

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

V. CONTI - I. VISCO - C. FAISSOLA

“REGOLE E MERCATO”

Interventi tenuti nell’ambito del seminario su
**“Credito, capitale e regole: quale equilibrio dinamico
per lo sviluppo economico in un contesto
di sana concorrenza”**

Castello dell’Oscano - Perugia, 13 marzo 2010

QUADERNO N. 256

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

V. CONTI - I. VISCO - C. FAISSOLA

“REGOLE E MERCATO”

Interventi tenuti nell'ambito del seminario su
***“Credito, capitale e regole: quale equilibrio dinamico
per lo sviluppo economico in un contesto
di sana concorrenza”***

Castello dell'Oscano - Perugia, 13 marzo 2010

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: bpci-assbb@bpci.it
sito web: www.assbb.it

Dott. Vittorio CONTI

Commissario CONSOB

Obbligazioni bancarie e tutela degli investitori retail: sviluppi regolamentari ed implicazioni operative

1 - Premessa¹

1.1 Un po' di tempo fa un articolo sul *Financial Times* invitava le banche a ritornare ai fondamentali. Erano i mesi in cui si iniziava a riflettere sui motivi e sui possibili rimedi ai problemi creati della crisi che stiamo vivendo.

Tale esigenza è sempre più avvertita anche nel nostro Paese, specialmente da quando si fanno insistenti i richiami alle banche sia perché ritornino ad interpretare il ruolo di finanziatrici di un sistema produttivo in difficoltà, dopo un lungo periodo in cui si è guardato alla finanza più come fine che come mezzo, sia per invitarle a rinsaldare il rapporto fiduciario con la propria clientela *retail* penalizzata dalla opacità dei mercati.

I mutamenti di questi anni sono destinati ad incidere in modo significativo sul percorso che le banche dovranno seguire in futuro, e di essi ci si dovrà fare carico per evitare che il “ritorno ai fondamentali” si trasformi nel ritorno ad un passato senza prospettive.

Affinché ciò non accada le aziende di credito sono chiamate a rispondere alle lezioni della crisi ripensando i propri orientamenti strategici e gestionali con riferimen-

¹ Ringrazio la Dott.ssa Nadia Linciano ed il Dott. Giovanni Siciliano con cui ho avuto la possibilità di confrontarmi su questi temi. Un grazie particolare alla Dott.ssa Romina Scala per la preziosa collaborazione.

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

to non solo al proprio attivo ma anche alla struttura del passivo e alla gestione dei servizi di investimento.

1.2 L'evoluzione delle prassi operative di questi ultimi anni, e gli orientamenti regolamentari che hanno accompagnato gli sviluppi della crisi, stanno prospettando la necessità di nuove chiavi per una lettura integrata dell'attivo e del passivo rispetto a quelle tradizionalmente affidate all'ALM (quali la trasformazione delle scadenze, il rischio di tasso e la gestione della liquidità). In particolare sono due le esigenze da soddisfare: la prima discende dalla necessità di raccogliere fondi per finanziare l'attivo in condizioni di mercato particolarmente difficili, rispondendo al contempo alla richiesta della Autorità di innalzare il livello delle tutele per i clienti risparmiatori; la seconda riguarda il bisogno di irrobustire la dotazione di capitale, in presenza di una pesante fase recessiva che porta con sé un deterioramento della qualità dell'attivo e, con essa, l'erosione dei livelli di capitalizzazione necessari per sostenere la crescita degli impieghi. Anche in questo caso l'orientamento dei regolatori è per la determinazione di requisiti più stringenti (Basilea3) al fine di meglio presidiare la stabilità.

1.3 In questo difficile contesto le prassi operative sono già mutate nel tentativo di trovare risposte ad entrambi i problemi appena richiamati, anche se con modalità differenti nei diversi paesi. Ciò sta accadendo sia adattando strumenti di raccolta già noti, sia con nuovi prodotti che dovrebbero rispondere meglio alle eventuali emergenze da sottocapitalizzazione. Tra questi ultimi troviamo i *contingent convertible*, prodotti strutturati come obbligazioni che, al raggiungimento di prestabiliti livelli soglia di appositi "allertatori" di tensioni patrimoniali, vengono trasformate in azioni, contribuendo così all'ampliamento della base patrimoniale prima che si rendano necessari interventi di salvataggio. Di questo prodotto

fanno discutere sia la possibilità che di fatto si trasformi in un facile strumento di salvataggio “di mercato” a disposizione di *manager* responsabili di aver gestito male le imprese a loro affidate, sia la individuazione dei soggetti a cui assegnare il delicato compito di valutare il momento in cui attivare i *trigger*.

Per i prodotti più tradizionali - quali ad esempio le obbligazioni con abbinati derivati, le convertibili o le strutturate - ci si interroga sulla necessità di rafforzare i presidi di trasparenza e le regole di condotta da imporre agli intermediari per le tipologie più complesse. Ciò in considerazione del fatto che negli ultimi anni molti di questi strumenti di raccolta sono cresciuti di complessità e rischiosità, senza che il loro ingresso tra i prodotti su cui si formano le scelte allocative degli investitori *retail* fosse assistito da una disciplina sufficientemente tutelante.

Quest'ultimo aspetto è particolarmente importante per il nostro sistema bancario dato il peso che hanno le obbligazioni tra gli strumenti di raccolta.

Per meglio cogliere le possibili conseguenze di tale dinamica, analizziamo innanzitutto le principali caratteristiche delle emissioni avvenute in questi ultimi anni, per passare poi a considerare i termini del dibattito sulla regolamentazione e sulle conseguenti implicazioni operative.

2. Emissioni obbligazionarie in Italia

2.1 Comparando il peso delle diverse forme tecniche di raccolta degli intermediari bancari europei, sulla base dei dati di bilancio 2008 riferiti ai principali gruppi bancari, che coprono il 60-70% dei *total asset* dei rispettivi paesi, notiamo una certa polarizzazione nella composizione tra le diverse forme tecniche di raccolta. Infatti, accanto a sistemi in cui la raccolta diretta è di gran lunga

prevalente con percentuali attorno all'80% come nel Regno Unito ed in Svizzera, troviamo paesi caratterizzati da un sostanziale bilanciamento tra raccolta da clientela, obbligazioni ed interbancario come in Germania, Paesi Bassi e Irlanda e sistemi in cui sono presenti significative emissioni obbligazionarie. Tra questi troviamo l'Irlanda con il 35%, la Germania con il 37% (nella maggior parte *covered bonds* collocati presso gli investitori istituzionali) e l'Italia con il 38% (40% nel 2009).

A differenza di quanto accade in Germania, nel nostro Paese le emissioni sono destinate prevalentemente alla clientela *retail*. Nel periodo 2006-2009 la percentuale è stata infatti del 72%, valore che è salito ulteriormente all'80% nella seconda parte del triennio; tale tendenza è confermata dalla forte crescita della componente obbligazionaria nei portafogli delle famiglie². Su queste caratterizzazioni può avere avuto un ruolo la fiscalità che penalizza le forme di raccolta tradizionali (27%) rispetto ai *bond* (12,5%).

2.2 Le peculiarità del mercato italiano emergono con chiarezza da un'analisi condotta sui prospetti informativi e sulle condizioni definitive riferite alle emissioni domestiche e sull'euro-mercato da alcuni ricercatori dell'Ufficio Studi della Consob (il lavoro è in corso di perfezionamento per una prossima pubblicazione³).

I dati relativi a quanto accaduto nel triennio luglio 2006-giugno 2009⁴ testimoniano con chiarezza la rilevanza per il nostro sistema del fenomeno di cui stiamo parlan-

² G. Lusignani (2010), Il posizionamento strategico dell'industria finanziaria italiana, mimeo, marzo.

³ R.Grasso, N.Linciano, L.Pierantoni, G.Siciliano (2010), Le obbligazioni emesse da banche italiane le caratteristiche dei titoli e i rendimenti per gli investitori, in corso di pubblicazione, Consob, 2010.

⁴ Si ricorda che nel maggio del 2006 è stato introdotto l'obbligo del prospetto per le emissioni obbligazionarie.

do. Sul mercato *retail* sono stati infatti offerti 12.200 titoli per un valore di circa 580 miliardi di euro, mentre per gli istituzionali ne sono stati emessi 640 per 136 miliardi circa.

Se concentriamo l'analisi sul periodo luglio 2007-giugno 2009, periodo in cui si sono fatti più evidenti gli effetti della crisi, notiamo che il numero di emissioni all'anno non è mutato in modo significativo (circa 4000 per il *retail* e 200 per gli istituzionali), ma è più che raddoppiato il valore delle emissioni per il *retail* mentre si dimezza quasi quello per gli istituzionali. Questi dati evidenziano l'orientamento imposto alle banche dalle crescenti difficoltà di accesso ai mercati.

Per una lettura corretta di queste cifre occorre ricordare che nel periodo in esame il "collocato" si è fissato tra il 65% ed il 70% circa dei valori indicati nei prospetti. Al collocato si farà riferimento nella restante parte di queste note.

2.3 Per proseguire con il nostro approfondimento è opportuno raggruppare le obbligazioni emesse in questi anni secondo le seguenti tipologie: ordinarie *plain vanilla* a tasso fisso e variabile (circa il 79% dei controvalori collocati); *step up/down* (attorno al 3%), caratterizzate da cedole fisse e predeterminate, ma con andamento crescente o decrescente del rendimento lungo la vita del titolo; *callable* (pari al 7% circa), obbligazioni a tasso fisso, variabile o *step up/down* con associata un'opzione *call* che consente all'emittente di rimborsarle anticipatamente; strutturate (rappresentano l'11% del collocato totale), che incorporano opzioni di vario tipo su altri *asset* finanziari ed elementi derivati spesso particolarmente complessi; rientrano in questa classe le *linked*, le *stochastic* e le obbligazioni miste.

La scomposizione delle obbligazioni sottoscritte dagli investitori *retail* evidenzia che le ordinarie *plain vanilla* rappresentano il 79%, seguite dalle strutturate (10%),

dalle *callable* (8%) e dalle *step up/down* (3%). Per gli istituzionali troviamo invece una percentuale più elevata sia per le obbligazioni ordinarie (81%) sia per quelle strutturate (16%), mentre sono inferiori i pesi per le *step up/down* e le *callable* (2 ed 1% rispettivamente).

Sommando *callable* e strutturate, vediamo che ai portafogli degli investitori *retail* sono state destinate obbligazioni che potremmo definire di complessità comparabile rispetto a quelle collocate presso gli istituzionali (18 e 17% rispettivamente).

