Banca Popolare di Ancona S.p.A.
Banca Popolare di Bari
Banca Popolare di Bergamo S.p.A.
Banca Popolare di Cividale
Banca Popolare Commercio e Industria S.p.A.
Banca Popolare dell'Emilia Romagna
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio
Banca Popolare di Garanzia
Banca Popolare di Intra S.p.A.
Banca Popolare Lodi S.p.A.
Banca Popolare di Marostica
Banca Popolare del Materano S.p.A.
Banca Popolare di Milano
Banca Popolare di Novara S.p.A.
Banca Popolare di Puglia e Basilicata
Banca Popolare Pugliese
Banca Popolare di Ravenna S.p.A.
Banca Popolare di Sondrio
Banca Popolare di Spoleto S.p.A.
Banca Popolare Valconca

Banca Popolare di Verona - S. Geminiano e S. Prospero S.p.A.
 Banca Popolare di Vicenza
 Banca Regionale Europea S.p.A.
 Banca di Roma S.p.A.
 Banca di San Marino
 Banca di Sassari S.p.A.
 Banca Sella S.p.A.
 Banco di Brescia S.p.A.
 Banco di Desio e della Brianza
 Banco di Napoli S.p.A.
 Banco Popolare Società Cooperativa
 Banco di San Giorgio S.p.A.
 Banco di Sardegna S.p.A.
 Barclays Bank Plc
 Carichieti S.p.A.
 Carifano S.p.A.
 Carifermo S.p.A.
 Cassa Lombarda S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Alessandria S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Ascoli Piceno S.p.A.
 Cassa di Risparmio in Bologna S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Cento S.p.A.
 Cassa di Risparmio Città di Castello S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Firenze S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Foligno S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Forlì S.p.A.
 Cassa di Risparmio Friuli Venezia Giulia S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Pistoia e Pescia S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Prato S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Ravenna S.p.A.
 Cassa di Risparmio della Repubblica di S. Marino
 Cassa di Risparmio di Rimini S.p.A.
 Cassa di Risparmio di San Miniato S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Savona S.p.A.
 Cassa di Risparmio della Spezia S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Venezia S.p.A.
 Cassa di Risparmio di Volterra S.p.A.
 Cedacri S.p.A.
 Centrale dei Bilanci
 Centrobanca S.p.A.
 Credito Artigiano S.p.A.
 Credito Bergamasco S.p.A.
 Credito Emiliano S.p.A.
 Credito di Romagna S.p.A.
 Credito Siciliano S.p.A.
 Credito Valtellinese
 CSE - Consorzio Servizi Bancari
 Deutsche Bank S.p.A.
 Eticredito Banca Etica Adriatica
 Euro Commercial Bank S.p.A.
 Farbanca S.p.A.
 Federazione Lombarda Banche di Credito Cooperativo
 Federcasse
 Findomestic Banca S.p.A.
 Interbanca S.p.A.

Intesa SanPaolo S.p.A.
Istituto Centrale Banche Popolari Italiane
MCC S.p.A.
Mediocredito Trentino Alto Adige S.p.A.
Meliorbanca S.p.A.
Sedicibanca S.p.A.
SIA-SSB S.p.A.
UBI Banca
UBI Banca Private Investment S.p.A.
UBI Pramerica SGR S.p.A.
UGC Banca S.p.A.
Unibanca S.p.A.
Unicredit Banca S.p.A.
Unicredito Italiano S.p.A.
Unipol Banca S.p.A.
Veneto Banca Holding

Amici dell'Associazione

Arca SGR S.p.A.
Associazione Studi e Ricerche per il Mezzogiorno
Banca Intesa a.d. Beograd
Centro Factoring S.p.A.
Finsibi S.p.A.
Fondazione Cassa di Risparmio di Biella S.p.A.
Kpmg Advisory S.p.A.
Intesa Casse del Centro
Sofid S.p.A.