2.4 Il riferimento alla complessità rende necessario qualificare questo concetto prima di procedere con la nostra analisi. In effetti la logica alla base della classificazione che stiamo utilizzando è riconducibile alla differente complessità dell'ingegneria finanziaria sottostante le obbligazioni emesse, che le può rendere di difficile comprensione.

Nel dibattito sugli sviluppi regolamentari a livello europeo la complessità viene frequentemente evocata quando si tratta il tema delle tutele per gli investitori *retail*. Negli articolati delle direttive il concetto di complessità - spesso identificato ricorrendo ad una tassonomia "definitoria" simile a quella che stiamo utilizzando -, si interseca con il richiamo alla necessità di "misurare" la rischiosità dei prodotti finanziari, al fine di rendere più facilmente comparabili le alternative di investimento e consentire così scelte di investimento informate e consapevoli.

Dato che rischiosità e complessità non possono essere considerate sinonimi - è ad esempio intuitivo che un prodotto strutturato, per quanto complesso e quindi difficile da capire, possa essere meno rischioso di una obbligazione *plain vanilla* con associato un rischio emittente difficile da misurare - per una lettura meno superficiale delle emissioni di cui ci stiamo occupando è stata effet-

tuata anche una valutazione dei rischi impliciti ricondotti poi, per praticità espositiva, a quattro livelli espressi in termini qualitativi: “molto basso”, “basso”, “medio”, “alto”.

Con riferimento al rischio di mercato l’analisi empirica⁵ evidenzia che la classificazione delle obbligazioni a cui stiamo facendo riferimento, ordinata per classi di complessità crescente, riflette con una buona approssimazione la gerarchia delle rischiosità. Si va infatti da un rischio di mercato di facile apprezzamento e limitato per le obbligazioni ordinarie *plain vanilla*, ad uno basso per le *step up/down* e le *callable*, ad un rischio medio per le strutturate *stochastic interest* ed infine ad un rischio “alto” per le strutturate indicizzate di tipo *index linked* e per le miste.

Più problematica si presenta la trattazione del rischio emittente non soltanto per le ben note problematiche di tipo metodologico e per la mancanza in alcuni casi di riscontri affidabili nei dati di mercato, ma anche più in generale per le riserve che vengono espresse da chi ritiene che abbia poco senso valutare il rischio emittente di operatori sottoposti nel continuo a vigilanza prudenziale. Per cercare di superare almeno in parte queste obiezioni, sono state esplorate tre strade differenti. Innanzitutto, ove disponibili, sono stati considerati i *rating* di agenzia⁶. Al di là della scarsa reputazione di cui godono in questo momento le agenzie di *rating*, occorre precisare che in teoria questi indicatori dovrebbero con-

⁵ Condotta facendo riferimento alla volatilità ed al VAR (95% su un mese) costruiti sulla serie storica dei rendimenti mensili delle varie tipologie di obbligazioni.

⁶ Faremo riferimento ai rating assegnati da Moody’s in quanto tale agenzia copre quasi tutte le principali banche italiane. La scala dei giudizi utilizzata è la seguente: Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3.

sentire confronti omogenei tra operatori di diversi paesi in quanto incorporano il rischio Paese e, per le banche, una valutazione dei possibili effetti riconducibili alle specificità del regime regolamentare e degli approcci di vigilanza adottati delle autorità di riferimento per pilotare in acque più sicure gli intermediari in difficoltà.

Una modalità alternativa consiste nel desumere il rischio emittente dalle quotazioni dei *credit default swap* (CDS). Nel nostro caso si rileva che il differenziale tra la media delle quotazioni dei CDS delle banche italiane (appartenenti alla stessa classe di *rating Moody's*) e la quotazione del CDS della Repubblica Italiana è molto vicino a zero per rating tra Aa2 ed A1, mentre il mercato esprime un rischio emittente implicito superiore a quello della Repubblica Italiana per *rating* pari ad A2 o inferiori ed in assenza di *rating*. Sembra quindi che il mercato segnali in modo coerente la presenza di un rischio emittente attraverso gli *spread* rispetto ad un tasso *risk free*.

Con riferimento ad una possibile lettura del rischio emittente attraverso gli indicatori di mercato, successivamente esamineremo anche le differenze tra gli *spread* sulle emissioni *retail* rispetto a quelli associati ai collocamenti presso gli istituzionali.

Il rischio di liquidità, particolarmente importante per le emissioni obbligazionarie, può assumere connotazioni differenti in funzione delle sedi di negoziazione, della tipologia degli investitori e della dimensione media delle singole emissioni. Più in particolare possiamo individuare quattro differenti situazioni che possono rendere più o meno complessa una sua valutazione. Il caso più semplice è rappresentato dai titoli che sono ammessi alle negoziazioni su mercati regolamentati (MOT) o trattati su EuroTLX (MTF). Vengono poi i titoli per i quali, pur non essendo trattati su questi mercati, sono disponibili quotazioni indicative espresse dai *dealer* e riportate su

Bloomberg e su *Reuters*; per altre emissioni ancora, sia *Bloomberg* che *Reuters* forniscono indicazioni sul *fair price*. Infine ci sono i titoli per quali non è possibile trovare utili riferimenti per una valutazione, seppur approssimativa, del rischio di liquidità.

2.5 Nel riassumere brevemente le prime evidenze desumibili dai prospetti con riferimento alle tipologie appena passate in rassegna, va segnalato che per l'81% delle emissioni obbligazionarie il rischio emittente è "molto basso"⁷, mentre è "basso" nell'8% dei casi e "medio" per l'11%. La situazione appare più diversificata, anche se sostanzialmente non dissimile, per il rischio di mercato; in questo caso troviamo infatti un rischio trascurabile nel 82% dei casi, "basso" nel 8%, "medio" nel 6% e "alto" per il restante 4% delle emissioni.

Raggruppando tutte le emissioni che hanno sia il rischio di mercato sia quello emittente collocato nelle fasce "molto-basso" "basso" troviamo il 79% delle emissioni. Il 17% si colloca invece nelle classi di rischio "medio" (attribuendo tale livello anche alle emissioni delle aziende di credito che non hanno *rating*), mentre solo il 4% presenta un rischio "alto".

Associando le percentuali relative alla composizione delle obbligazioni per tipologia con quelle riferite ai diversi livelli di rischiosità (di mercato ed emittente), notiamo che l'evidenza empirica⁸ a cui si sta facendo riferimento non sembra smentire l'esistenza di una fascia particolarmente ampia di obbligazioni poco complesse e/o poco rischiose.

⁷ Valore ottenuto attribuendo un livello di rischio medio agli intermediari privi di rating. È questo il caso delle obbligazioni emesse dalle banche di credito cooperativo. In proposito si ricorda che quelle che aderiscono a Federcasse sono coperte da un fondo di garanzia consortile, su base volontaria, "unfunded" che garantisce al sottoscrittore un rimborso fino a 103.000 euro in caso di default.

⁸ Per una descrizione accurata delle metodologie di calcolo utilizzate Cfr. R.Grasso, N.Linciano, L.Pierantoni, G.Siciliano (2010).

Qualche cautela in più si impone quando si fa riferimento al rischio di liquidità; seguendo i criteri sopra indicati risulta infatti veramente liquido solo il 30% circa del controvalore complessivo dei titoli destinati alla clientela *retail*, cioè possiamo considerare tali solo quelli ammessi alle negoziazioni. Per gli investitori istituzionali la percentuale sale al 33% in quanto per questi operatori, avendo maggiori possibilità di accesso alle informazioni di mercato, possono essere considerati liquidi anche i titoli per i quali sono disponibili soltanto le quotazioni indicative espresse dai *dealer*.

Per attenuare il rischio di liquidità occorre quindi lavorare ancora molto sulla trasparenza dei prodotti e far crescere il numero delle emissioni ammesse alla quotazione; a questo proposito si ricorda che per i titoli collocati presso il *retail*, i presupposti per un mercato secondario attivo sembrano esistere solo per emissioni superiori ai 100 milioni di euro.

2.6 Ad integrazione di quanto visto fino a questo punto, esaminiamo ora cosa ci dicono gli *spread* tra i rendimenti offerti alla clientela *retail* e quelli agli investitori istituzionali, rispetto ad un tasso *risk free*. Per le emissioni a tasso fisso il differenziale è stato misurato rispetto ai titoli di stato (BTP) con vita residua simile, mentre per le obbligazioni a tasso variabile si è fatto riferimento all'Euribor.

Utilizzando come *benchmark* il prezzo dei rischi emittente e liquidità che esprime il mercato dei capitali, troviamo che entrambi gli *spread* sono positivi e che i collocamenti presso il *retail* hanno consentito, rispetto a quelli presso gli istituzionali, di ridurre il costo della raccolta *plain vanilla* a tasso fisso (circa il 34% della raccolta *retail*, escluse le subordinate) di un ammontare variabile tra gli 80 e i 200 punti base a secondo del *rating* dell'emittente. Per le obbligazioni a tasso variabile (circa il 39% della raccolta *retail*, sempre escludendo

le subordinate) la differenza si colloca tra gli 80 ed i 100 punti base.

Pur riconoscendo la non perfetta comparabilità tra il mercato al dettaglio e quello all'ingrosso, questo confronto sembra evidenziare una più spiccata capacità degli istituzionali di valutare la rischiosità implicita nel titolo. Questo aspetto è particolarmente evidente con riferimento al rischio emittente associato alle obbligazioni *plain vanilla* a tasso fisso e variabile⁹. Infatti, dai dati non emergono soltanto rendimenti impliciti più bassi nelle emissioni collocate presso il *retail* rispetto a quelli per gli istituzionali, ma anche un divario a favore di questi ultimi che si amplia con il peggioramento della classe di *rating* dell'emittente. Ne consegue che, al di là delle differenze tra i due mercati segnalata in precedenza, sia il livello del *gap* sia la sua articolazione per classi di *rating* sono verosimilmente riconducibili ad una valutazione dei rischi che viene fatta valere anche nella fase di formazione delle condizioni contrattuali, a differenza di quanto accade per i sottoscrittori *retail*.

È degna di nota, infine, l'anomalia delle obbligazioni "strutturate", il cui rendimento atteso risulta largamente inferiore a quello dei titoli di stato, sia a causa degli elevati costi impliciti nel prezzo di collocamento sia, in alcuni casi, per il *mispricing* della componente derivativa implicita nel titolo.

L'anomalia appena segnalata può essere giustificata osservando che per le banche l'emissione di un prodotto strutturato comporta normalmente la necessità di gestire con costose coperture i rischi di mercato impliciti nell'o-

⁹ Per le emissioni con una opzione call, l'effetto sul costo della raccolta è positivo ma modesto; il confronto è comunque poco significativo per la scarsa presenza degli istituzionali in questo segmento. Anche per le subordinate non è per ora possibile ottenere stime affidabili per le poche osservazioni disponibili.

perazione con costose coperture. Analogamente è possibile giustificare la differenza tra i rendimenti su un mercato all'ingrosso rispetto a quelli su un mercato al dettaglio ragionando sul diverso livello di costi di collocamento unitari dal lato dell'emittente. Rimane comunque da spiegare che senso abbia offrire al *retail* un prodotto che rende meno, pur essendo a volte più rischioso, di un titolo di stato; resta inoltre da chiarire come vengono prezzati i rischi di liquidità ed emittente impliciti in molte emissioni destinate a tale segmento.

La domanda non è retorica se si ritiene che la risposta debba andare oltre il riferimento alla diversa forza contrattuale che, nel caso specifico, sembra tutelare maggiormente i clienti istituzionali. Questo sembra essere anche l'orientamento che emerge dal dibattito in Europa su regole e tutela degli investitori *retail*.

3. Tutela degli investitori ed implicazioni operative

3.1 La sollecitazione ad “agire nel miglior interesse del cliente” è presente da tempo nei “considerando” delle direttive europee¹⁰, ma spesso è stata ignorata dalle prassi operative.

Le prime riflessioni sull'urgenza di rafforzare le tutele per gli investitori *retail* sono nate dall'analisi dei problemi creati dalla opacità dei mercati e dai conflitti di interesse in un periodo caratterizzato da tassi, a breve e a lungo, molto bassi. In questo periodo l'innovazione finanziaria ha contribuito a tale processo portando sul mercato prodotti finanziari complessi¹¹, che hanno esasperato le asimmetrie informative tra datori e prenditori

¹⁰ Parte integrante del Financial Services Action Plan del 1999.

¹¹ Derivati, ABS, CDO, hedge funds, alternative investments, solo per citarne alcuni.

di rischio. Ciò ha di fatto impedito che i processi allocativi del risparmio potessero avvalersi di una corretta rappresentazione di alcuni elementi conoscitivi indispensabili per compiere scelte di investimento consapevoli.

Nel mese di aprile dello scorso anno la Commissione Europea¹² ha segnalato, con una comunicazione, l'urgenza di riconsiderare il tema delle tutele. Dopo aver espresso soddisfazione per la buona tenuta dei mercati in Europa nel corso della crisi, riconducibile anche agli sforzi regolamentari di questi anni, la Commissione invita ad affrontare l'incompletezza e la scarsa omogeneità del quadro normativo esistente, "affinando ed estendendo" l'ambito applicativo delle direttive già in vigore, o in cantiere, per meglio interpretare il "dovere di agire nel miglior interesse del cliente" già presente nella Mifid.

In particolare segnala l'urgenza di mettere in campo un "approccio orizzontale" che estenda i requisiti di trasparenza e correttezza a tutti i prodotti finanziari "complessi" che sono di fatto presenti nei portafogli degli investitori *retail* ed hanno caratteristiche finanziarie simili, indipendentemente dagli intermediari che li hanno originati/prodotti (fondi, aziende di credito, assicurazioni). In prima battuta sono considerati tali i prodotti "assemblati" (*PRIPs: Packaged Retail Investment Products*), quelli cioè che contengono componenti derivative o strutturate che li rendono di difficile comprensione.

Dal sistema di tutele evocato nel documento della Commissione affiorano tre componenti interconnesse necessarie per rafforzare i presidi di trasparenza e correttezza.

¹² Questo intervento (Com - 2009 - 204 del 30.04.2009) è stato in parte preceduto da iniziative volte a riconsiderare le direttive Mifid e Prospetto e ad introdurre regole per i gestori degli Alternative Investment Funds; ha inciso inoltre sugli sviluppi della direttiva Ucits.

tezza: struttura semplificata del prospetto ed individuazione delle informazioni essenziali per renderlo facilmente comprensibile e comparabile¹³ “*fair, clear and not misleading*” rappresentazione delle complessità nel momento della vendita e tutele rispetto alle possibili distorsioni indotte dai conflitti di interesse legati, ad esempio, ai sistemi incentivanti al collocamento; valutazione dell’appropriatezza (“*appropriateness*”) e dell’adeguatezza (“*suitability*”) del prodotto rispetto alle conoscenze in campo finanziario, alla situazione finanziaria complessiva e all’“*appetito per il rischio*” dell’investitore *retail*.

Per far sì che tale impostazione si traduca in un sistema in grado di garantire tutele efficaci (“*a fair treatment of customers*” come dice l’FSA), è necessario che siano verificate alcune condizioni che riguardano sia le scelte gestionali e le conseguenti prassi operative di intermediari e distributori, sia i meccanismi decisionali degli investitori, in particolare di quelli *retail*, le cui scelte possono essere condizionate da difficoltà oggettive e soggettive che si manifestano nel momento in cui vengono effettuate le scelte allocative.

3.2 Con riferimento agli intermediari ed ai distributori l’approccio delineato sollecita precisi interventi, e rinvia a precise responsabilità, del *management* nelle seguenti aree: innanzitutto è indispensabile che la scelta di prestare “servizi di investimento” sia declinata tra le opzioni strategiche e gestionali degli intermediari con un riferimento esplicito al fine primario di soddisfare al meglio gli interessi del target di clientela individuato; rispetto a tale scelta devono risultare coerenti gli obiettivi assegna-

¹³ Tra le informazioni da inserire figurano la misurazione del rapporto rischio-rendimento, gli scenari “what if” e l’esplicitazione di costi e commissioni, duration, liquidabilità, ecc.

ti alla struttura e gli strumenti individuati per raggiungerli. La credibilità di tale orientamento deve trovare coerente riscontro in soluzioni organizzative che evidenzino le responsabilità riconducibili alle funzioni di *governance* ed ai ruoli assegnati a quelle di controllo e *compliance*; è necessario che adeguate risorse vengano dedicate alle funzioni di controllo ed alle tecniche di misurazione dei rischi associati ai singoli prodotti o al loro contributo alla rischiosità dei portafogli che li ospitano (modelli per la valutazione ed il monitoraggio dei rischi di mercato, liquidità, emittente e controparte). Gli investimenti in questo settore devono essere proporzionati alla complessità della struttura finanziaria dei prodotti ed alla tipologia del servizio prestato: dalla semplice esecuzione di un ordine alla consulenza.

Il ricorso ad eventuali strutturatori esterni non esime comunque l'intermediario dalle responsabilità riconducibili al dovere di conoscenza delle caratteristiche del prodotto, presupposto questo indispensabile perché possano essere comunicate in modo trasparente ed esaustivo ai potenziali investitori per aiutarli a superare eventuali difficoltà cognitive di tipo oggettivo; i potenziali conflitti di interesse associati alle modalità di vendita delle reti (campagne prodotto e connessi sistemi incentivanti) devono essere adeguatamente presidiati; è quindi auspicabile la previsione di incentivi legati al grado di soddisfazione della clientela. La "profilazione" di quest'ultima ("conosci il tuo cliente", test di adeguatezza ed appropriatezza richiesti dalla Mifid) deve essere accurata, monitorata, aggiornata anche in funzione dell'evoluzione del contesto ed affidata a metodologie che minimizzino la presenza di possibili distorsioni.

3.3 Con riferimento agli investitori *retail* vanno approfondite le prassi adottate dagli intermediari per misurare il loro "*appetito per il rischio*". Il rischio è una componente imprescindibile di ogni contratto finanziario; ad

esso gli investitori associano normalmente attese di rendimento, ma non sempre sono consapevoli della possibilità di perdere il capitale investito¹⁴.

Ciò spiega come mai gli eventi di perdita giungano spesso inattesi e siano accompagnati da manifestazioni patologiche quali le crisi di fiducia¹⁵, la corsa agli sportelli o le crisi di liquidità. Tra le motivazioni di tali patologie troviamo componenti non solo oggettive (anomalie nel processo produttivo dei prodotti finanziari, asimmetrie informative, opacità sul versante della distribuzione), ma anche soggettive che qualificano, e possono differenziare, le scelte dei singoli a fronte di un medesimo rischio oggettivo.

Sotto il profilo soggettivo la finanza comportamentale segnala che la misurazione della propensione al rischio degli investitori può risultare significativamente alterata, quindi fuorviante, se non si considera che i meccanismi che accompagnano i processi decisionali dei singoli sono un misto di razionalità ed emotività¹⁶.

Solo dando il giusto peso ad entrambe queste componenti si comprendono gli errori che possono portare, ad esempio, alla scarsa diversificazione e alla eccessiva movimentazione dei portafogli, nonché a percepire la

¹⁴ Gli individui sono inoltre vittime di errori “di calcolo” delle probabilità, derivanti da deficit cognitivi, e di errori di percezione delle probabilità, derivanti dagli errori cognitivi esplorati dalla finanza comportamentale. Si tratta del cosiddetto effetto certezza: anche quando le probabilità non devono essere stimate ma sono note, gli individui tendono a percepirle in modo distorto ritenendo impossibili, ad esempio, eventi caratterizzati da una probabilità molto bassa. Non è certo, poi, che le misure simmetriche di misurazione del rischio (in primis la varianza) siano quelle che meglio rappresentano il rischio percepito. In sintesi, fattori psicologici ed errori cognitivi possono creare disallineamenti tra la percezione soggettiva e le misure oggettive del rischio.

¹⁵ C.Lucarelli, G.Brighetti (2009), “Qual’è la vera tolleranza al rischio nelle decisioni finanziarie? Il contributo delle neuroscienze in una ricerca empirica”, *Bancaria*, n.12/2009.

¹⁶ Al proposito si è osservato che i questionari usati dai consulenti spesso rilevano la capacità economica degli investitori di sostenere delle perdite piuttosto che la loro tolleranza al rischio.

relazione rischio/rendimento come una relazione negativa anziché positiva.