ELENCO DEGLI ULTIMI QUADERNI PUBBLICATI

PER L'ELENCO COMPLETO DELLE PUBBLICAZIONI ASSBB CONSULTARE IL SITO
www.assbb.it

- N. 200 «I CAMBIAMENTI NELLA REGOLAMENTAZIONE SUI REQUISITI PATRIMONIALI E NEGLI ASSETTI PROPRIETARI DELLE BANCHE»
T. Bianchi - G. Carosio - F.M. Frasca - S. Cassese - luglio 2002
- N. 201 “L'EVOLUZIONE DEI MODELLI ORGANIZZATIVI: IMPLICAZIONI PER L'EFFICIENZA E LA REDDITIVITA' DEI GRUPPI BANCARI”
G. Fiorani - A. Profumo - M. Gasco - P. Gualtieri - P. Gavazzi - luglio 2002
- N. 202 “PROBLEMATICHE DELL'ATTIVITÀ BANCARIA E FINANZIARIA IN ITALIA”
V. Desario - aprile 2003
- N. 203 “I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITÀ DELLE BANCHE: ASPETTI GENERALI E QUALITÀ DEL CREDITO”
T. Bianchi - F. Cesarini - D. Croff - maggio 2003
- N. 204 “PREVENZIONE DEI RISCHI OPERATIVI E DISASTER RECOVERY NELLA RECENTE ESPERIENZA DELLE BANCHE ITALIANE”
C. Tresoldi - P. L. Curcuruto - maggio 2003
- N. 205 “I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITÀ DELLE BANCHE: I RICAVI DA SERVIZI”
R. Locatelli - P. D. Gallo - giugno 2003
- N. 206 “IL NUOVO DIRITTO SOCIETARIO”
G. Ferrarini - F. Frasca - A. Colombo - luglio 2003
- N. 207 “ORIENTAMENTI MORALI DELL'OPERARE NEL CREDITO E NELLA FINANZA”
G. Vigorelli - F. Cesarini - Dionigi Card. Tettamanzi - novembre 2003
- N. 208 “STRUTTURA E OPERATIVITÀ DEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO A DIECI ANNI DAL TESTO UNICO”
P. Abbadessa - F. Panetta - M. Sarcinelli - M. Onado - novembre 2003
- N. 209 “BANCHE/FAMIGLIE: UNA RELAZIONE DI CLIENTELA DA RICONSIDERARE. UN CONTRIBUTO ALL'ANALISI”
T. Bianchi - aprile 2004
- N. 210 “LA TRASPARENZA DELLE OPERAZIONI BANCARIE E LA TUTELA DEL RISPARMIATORE”
G. Alpa - giugno 2004
- N. 211 “L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DELLE BANCHE”
F. Cesarini - G. Gobbi - R. Lupi - luglio 2004
- N. 212 “EVOLUZIONE DELLA NORMATIVA COMUNITARIA SUI MERCATI E LE NUOVE REGOLE CONTABILI”
M. Anolli - B. Bianchi - M. Venturino - luglio 2004
- N. 213 “LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE NELLA PROSPETTIVA DELL'ALLARGAMENTO DELL'UNIONE EUROPEA”