Tra i meccanismi psicologici che più frequentemente allontanano da comportamenti “razionali” troviamo¹⁷:

- *familiarity bias*, si compra ciò che si conosce;
- *overconfidence*, si pensa di avere più informazioni della media, eccessiva sicurezza che spesso induce un'eccessiva movimentazione;
- *hedonic framing*, le scelte vengono fatte per compiacere il proprio narcisismo, ciò porta a trattare le perdite in modo diverso dai profitti¹⁸;
- *disposition effect*, non si è disposti a vendere un *asset* deprezzato per la propensione a rimandare la “monetizzazione” della perdita, comportamento che di fatto concorre ad innalzare inconsapevolmente la propensione al rischio;
- *complesso di superiorità*, si pensa di essere più capaci della media;
- *attribution bias*, si ricerca una giustificazione esterna pur di non ammettere un errore.

Per affrontare tali anomalie si fa spesso riferimento alla necessità di sviluppare e diffondere la conoscenza dei “fondamentali” su cui si reggono i meccanismi che governano i mercati e che dovrebbero guidare le scelte finanziarie degli operatori. L'educazione finanziaria viene quindi evocata come strumento capace di rispondere alle problematiche trattate nei punti precedenti¹⁹ attraverso la preparazione di risparmiatori in grado di

¹⁷ N.Linciano (2010), “Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail”, Quaderni di finanza, n. 66, Consob.

¹⁸ Si ricollega all'ipotesi, verificata sperimentalmente, che percepire i guadagni in modo frazionato arreca più soddisfazione rispetto al caso in cui si ricevono in un'unica soluzione, mentre per le perdite varrebbe l'opposto (si “soffre” meno se si subisce una perdita ingente piuttosto che perdite piccole e continue).

¹⁹ P.Legrenzi (2006), Psicologia e investimenti finanziari. Come la finanza comportamentale aiuta a capire le scelte di investimento, il Sole 24Ore.

capire, e quindi più attenti e consapevoli nel momento delle scelte.

3.4 Pur condividendo questo orientamento, l'efficacia di tale passaggio necessita alcuni approfondimenti se si vuol evitare che l'educazione finanziaria venga evocata come un rifugio assolutorio in grado di innescare soltanto fragili speranze.

Gli aspetti da considerare possono essere così riassunti: innanzitutto occorre ricordare che il rapporto che si stabilisce tra intermediario (produttore o distributore) ed investitore è di tipo fiduciario. È quindi fondamentale che il rapporto principale-agente che si stabilisce, non risulti alterato da opacità indotte dalla complessità dei prodotti e da *bias* comportamentali (nella recente crisi si sono manifestati entrambi questi fenomeni). In presenza di tali distorsioni sarebbe infatti illusorio ritenere che l'educazione finanziaria possa attenuare la necessità di norme rigorose; sarebbe per altro verso sbagliato pensare che si possa affidare la costruzione della fiducia esclusivamente ad un rigoroso ed ingombrante apparato regolamentare; in un contesto caratterizzato da processi innovativi che in pochi anni hanno amplificato la complessità dei prodotti finanziari destinati agli investitori *retail*, lo stretto legame tra fiducia e trasparenza nel rapporto principale-agente impone, sia di affrontare il tema dell'educazione finanziaria in una prospettiva dinamica, sia di affiancare ad essa un'attività di *investor education* di tipo comportamentale²⁰. Sarebbe auspicabile che di tale esigenza si facessero carico anche gli stessi intermediari, che dovrebbero essere i primi interessati a preservare la fiducia dei loro clienti e tutelarsi così da potenziali rischi reputazionali. In parallelo analoga attenzione

²⁰ La sola cultura finanziaria può talvolta esasperare alcuni dei deficit comportamentali già menzionati (overconfidence, eccessiva movimentazione del portafoglio, attribution bias).

dovrebbe essere dedicata alla formazione degli addetti alla prestazione dei servizi di investimento e consulenza in quanto esposti, come i clienti investitori, a possibili *bias* cognitivi e comportamentali; la sfida dell'educazione finanziaria va quindi letta solo come una delle componenti di un processo più generale che deve vedere coinvolti soggetti differenti (autorità, operatori, intermediari, risparmiatori) e superate le ambiguità che spesso caratterizzano i rispettivi ruoli (regolamentazione, azioni di vigilanza, *enforcement*, codici di comportamento, funzioni di controllo, sistemi di *governance*). Ciò al fine di riaffermare la centralità del cliente nella prestazione dei servizi di investimento attraverso coerenti prassi operative.

A valle di quanto si è visto in questi ultimi anni, tutto questo ha il sapore di una vera rivoluzione culturale.

4. Sviluppi regolamentari: alla ricerca di un compromesso praticabile

4.1 Dai punti precedenti emerge con chiarezza quanto sia problematico, forse illusorio, sperare che gli orientamenti riaffermati con forza dalla Commissione Europea possano tradursi a breve in prassi operative sufficientemente tutelanti per gli investitori *retail*. Con riferimento al ruolo delle Autorità, alimentano le perplessità sia le difficoltà oggettive che si possono incontrare nel verificare nel continuo le coerenze comportamentali di intermediari e distributori, sia un ragionevole scetticismo sulla capacità, prima ancora che sulla volontà, degli intermediari di evitare i *bias* valutativi segnalati dalla finanza comportamentale²¹ che si possono manifestare nel momento in cui vengono tracciati i profili di adeguatezza ed appropriatezza.

²¹ Su quest'ultimo aspetto alcune recenti ricerche hanno già evidenziato gli errori cui è necessario, e possibile, porre rimedio. Cfr. C.Lucarelli, G.Brighetti (2009).

Le evidenze raccolte nell'ambito delle verifiche che stanno conducendo le Autorità sulle prime applicazioni della Mifid, confermano tali difficoltà e sollecitano il loro impegno per trovare un bilanciamento tra regole, azioni di vigilanza e sistemi di *enforcement* in grado di garantire in prospettiva un sistema di tutele più robusto e coerente.

4.2 Il dibattito in corso sta cercando di identificare una possibile soluzione tra due visioni differenti: da un lato chi propugna la linea del massimo rigore vorrebbe che venissero implementate metodologie rigorose a presidio dei profili richiamati al punto 3. Nel caso specifico si suggerisce di sottoporre tutti i prodotti finanziari al vaglio di metodologie atte a svelarne le complessità e capaci di misurare la scommessa finanziaria implicita, ricorrendo a metodologie “*state of art*” che consentano anche la comparabilità su base omogenea dei diversi prodotti. Analogamente, per tutti i produttori ed i distributori dovrebbe essere valutata la correttezza delle prassi operative e la coerenza sostanziale dei comportamenti rispetto all'esigenza di soddisfare al meglio, ed al riparo da potenziali conflitti di interesse, i bisogni dei clienti. Come già osservato questa esigenza presuppone anche una loro corretta profilazione.

Dall'altro c'è chi sostiene che gli adempimenti appena richiamati sono difficili e costosi da implementare per gli operatori e problematici da controllare per le Autorità. Essendo di conseguenza dubbia l'efficacia e l'efficienza di un approccio che affida al rigore metodologico il compito di tracciare la linea di demarcazione tra ciò che può essere collocato/proposto ad un determinato investitore *retail*, si propone di affidare la tutela degli investitori alla identificazione dei prodotti che, essendo caratterizzati da una struttura finanziaria facile da comprendere e da una bassa rischiosità implicita, possono essere inseriti nel paniere dei prodotti destinabili al *retail*

senza particolari adempimenti (“prodotti da banco”). Secondo i sostenitori di tale soluzione, ciò consentirebbe un alleggerimento degli obblighi previsti da alcune direttive già in vigore (tra queste Mifid, Ucits, Prospetto), con conseguente eliminazione di inutili passaggi autorizzativi ed una significativa riduzione della necessità di specifiche azioni di vigilanza da parte delle Autorità.

4.3 La soluzione che si va delineando, a valle dell’invito rivolto dalla Commissione Europea per un approccio orizzontale, si colloca in una posizione intermedia rispetto a quelle appena rappresentate. Si sta infatti discutendo sulla possibilità di estendere gli obblighi di trasparenza e correttezza, adattando quelli già presenti nelle direttive Mifid e Ucits, a tutti i produttori e distributori di prodotti identificati come complessi.

Per il completamento di questo percorso è ragionevole attendersi tempi non brevi sia per la necessità di definire un assetto compatibile con gli sviluppi di Basilea3, sia per la delicata mediazione richiesta per l’estensione della nuova disciplina ad alcuni prodotti assicurativi. Su tempi e modalità peserà infine la preoccupazione di evitare che le nuove norme possano creare per gli operatori europei condizioni di svantaggio competitivo sui mercati globali.

Ad integrazione delle considerazioni svolte fino a questo punto può essere utile aggiungere alcune sottolineature che aiutano a contestualizzare, in chiave prospettica, le principali tematiche affrontate, tematiche che aspettano risposte coerenti da parte della *business community* e delle Autorità. Per fare ciò è bene richiamare innanzitutto le tipologie di prodotti “assemblati” su cui si sta discutendo, alla luce delle principali evidenze riportate nella prima parte di queste note. Nei documenti in discussione troviamo infatti, tra i prodotti considerati

“complessi”, le obbligazioni strutturate, i *covered bonds*, le convertibili e quelle che incorporano forme derivate di varia natura (associate ad esempio ai meccanismi di formazione dei rendimenti); è ancora incerta la collocazione delle *callable* e delle *puttable*²².

Alla luce dell’alta percentuale di emissioni non complesse che abbiamo individuato con l’analisi sui prospetti (si segnala che la nostra definizione di complessità si rifà a metriche diverse da quelle usate per i PRIPs, non è quindi ad essa direttamente comparabile), appare evidente che la scelta di andare sul mercato con prodotti complessi non sia giustificata dalla mancanza di strade alternative per rispondere alle necessità di *funding* delle nostre banche, come invece a volte si vuol far credere. Per altro verso gli stessi dati fanno intravedere le condizioni per ragionare su percorsi semplificati per l’accesso al mercato di un consistente numero di prodotti non complessi e poco rischiosi; va comunque ricordato che

²² Riportiamo di seguito i prodotti menzionati in un recente documento del CESR (CESR/09-814, november 2009 “CESR’s report on Packaged Retail Investment Products”).

Tra gli included troviamo: (1) Structured investments issued under the form of bonds and other forms of securitised debts or structured term deposits (both capital guaranteed and not capital guaranteed). (2) ABS; CDO; covered bonds. (3) Derivatives. (4) Convertible shares and bonds. (5) UCITS including ETFs and those providing capital protection/guarantees; non-UCITS funds including ETF and those providing capital protection/guarantees. (6) Warrants; covered warrants. (7) Other legal structures that have so-called ‘open architecture’, allowing consumers to get indirect exposure to funds and other assets through another product. (8) Unit linked; index linked; with-profits life insurance and other traditional life insurance investment products (even where they involve capital guarantees); hybrid life insurance products (combining, for example, unit-linked life insurance elements with investments in traditional insurance Funds).

Tra i not-included: (1) Cash; Savings accounts. (2) Shares. (3) Depositary receipts for shares or bonds; Certificates of deposits. (4) Treasury. (5) Bills/government bonds. (6) Ordinary (‘plain vanilla’ or ‘traditional’) bonds. (7) Subordinated bonds. (Commercial papers, pure insurance products (insurance against unexpected events, death, casualty etc.), also known as pure protection products; annuities; mortgages and loans; a pure wrapper; Sports spread betting. (8) Callable and puttable bonds.

tali percorsi non potranno ignorare il problema della loro “liquidabilità”²³ e la necessità di garantire maggiore trasparenza su *pricing*, costi, oneri e rendimenti.

Con riferimento al dibattito in corso occorre considerare che, mentre da un lato la normativa pare orientata a circoscrivere il perimetro di possibili “prodotti da banco”, dall’altro la sollecitazione ad innalzare il livello delle tutele per gli investitori *retail* rappresenta un forte invito agli intermediari a valutare attentamente il ruolo che intendono attribuire nei loro piani strategici e gestionali alla prestazione dei servizi di investimento. Sullo sfondo troviamo il richiamo alla necessità di declinare in modo non equivoco i servizi che ci si impegna a garantire ai clienti (equivoci che spesso si incontrano, ad esempio, nella definizione del servizio di consulenza) da cui dovranno discendere, come già in precedenza osservato, coerenti prassi gestionali sottoposte ad un rigoroso presidio dei potenziali conflitti di interesse e rese credibili da adeguati investimenti nei sistemi di controllo, in risorse e metodologie.

Le scelte di fondo appaiono ormai condivise, anche se è ancora presto per prefigurare la soluzione che prenderà forma a livello europeo e prevedere i tempi necessari per realizzarla. Di tali orientamenti è comunque opportuno che gli intermediari siano consapevoli nel momento in cui si apprestano a pianificare il loro futuro. È infatti condivisa la convinzione che, a differenza di quanto accadeva in passato, all’attività di raccolta e gestione del risparmio non possa più essere assegnato un ruolo prevalentemente servente rispetto alle esigenze di *funding*

²² Questo tema è stato affrontato dalla Consob con la comunicazione sugli “illiquidi” Comunicazione n. DIN/9019104 del 2-3-2009 “Livello 3 - Regolamento Intermediari - Il dovere dell’intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi”.

(raccolta per finanziare gli impieghi) o di gestione della liquidità (nell'ambito delle problematiche associate alla trasformazione delle scadenze) e nemmeno essere surrettiziamente indirizzata al rafforzamento dei *ratio* patrimoniali.

Dott. Ignazio VISCO

Vice Direttore Generale della Banca d'Italia

Banche, regole e vigilanza dopo la crisi

1. L'industria bancaria tra regolamentazione e innovazione

L'essenza stessa dell'attività bancaria, la raccolta di fondi a breve termine e il loro utilizzo per il finanziamento di progetti a più lunga scadenza, rende i bilanci delle istituzioni creditizie intrinsecamente fragili.

I governi e le istituzioni cercano di contenere le potenziali ricadute negative di questa fragilità, riservando all'industria bancaria una disciplina specifica; buone regole devono evitare distorsioni e inefficienze.

La storia dell'industria bancaria è segnata da tentativi ed errori nella ricerca della migliore combinazione tra regole e mercato. L'esperienza delle crisi bancarie degli anni trenta del Novecento ha condotto molti paesi ad adottare legislazioni rigide, con lo scopo di tutelare la stabilità dei sistemi bancari nazionali (la legge bancaria del 1936 in Italia, il Glass-Steagall Act negli Stati Uniti). Dal secondo dopoguerra agli anni ottanta i sistemi finanziari hanno mostrato una sostanziale stabilità, con costi spesso elevati in termini di efficienza: barriere regolamentari segmentavano i mercati, limitando la concorrenza, con effetti sugli incentivi all'innovazione; una forte presenza diretta dello Stato nel settore finanziario era fonte in molti paesi di distorsioni nell'allocazione delle risorse.

Dai primi anni ottanta nei paesi anglosassoni e successivamente - sia pure in misura più contenuta - nell'Europa continentale si assiste a un generale cambiamento di indirizzo delle politiche economiche, con una progressiva riduzione del peso dello Stato nell'economia e l'attri-

buzione di un maggiore ruolo alle forze di mercato nell'allocazione delle risorse. Soprattutto negli Stati Uniti e nel Regno Unito viene avviato un deciso processo di deregolamentazione in molti comparti dell'industria e dei servizi.

Nei settori industriali la riforma della regolamentazione riguarda soprattutto le imprese di pubblica utilità. Nel comparto finanziario la revisione delle regole risponde all'esigenza di accrescere l'efficienza dell'industria bancaria e finanziaria, di ridurre i vincoli alla crescita dimensionale degli intermediari e di favorire lo sviluppo dei mercati organizzati.

Questo processo ha generato – per il sistema finanziario come per gli altri settori – benefici in termini di produttività e crescita. Per il sistema finanziario, in particolare, ciò ha significato:

- l'intensificarsi della concorrenza, grazie al superamento delle segmentazioni all'interno dei sistemi finanziari nazionali e una conseguente erosione delle posizioni di rendita nell'attività bancaria tradizionale;
- la possibilità di sfruttare le nuove tecnologie per le innovazioni nella creazione e valutazione di nuovi strumenti finanziari e la trasformazione delle modalità di scambio sui mercati organizzati;
- l'ampliamento delle fonti e degli impieghi grazie all'apertura internazionale e alla liberalizzazione dei movimenti di capitale; una quota elevata e crescente delle fusioni e acquisizioni nel settore finanziario ha interessato intermediari o gruppi di paesi diversi.

Da tutto ciò è risultata, insieme con l'emergere di intermediari di grandi dimensioni e con operatività spesso globale, una maggiore disponibilità di risorse finanziarie per il sistema economico. Nel processo vi è stata peraltro una sottovalutazione dei possibili fallimenti dei mercati. Si sono ripresentati episodi di instabilità dei sistemi bancari, sia in paesi economicamente avanzati, sia nelle

economie emergenti.

Segnali dei rischi della deregolamentazione erano già provenuti dagli scandali societari dei primi anni di questo decennio, i quali, pur non avendo coinvolto i sistemi bancari, avevano evidenziato l'insufficienza degli obblighi di trasparenza relativi ai bilanci societari, l'inadeguatezza delle norme in materia di responsabilità degli amministratori, la debolezza nei meccanismi di remunerazione dei manager, la presenza di conflitti di interesse nelle società di revisione contabile e di *rating*. In questo caso la risposta sul piano delle regole è stata pesante, secondo alcuni eccessiva: i correttivi sono stati molto stringenti (Sarbanes Oxley Act). Peraltro, sono state sottovalutate le peculiarità della *governance* bancaria e finanziaria, lasciando spazi per l'operare di meccanismi poi rivelatisi anche notevolmente carenti.

In effetti, la ricerca di nuove opportunità di profitto – in risposta alle pressioni concorrenziali nell'intermediazione finanziaria tradizionale – ha portato a livelli di *leverage* molto elevati, ampliando lo spettro di attività degli intermediari creditizi anche mediante lo sfruttamento di asimmetrie nella regolamentazione di diversi segmenti dei sistemi finanziari. Si sono progressivamente erosi i confini tra finanza intermediata dalle banche e finanza di mercato.

Il sistema che si è andato affermando ha visto:

- un enorme sviluppo dei contratti derivati, con la nascita di nuovi mercati (ABS, CDS e altri titoli strutturati), caratterizzati da un livello crescente di complessità e opacità;
- un peso crescente di intermediari operanti in settori caratterizzati da un livello di regolamentazione inferiore rispetto al sistema bancario tradizionale, ma interconnessi con quest'ultimo, soprattutto attraverso operazioni di finanziamento a breve termine (con l'emergere di un vero e proprio *shadow banking system*);

- un ruolo centrale delle attività di *investment banking* come fucina delle innovazioni e anello di congiunzione tra banche e mercati (negli Stati Uniti, ad esempio, tra il 1990 e il 2007 il rapporto tra l'attivo delle banche d'investimento e quello delle banche tradizionali è passato dal 5 al 30 per cento);
- schemi di remunerazione dei dirigenti e del personale sempre più legati all'aumento dei volumi, ai risultati aziendali di breve periodo e all'andamento dei corsi azionari.

Anche per il contributo di queste trasformazioni la redditività del settore bancario ha raggiunto livelli molto elevati:

- il ROE medio annuo delle banche commerciali degli Stati Uniti e del Regno Unito è stato superiore al 12 per cento tra il 1995 e il 2006; per diversi grandi intermediari i rendimenti sono stati notevolmente superiori, con punte in alcuni anni di oltre il 20 per cento;
- nello stesso periodo, il rendimento complessivo delle azioni bancarie dei due paesi è stato mediamente più elevato di quello dell'indice di mercato (rispettivamente 17 e 16 per cento contro 12 e 10 per cento dell'indice generale), a fronte di una loro maggiore volatilità;
- i profitti delle banche d'investimento sono costantemente cresciuti; tra il 1999 e il 2006 i profitti dei cinque principali istituti statunitensi sono passati da 11 a 30 miliardi di dollari; contestualmente alla crescita dei profitti anche la retribuzione dei dipendenti di questa categoria di intermediari è notevolmente aumentata.

Questi elevati livelli di redditività sono altresì il risultato di un sistema intrinsecamente fragile, le cui debolezze si sono manifestate con lo scoppio della crisi.

Anche in Italia, il processo di liberalizzazione nel mercato bancario è stato intenso; la normativa è stata rivista in modo radicale con l'eliminazione di tutte le barriere di prodotto e territoriali; con la generale privatizzazione del sistema bancario si sono eliminate le distorsioni pre-

esistenti; sono state recepite tutte le direttive a garanzia del mercato interno europeo. Queste trasformazioni sono state accompagnate dal permanere di una prudente e incisiva attività di supervisione bancaria. Ciò ha implicato la prevalenza di un modello di operatività più tradizionale e un impatto della crisi più contenuto nonostante l'elevato grado di integrazione tra economie e mercati.