- N. 214 G. Morcaldo - S. Rossi - M. Lossani - luglio 2004
**“I RAPPORTI DELLE BANCHE CON LE FAMIGLIE:
 EVOLUZIONE DEL MERCATO E CANALI DISTRIBUTIVI”**
 F. Panetta - C. Fioravanti - G. Auletta Armenise - P. Gualtieri - luglio 2004
- N. 215 **“ALZATEVI, ANDIAMO!”**
 L. Ormaghi - S. E. Dionigi Tettamanzi - P. F. Casini - luglio 2004
- N. 216 **“DE GASPERI, RITRATTO DI UNO STATISTA”**
 G. Vigorelli - G. Rumi - G. Andreotti - M. R. De Gasperi - dicembre 2004
- N. 217 **“ASPETTI E PROBLEMI DEL FINANZIAMENTO DEGLI ENTI LOCALI”**
 G. Vigorelli - P. Giarda - M. T. Salvemini - dicembre 2004
- N. 218 **“LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE E
 LA GESTIONE DELLE BANCHE ITALIANE NEL 2004”**
 G. Morcaldo - S. Rossi - D. Delli Gatti - M. Arpe - luglio 2005
- N. 219 **“METODOLOGIE DI EROGAZIONE DEL CREDITO ALLE IMPRESE:
 STATO DELL'ARTE E TENDENZE EVOLUTIVE”**
 F. Galmarini - C. Venesio - luglio 2005
- N. 220 **“IL CONTROLLO DEI RISCHI: NUOVI STRUMENTI E NUOVE REGOLE”**
 R. Locatelli - S. Laviola - D. Alfonsi - luglio 2005
- N. 221 **“BANCHE E FINANZA PER LA CRESCITA DELLE IMPRESE”**
 M. Perini - E. Piol - luglio 2005
- N. 222 **“RECENTI SVILUPPI E PROSPETTIVE DI CRESCITA DEL MERCATO
 DEI DERIVATI FINANZIARI”**
 T. Bianchi - F. M. Frasca - M. Faroni - G. Gorno Tempini - luglio 2005
- N. 223 **“LE NUOVE NORME CONTABILI E GLI EFFETTI
 SULLE BANCHE E SULLE IMPRESE”**
 T. Bianchi - A. Giussani - luglio 2005
- N. 224 **“SUI CONFLITTI D'INTERESSE NELLE BANCHE, CON DIVAGAZIONE”**
 M. Sarcinelli - dicembre 2005
- N. 225 **“CONCORRENZA E CONCENTRAZIONI NEL SISTEMA BANCARIO”**
 M. Grillo - dicembre 2005
- N. 226 **“NUOVI SCENARI PER IL SISTEMA BANCARIO TRA CAMBIAMENTI
 MACROECONOMICI E INNOVAZIONI NORMATIVE”**
 V. Desario - marzo 2006
- N. 227 **“LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE E IL RECUPERO
 DI COMPETITIVITÀ DELL'ITALIA E DELL'EUROPA”**
 G. Morcaldo - D. Delli Gatti - marzo 2006
- N. 228 **“IL QUADRO ECONOMICO DI RIFERIMENTO E
 LA REDDITIVITÀ DELLE BANCHE”**
 M. Morelli - F. Viola - maggio 2006
- N. 229 **“I RIFLESSI DELLA NUOVA DISCIPLINA DI TUTELA DEL RISPARMIO
 SUI RAPPORTI TRA BANCHE E CLIENTI”**
 T. Bianchi - C. Pisanti - M. Sella - G. Forestieri - maggio 2006
- N. 230 **“I MERCATI BANCARI DELL'EUROPA ORIENTALE:**

OPPORTUNITÀ E RISCHI

C. Salvatori - giugno 2006

- N. 231 **“IL SISTEMA FINANZIARIO E I DIVARI ECONOMICI TERRITORIALI”**
G. Gobbi - C. Ciccolella - M. Jacobini - ottobre 2006
- N. 232 **“TENDENZE DELLA REGOLAZIONE DELLA FINANZA IN TEMPI DI GLOBALIZZAZIONE”**
P. Ranci - C. Mc Carthy - maggio 2007
- N. 233 **“L’IMPATTO DELLA DIRETTIVA MiFID SUI MERCATI”**
M. Anolli - G. Petrella - C. Faissola - G. Cammarano - maggio 2007
- N. 234 **“IL FEDERALISMO FISCALE IN ITALIA: FATTI E PROBLEMI”**
M. Bordignon - F. Ambrosanio - A. Zanardi - A. Staderini - maggio 2007
- N. 235 **“IL CONFLITTO DI INTERESSI NELLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO: DIAGNOSI E TERAPIE”**
G. Presti - M. Rescigno - maggio 2007
- N. 236 **“IL RUOLO DELLE AUTORITÀ NELLA REGOLAZIONE DELLA FINANZA”**
M. Onado - G. Calabrò - F. Saccomanni - maggio 2007
- N. 237 **“I CONFLITTI D’INTERESSE E I SERVIZI D’INVESTIMENTO”**
T. Bianchi - M. Bianco - M. Sarcinelli - maggio 2007 - luglio 2007
- N. 238 **“LA DIRETTIVA MiFID E GLI EFFETTI DEL SUO RECEPIMENTO”**
V. Conti - G. Sabatini - C. Comporti - maggio 2007 - settembre 2007

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria dell’Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: assbb@bpici.it