2. Il ruolo della regolamentazione finanziaria: lezioni della crisi

La regolamentazione e la supervisione finanziaria hanno avuto un ruolo non secondario nella crisi globale: non hanno saputo prevenire l'eccessiva dilatazione dei rischi, all'origine delle turbolenze, né sono state in grado di contenerne in modo adeguato gli effetti.

Numerosi sono i limiti del quadro regolamentare. Tra i principali: l'inadeguatezza del perimetro delle regole; la debolezza della definizione di capitale utilizzata a fini di vigilanza; l'assenza di regole condivise in materia di liquidità; la tendenza della regolamentazione prudenziale e degli standard contabili a esacerbare la prociclicità del settore finanziario.

In primo luogo, segmenti rilevanti dell'intermediazione finanziaria, soprattutto in alcuni paesi, erano sottoposti a regole inadeguate; in alcuni casi interi comparti della finanza non erano affatto regolati (non solo, nella maggior parte delle giurisdizioni, gli *hedge funds*, ma le stesse banche di investimento sottratte per lungo tempo negli Stati Uniti all'obbligo di requisiti patrimoniali). Ampi margini di discrezionalità lasciati dalla regolamentazione internazionale ai singoli ordinamenti hanno determinato un terreno di gioco non sempre uniforme, soprattutto per i grandi gruppi attivi su base transfrontaliera. Nell'Unione Europea molto diversa è stata, ad esempio, l'interpretazione da parte delle autorità nazionali delle regole comunitarie sul trasferimen-

to del rischio nelle operazioni di cartolarizzazione. Lo strumento regolamentare è stato dunque spesso utilizzato per attrarre business sulle piazze finanziarie nazionali e sostenere campioni nazionali (*competition in laxity*). Ma la forte interconnessione tra gli intermediari, osservata durante la crisi, ha anche mostrato quanto possano essere marcate le ripercussioni sull'intero sistema finanziario derivanti dal fallimento di singoli operatori, spesso *cross-border* e in alcuni casi di dimensioni molto elevate. Il sostegno fornito da governi e banche centrali a numerose istituzioni per contenerne l'impatto del fallimento ha reso particolarmente attuale il tema del *moral hazard*: vi è oramai ampio consenso sulla necessità di intervenire anche su questo fronte, sia limitando la probabilità dei fallimenti sia l'entità delle esternalità che essi possono produrre.

In secondo luogo, la dotazione di capitale con la quale gli intermediari hanno affrontato la crisi si è rivelata insufficiente, per quantità e qualità, rispetto alle perdite sostenute. La definizione di "patrimonio di vigilanza" riconosciuta a livello internazionale non era sufficientemente armonizzata; molti degli strumenti inclusi nel patrimonio di vigilanza hanno dimostrato, alla prova dei fatti, di non possedere una qualità sufficiente per assorbire le perdite. Nell'Unione europea le autorità di vigilanza hanno assunto orientamenti assai diversi di fronte al processo di innovazione finanziaria sugli strumenti di capitale. In alcuni paesi le banche hanno potuto ricorrere a strumenti ibridi in misura molto più elevata; in Italia, l'orientamento dell'autorità di vigilanza è sempre stato particolarmente prudente.

Soprattutto durante la crisi analisti di mercato e agenzie di *rating* hanno fatto crescente riferimento a definizioni più ristrette e incentrate sul capitale ordinario (*common equity*) rispetto a quella valida a fini regolamentari, che ha progressivamente perso la sua funzione di *benchmark* per valutare l'adeguatezza patrimoniale di una banca.

Con riferimento poi alla prociclicità, gli effetti della regolamentazione prudenziale erano già stati dibattuti dalle autorità internazionali nella predisposizione del *framework* di Basilea 2. Nella fase di elaborazione della normativa si era cercato di tenerne conto nella definizione di specifiche modalità di stima dei parametri di rischio; inoltre, erano stati previsti strumenti tecnici per consentire alle autorità di vigilanza di valutare l'evoluzione dei requisiti patrimoniali dei singoli intermediari in diverse condizioni cicliche (stress test). La mancanza di armonizzazione delle prassi nazionali e lo scarso rigore che ha caratterizzato finora l'applicazione del "secondo pilastro" tendono a indebolire notevolmente l'efficacia di tali misure.

La crisi finanziaria e la protratta fase di recessione economica che ne è scaturita hanno portato nuovamente il tema della prociclicità all'attenzione generale: vi è ora ampio consenso sul fatto che sia necessario contenere i rischi che derivano da un'eccessiva estensione di credito all'economia nei periodi di maggiore espansione economica e crescita dei profitti, alla quale generalmente segue una contrazione della disponibilità di finanza altrettanto brusca quando il ciclo si inverte.

In ogni caso va detto che i possibili effetti prociclici del nuovo sistema di Basilea 2 non hanno avuto veramente modo di esplicarsi durante la crisi, vuoi perché negli Stati Uniti esso non era in vigore, vuoi perché dove era applicato erano stati introdotti "floor" regolamentari tali da non consentire significative riduzioni dei requisiti patrimoniali rispetto a quelli di Basilea 1. È indubbio, però, che le regole contabili hanno limitato la capacità delle banche di fare accantonamenti nei periodi in cui prevalevano condizioni cicliche favorevoli.

Quanto alle esigenze di liquidità degli intermediari, la convinzione che potessero essere fronteggiate grazie a mercati interbancari ben sviluppati e integrati aveva portato i regolatori a fondare l'impianto della regolamenta-

zione prudenziale delle banche, a partire da Basilea 1, sulla correlazione tra rischiosità e presidi patrimoniali. Nel *framework* internazionale non era dunque prevista alcuna regola per contenere il rischio di liquidità, tipico dell'operatività bancaria: i sistemi di monitoraggio del rischio adottati dai supervisori nazionali (alcuni basati su rigide regole quantitative, altri su indicazioni di natura organizzativa) sono tuttora assai diversi tra paesi.

La crisi ha invece mostrato con quanta rapidità e intensità il rischio di liquidità possa manifestarsi sui mercati finanziari e quali effetti esso, assieme all'interazione con altri rischi, possa determinare sulla stabilità degli intermediari e del sistema nel suo complesso.

Infine, unitamente alla regolamentazione, anche la supervisione finanziaria ha mostrato - soprattutto in alcune giurisdizioni - forti carenze. Solo in alcuni paesi sono stati adottati approcci che richiedevano il consolidamento dei veicoli di finanza strutturata istituiti da intermediari vigilati quando non risultasse verificato l'effettivo trasferimento dei rischi a terzi. Si pensi anche al debole coordinamento tra autorità nazionali nel gestire situazioni che necessitavano chiaramente di una soluzione non nazionale o ai progressi che devono essere ancora compiuti per rendere efficace il ruolo dei collegi dei supervisori, che hanno sinora funzionato abbastanza bene come luoghi di scambio di informazioni ma che non si sono ancora trasformati in veri e propri organi decisionali. Sono ancora elevate, inoltre, le diversità - anche all'interno dell'Unione europea - tra modelli di vigilanza: se un'autorità di vigilanza adotta approcci meno rigorosi di altre e non dispone di adeguati strumenti (di analisi e amministrativi) si apre una falla pericolosa, attraverso la quale potenziali elementi di fragilità possono rapidamente trasmettersi ad altre aree e giurisdizioni.

3. Regole e vigilanza dopo la crisi

La risposta delle autorità, politiche e tecniche, ai “fallimenti” della regolamentazione e della vigilanza sopra descritti è stata intensa e articolata. I Capi di Stato e di Governo dei paesi del G20 hanno dato mandato al *Financial Stability Board* di formulare specifiche raccomandazioni, chiedendo ai comitati tecnici di settore di tradurle in interventi concreti.

Nel dicembre scorso il Comitato di Basilea ha pubblicato per la consultazione una serie di proposte in materia di capitale e liquidità delle banche. I nuovi standard dovrebbero entrare in vigore alla fine del 2012 ma saranno introdotti con la necessaria gradualità e non prima che la ripresa economica sia consolidata, anche attraverso la previsione di disposizioni transitorie per un periodo sufficientemente lungo.

Gli elementi fondanti della proposta sono: l’innalzamento della qualità del patrimonio di vigilanza, anche attraverso una possibile revisione dei limiti minimi; il contenimento del grado di leva finanziaria del sistema, mediante l’introduzione di un requisito non ponderato per il rischio (*leverage ratio*); la riduzione della prociclicità, mediante l’introduzione dell’obbligo per le banche di accantonare risorse nelle fasi espansive da utilizzare durante i periodi di crisi; infine, l’introduzione di regole quantitative per contenere il rischio di liquidità.

In merito al capitale, l’esigenza di modificare la vigente definizione utilizzata a fini di vigilanza (risalente a Basilea 1) era già da tempo presente alle autorità internazionali: l’innovazione finanziaria, le prassi di mercato, la diversa attuazione nazionale dei principi internazionali avevano di fatto reso equivalenti, sotto il profilo della computabilità a fini di vigilanza, strumenti finanziari pure assai diversi tra loro quanto a capacità effettiva di assorbire le perdite e di sospendere i pagamenti. La crisi ha reso tale esigenza prioritaria. L’orientamento del

Comitato è volto, da un lato, a confermare la ripartizione del patrimonio di vigilanza in patrimonio di base (Tier 1) – a copertura delle perdite in un’ottica di continuità aziendale – e patrimonio supplementare (Tier 2) – a copertura delle perdite in caso di liquidazione; dall’altro, ad assicurare che la componente predominante (*core*) del patrimonio di base sia limitata alle azioni ordinarie e alle riserve di utili (*common equity*). Le deduzioni verrebbero armonizzate secondo criteri più rigorosi e applicate generalmente alla componente di qualità più elevata del patrimonio. I coefficienti minimi relativi al patrimonio totale e a quello di base saranno affiancati da un requisito relativo al *core* Tier 1; saranno inoltre previste regole più stringenti per l’ammissibilità nel patrimonio supplementare degli strumenti di debito subordinato, mentre scompariranno gli elementi di minore qualità (Tier 3). La proposta di introdurre un *leverage ratio* (espresso come rapporto massimo tra il volume delle esposizioni – in bilancio e fuori bilancio – e il capitale) risponde a una duplice finalità: da un lato, evitare una eccessiva espansione degli attivi bancari nelle fasi di forte crescita economica, dall’altro supplire a eventuali carenze o imperfezioni nei modelli interni per la valutazione del rischio, soprattutto di quelli applicati a prodotti finanziari complessi. La calibrazione dell’indicatore dovrebbe essere definita così da risultare vincolante per gli intermediari che tendono a sfruttare maggiormente la leva finanziaria e nelle sole fasi di crescita sostenuta dell’economia. In ogni caso, il valore massimo di leva che le banche potranno sostenere dovrà essere fissato in modo da interagire virtuosamente con l’impianto del “primo pilastro” di Basilea 2, evitando di alterare la struttura di incentivi degli intermediari o di rafforzare, invece che contribuire a ridurre, il grado di ciclicità delle dotazioni patrimoniali.

In materia di prociclicità, il Comitato – piuttosto che sviluppare un unico strumento – ha proposto un pacchetto

di misure destinate a integrarsi a vicenda. L'ammontare complessivo del *buffer* di capitale al di sopra del minimo regolamentare sarà così dato dalla somma di varie componenti. Nonostante il meccanismo di funzionamento di alcune di tali misure sia ancora da ultimare, appare chiaro e ampiamente condiviso il principio alla base dell'introduzione di misure anticicliche: alle banche sarà richiesto di costituire risorse patrimoniali nelle fasi favorevoli, quando il rischio si accumula nei loro bilanci, e di utilizzarle quando le condizioni si deteriorano e il rischio si materializza. La definizione concreta delle modalità di funzionamento del *buffer* non è tuttavia, priva di difficoltà. Si tratta del primo tentativo di dare reale contenuto alla regolamentazione macroprudenziale; va trovato il giusto equilibrio tra esigenze di stabilità delle singole istituzioni e la volontà di impedire che ciò si traduca in una crescente restrizione del credito nei periodi di recessione.

Riguardo al rischio di liquidità, si propone l'introduzione di due specifiche regole quantitative. La prima (*liquidity coverage ratio*) mira ad assicurare che le singole banche siano in grado di fare fronte con un adeguato cuscinetto di liquidità ai deflussi di cassa che potrebbero determinarsi sull'orizzonte temporale di un mese in condizioni di stress, anche acuto; la seconda (*net stable funding ratio*) risponde all'esigenza di evitare squilibri strutturali nella composizione per scadenze delle passività e attività di bilancio lungo l'orizzonte temporale di un anno.

Se appaiono evidenti la direzione e l'intensità dell'azione regolamentare, la complessiva proposta del Comitato non è ancora del tutto definita:

- la consultazione è aperta fino al 16 aprile. Lo scorso mese è stato avviato un complesso studio d'impatto (coordinato dal Comitato di Basilea e dal CEBS per i paesi dell'Unione europea) volto a valutare gli effetti quantitativi delle singole modifiche proposte sui bilanci

delle banche e a raccogliere le informazioni necessarie per la calibrazione del livello definitivo di capitale e liquidità che gli intermediari dovranno detenere. Analogamente alle simulazioni condotte durante i lavori di riforma di Basilea 2, anche questo esercizio si baserà sui dati che le banche forniranno alle autorità nazionali; per il nostro paese, l'ampio campione di intermediari italiani (22) che la Banca d'Italia ha inteso coinvolgere potrà fornire utili indicazioni sugli effetti delle proposte sul sistema italiano;

- l'analisi sarà integrata da una valutazione - di tipo macroeconomico - su quale sia il livello più adeguato di capitale che il sistema bancario internazionale nel suo complesso dovrebbe detenere, bilanciando l'esigenza di garantire la capacità di fronteggiare le perdite connesse con eventuali crisi finanziarie con quella di evitare effetti indesiderati sulla sua capacità di sostenere la crescita economica;

- mancano ancora alcuni tasselli, pure rilevanti, della proposta complessiva. In particolare, in merito al trattamento degli intermediari sistemicamente rilevanti, i lavori del Comitato proseguono intensi, sia per individuare adeguati criteri per l'identificazione delle istituzioni sistemiche (pur evitando la definizione di liste di intermediari) sia per definire possibili strumenti di natura prudenziale. Tra questi, vi è un intenso dibattito sull'introduzione di più severi requisiti di capitale e di liquidità e sulla diffusione di strumenti di debito che si convertirebbero in azioni prima dell'intervento pubblico (*contingent capital*);

- è ancora in corso il confronto tra autorità contabili e autorità di vigilanza sull'individuazione di soluzioni per gli standard contabili (che giocano un ruolo rilevante nel determinare la prociclicità del settore finanziario) tali da bilanciare sufficientemente le esigenze di trasparenza delle prime con quelle di prudenza delle seconde;

- non vanno infine sottovalutati i diversi interessi nazio-

nali e “fughe in avanti” unilaterali.

Il mercato non ha sinora mostrato reazioni particolari alla pubblicazione da parte del Comitato di Basilea dei due documenti di consultazione. Quale lettura possiamo darne? Da un lato, positiva: opportune clausole di *grandfathering*, pur ancora da definire nel dettaglio (che terranno conto degli strumenti di capitale già emessi) consentiranno un passaggio graduale alla nuova normativa. Dall’altro, negativa: potrebbe infatti prevalere la convinzione che, data la forte pressione dell’industria, la proposta del Comitato si tradurrebbe in un set definitivo di regole meno incisive e che verranno mantenuti (o introdotti) ampi margini di discrezionalità nazionale (che potrebbero essere usati, come in passato, per indebolire le regole a favore di “campioni nazionali”).

In ogni caso, la definizione di una robusta cornice regolamentare non sarà da sola sufficiente a garantire la stabilità del sistema finanziario: sarà fondamentale assicurare un’attuazione omogenea nelle diverse giurisdizioni, così da chiudere ogni spazio a fenomeni di “*competition in laxity*”.

Altrettanto importante sarà garantire un adeguato *enforcement* delle norme: buone regole non bastano se sono male applicate. Gli elementi di debolezza di alcuni sistemi finanziari sono anche derivati dalla diffusione di modelli di vigilanza poco rigorosi. Dopo la crisi non si potranno più tollerare divergenze nelle prassi di vigilanza. Soprattutto in Europa, si tratta di un’opportunità unica per creare un terreno di gioco veramente uniforme e un assetto istituzionale più solido e meno permeabile alla concorrenza regolamentare (come suggerito dal rapporto “de Larosière”), pur a determinate condizioni: realizzare un *single rulebook*; attribuire un ruolo centrale e non formale ai collegi dei supervisori; realizzare una vera convergenza nei modelli di vigilanza; adottare strumenti che assicurino un reale coordinamento nella gestione delle crisi *cross-border*.

4. L'impatto per le banche italiane

Quale potrà essere l'impatto delle nuove regole sugli intermediari italiani? Come si inserisce la nuova disciplina nel quadro delle azioni che le banche stanno già intraprendendo?

La portata della crisi ha richiesto alle autorità una risposta senza precedenti, coordinata a livello internazionale: le proposte regolamentari che si vanno delineando vanno lette nel quadro di un generalizzato rafforzamento della stabilità del sistema finanziario globale. Esse investono dunque anche sistemi bancari che hanno retto meglio di altri l'onda d'urto della crisi. Il beneficio di una riforma condivisa a livello internazionale sarà generalizzato: la crisi ha dimostrato che le ripercussioni dei rischi introdotti da soggetti governati da regole meno stringenti si estendono anche a sistemi, come quello italiano, basati su modelli di *business* mediamente meno rischiosi e su una più incisiva azione di controllo da parte delle autorità.

Nell'attesa di raccogliere indicazioni più puntuali dallo studio d'impatto in corso, possiamo tentare di individuare le aree della proposta regolamentare che potranno avere maggiori effetti sulle banche italiane.

L'obbligo (introdotto attraverso il *net stable funding ratio*) di mantenere un equilibrio strutturale tra le fonti di raccolta più stabile, da un lato, e le componenti meno liquide dell'attivo, dall'altro, non dovrebbe risultare particolarmente penalizzante per quegli intermediari, soprattutto di medio-piccole dimensioni, che ricorrono in misura strutturale alla raccolta *retail*. La situazione appare tuttavia alquanto diversificata tra le banche.

Nella fascia più liquida del bilancio l'effetto dell'introduzione del *liquidity coverage ratio* dipenderà principalmente dalla definizione delle poste che saranno ammesse nel computo del *buffer* di attività liquide e che potranno essere utilizzate per far fronte ai deflussi di cassa in

condizioni di stress. Poiché le nuove regole porranno comunque l'accento su strumenti che consentano alle banche di fronteggiare intensi *shock* di liquidità senza necessariamente aumentare il ricorso alla banca centrale, è necessario che gli intermediari italiani continuino ad accrescere nei propri bilanci il peso degli strumenti prontamente liquidabili sul mercato.

Il grado di leva finanziaria del sistema bancario italiano è basso nel confronto internazionale: a fronte di una leva – misurata dal rapporto tra il totale dell'attivo, anche se solo di bilancio (*on-balance*), e il patrimonio di base – pari a 34 per le principali banche europee nel giugno scorso, i maggiori gruppi italiani registravano in media un valore di 24. L'impatto dell'introduzione di un *leverage ratio* dovrebbe quindi essere per le banche italiane relativamente contenuto.

Sotto il profilo patrimoniale, il grado di capitalizzazione del sistema bancario italiano si attesta attualmente su livelli in media soddisfacenti secondo la vigente normativa prudenziale: il coefficiente complessivo è aumentato dal 10,4 all'11,3 per cento a giugno 2009 rispetto al primo semestre del 2008; quello relativo al patrimonio di base dal 7,4 all'8,1 per cento. Occorre tuttavia che il sistema prosegua nelle azioni di *capital management* già intraprese nei mesi scorsi. Il passaggio a una definizione più severa di capitale di vigilanza e il possibile innalzamento del limite minimo impongono infatti una particolare attenzione alla qualità delle risorse patrimoniali. Sono inoltre ancora aperti alcuni aspetti importanti della proposta regolamentare in discussione che potrebbero determinare ulteriori conseguenze di rilievo per gli intermediari italiani. È il caso, fra tutti, delle attività per imposte anticipate, il cui ammontare assume valori di assoluto rilievo per effetto dei vincoli nazionali alla deducibilità fiscale delle perdite su crediti; lo studio d'impatto consentirà di valutare opzioni alternative, come quella di dedurre le attività per imposte anticipate

solo per l'importo che eccede un determinato limite, in modo da evitare che differenze nei trattamenti fiscali nazionali creino eccessive disparità concorrenziali. Le evidenze che saranno raccolte nei prossimi mesi potranno dunque contribuire, anche su questo punto, alla discussione che condurrà entro l'anno alla finalizzazione della nuova normativa.

Nel complesso, le nuove regole prudenziali sono volte a contenere il rischio del sistema finanziario entro livelli sostenibili. La crisi ha dimostrato che ai rendimenti storicamente elevati che hanno caratterizzato nel recente passato il business bancario in tutti i principali paesi si associavano rischi eccessivi: sarà dunque estremamente difficile che possano essere conseguiti ancora in futuro i livelli di redditività prevalenti prima del 2007.

L'azione per recuperare reddito non può passare né per innovazioni finanziarie dal ridotto valore aggiunto per la collettività né per la ricerca di nuove modalità per assumere rischi non adeguatamente catturati dalla regolamentazione. La redditività va recuperata aumentando l'efficienza aziendale e la qualità dei servizi per la clientela, rafforzando i presidi organizzativi, concentrandosi sul *core business*.

La fiducia della clientela è alla base del circuito del risparmio. Su questo tema è elevata l'attenzione della Banca d'Italia: lo scorso anno sono state emanate nuove norme sulla trasparenza dei servizi bancari e sulla correttezza dei rapporti con la clientela; da qualche mese è attivo l'Arbitro Bancario Finanziario; di recente, abbiamo sollecitato un intervento legislativo volto ad aumentare la chiarezza e la comparabilità delle commissioni bancarie. Sul piano reputazionale, oltre che per adempiere a un preciso obbligo di legge, è altrettanto importante il rispetto puntuale da parte degli intermediari della normativa in materia di anticiclaggio, per il quale è essenziale il massimo coinvolgimento dei vertici aziendali.

Una maggiore efficienza aziendale passa anche attraverso il rafforzamento degli assetti organizzativi. Un governo societario e un sistema di controlli interni robusto costituiscono, ancor prima della Vigilanza, il primo presidio della stabilità delle banche.

Lo scorso anno sono stati numerosi i richiami della Banca d'Italia al pieno rispetto delle norme in materia di organizzazione e governo societario, emanate nel 2008.

* * *

È diffusa la convinzione a livello internazionale che negli anni passati il sistema bancario abbia dirottato risorse su attività eccessivamente rischiose o a bassa utilità per l'economia nel suo complesso: di questo occorre essere consapevoli. Il sistema finanziario italiano è riuscito a contenere i rischi manifestatisi in altri paesi, ma la revisione della regolamentazione di cui si è detto porrà ancora con forza la questione di come conciliare efficienza, innovazione e riduzione dei costi con la prudenza e la stabilità necessarie in un settore dove ampie sono le asimmetrie informative, delicato il processo di trasferimento intertemporale delle risorse, fondamentale la tutela del risparmio. Nello stesso tempo occorrerà proseguire nella rimozione di posizioni di rendita e di eccessi di regolamentazione anticompetitiva presenti in molti altri comparti non finanziari.

Quanto ciò sia necessario lo si legge nelle segnalazioni dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, negli indicatori costruiti dall'OCSE sull'intensità della regolazione anti-concorrenziale, nelle analisi sulla bassa efficienza di importanti segmenti del settore dei servizi privati e pubblici. Un insufficiente e imperfetto operare delle forze di mercato contribuisce, insieme con i noti vincoli burocratici al "fare impresa", a spiegare le difficoltà strutturali del sistema produttivo italiano, limitando le possibilità di riallocare le risorse verso settori ad alta crescita e maggiore produttività.

La fase che ora si apre può dunque costituire l'occasione per le banche italiane per concentrarsi ancor più sulla tradizionale attività di intermediazione, indirizzando il risparmio del pubblico verso i prenditori e i progetti più meritevoli. Soprattutto in uno scenario di bassa crescita economica, si tratta di uno strumento essenziale per recuperare competitività.

Avv. Corrado FAISSOLA

Presidente Associazione Bancaria Italiana

Le mie riflessioni prendono spunto da quelli che sono, ormai, avanzati processi di revisione delle regole. Prima di tutto, però, vorrei ricordare che sono assolutamente d'accordo sul fatto che è necessario che ci siano delle regole che definiscano, sia dal punto di vista oggettivo sia dal punto di vista soggettivo gli eventi, i comportamenti e i soggetti che devono essere regolati.

Se partiamo da un'analisi estremamente superficiale delle cause principali della crisi sistemica che abbiamo avuto, rileviamo come ci sia stata la mancanza di regole per tutta una gamma molto ampia di attività finanziarie e come sia mancata una regolamentazione adeguata anche per molti intermediari finanziari, naturalmente mi riferisco ad una visione di tipo internazionale. I passaggi che ci sono stati immediatamente dopo la crisi hanno evidenziato anche una terza mancanza, quella di avere autorità di vigilanza che possano vigilare, attraverso un accentramento dei controlli fatto a livello *cross board*. La mancanza di un'autorità forte a livello internazionale, a livello europeo (limitiamoci per il momento a questo), ha procurato - e potrebbe procurare in futuro - due aspetti critici: il primo è la mancanza di una visione globale dell'intermediario che coopera in più paesi su più mercati; il secondo è che, nel momento in cui si deve intervenire per porre rimedi rapidi alla crisi, manca chi possa farlo. Considero che quanto è stato avviato a livello europeo, vada verso la giusta direzione.

In merito al problema delle regole: le nuove regole che sono state ipotizzate, delineate più esattamente sia nel G20 di Pittsburgh sia a livello di *financials ability board*, tendono a porre rimedio ad una serie di criticità che, secondo i regolatori -anche a livello politico- hanno cau-

sato o comunque sono state determinanti nella crisi. Partendo da questo punto, prima di parlare degli aspetti delle nuove regole - cosiddette di Post Basilea2- vorrei ricordare, in maniera molto empirica, che il primo intermediario a fallire è stata una banca inglese: la Northern Rock, che faceva mutui e la causa della crisi è stata principalmente il mancato rispetto della regola delle trasformazioni delle scadenze. Mancato rispetto di una regola che in Italia è sempre stata e si continua ad applicare, anche se l'autorità di vigilanza in anni passati l'aveva eliminata come norma regolamentare e l'aveva lasciata solo come una *moral suasion* da far attuare alle banche. Il secondo grande gruppo d'Europa, che ha avuto difficoltà è stato ING, che è tornato tuttora a fare concorrenza ai nostri sportelli, e che attraverso un modello di business che prevedeva una remunerazione della provvista molto elevata, incompatibile con i tassi di mercato a breve termine in quel momento, investiva poi evidentemente in attività finanziarie che, per durata e per rischio, non erano compatibili con questo tipo di raccolta. Inoltre, è opportuno sottolineare che la raccolta in via telematica presenta rispetto alla raccolta tradizionale tramite gli sportelli, una volatilità enormemente superiore perché in pochissimi minuti, in pochissime ore, si possono svuotare tutte le disponibilità che ci sono.

Questi sono solo due aspetti, poi c'è ne sono molti altri, di questi alcuni sono: La qualità dell'attivo, in termini soprattutto di attività finanziarie che erano nell'attivo delle banche. Due anni fa, quando ancora non era apparsa la crisi dei mesi successivi, avevo intuito - suscitando anche qualche reazione un po' risentita - che la qualità dell'attivo dei grandi gruppi internazionali era una qualità probabilmente tale da far prevedere nel futuro, come si è rilevato, una emorragia pazzesca. Sulla mancanza di regole, vorrei dire che queste sono importantissime, sono fondamentali, ma il modo con cui la regola viene

interpretata dal punto di vista sostanziale e come si traduce in comportamenti concreti. E' indubbio che l'eccesso di sofisticazione nel rapporto col cliente, per le caratteristiche delle nostre banche e dei nostri sportelli, è negativo e non positivo, anche perché, sebbene io condivida pienamente le opinioni espresse, la vendita informata non può andare aldilà di certi livelli di informazione perché altrimenti il costo della distribuzione, che è già altissimo, diventerebbe tale per cui le banche italiane non possono più operare in termini economici.

Per quanto riguarda la modifica delle regole: riportando il parere dei massimi organi dell'ABI, c'è la consultazione in corso, abbiamo già fatto con l'autorità di vigilanza italiana molte riflessioni, riteniamo che la diluizione nel tempo dell'applicazione di queste norme sia fondamentale, è un aspetto che la nostra autorità di vigilanza, il nostro Governatore, condivide e questo è un primo aspetto. Ma se noi entriamo nel merito ci sono alcune cose che, a nostro giudizio, tenuto conto del panorama e delle norme giuridiche che applica l'Italia, debbono essere particolarmente valutate in termini di impatto, prima di tutto sugli intermediari e in secondo luogo anche sull'economia, e noi insistiamo molto perché le prove di impatto siano fatte non solo con riferimento ai nostri bilanci, ai nostri conti economici, alla nostra situazione individuale, ma anche e soprattutto sugli impatti sull'economia.

Quali sono i fini che si prefiggono i regolatori di Basilea? Per prima cosa si prevede che la qualità del capitale delle banche sia di livello più elevato dell'attuale. Io credo che questa scelta sia da condividere soprattutto per quanto riguarda gli strumenti ibridi cosiddetti di capitalizzazione, *capital ces* e altri strumenti in voga. Ma è anche da condividere sul piano teorico: un esempio per noi fondamentale è quello delle cosiddette imposte differite attive, però la diversa regolamentazione

fiscale che c'è nei diversi paesi europei fa sì che il sistema bancario italiano sia drammaticamente penalizzato nell'ipotesi che una parte consistente di questi attivi delle nostre banche fosse non considerato utile ai fini della determinazione del capitale necessario per fronteggiare l'attività bancaria. Quando parliamo di qualità del patrimonio, del capitale, non sono concepibili ritorni sul capitale investito come quelli che si ipotizzano: avendo una previsione di ROE tale da essere inferiore al 20%, può essere considerato un soggetto non meritevole di attenzione. E' altrettanto vero però che ci sono limiti al di sotto dei quali la raccolta di nuovi mezzi patrimoniali non si riesce a fare sul mercato. L'attuale situazione del sistema bancario italiano, che vede intorno al 3-4% il ritorno che c'è stato nel 2009 e che si presume ci sarà nel 2010, determina una situazione particolarmente critica con dei potenziali impatti sulla stessa stabilità non tanto del sistema, quanto dell'attuale struttura del sistema, perché gli unici soggetti che noi abbiamo constatato essere disponibili a non avere ritorni minimi sul capitale investito sono soggetti pubblici. In una recente conversazione avuta col direttore generale dell'ABI sull'Antitrust, è stato chiesto al suddetto organo, quali fossero le attività che i banchieri possono svolgere per guadagnare qualche cosa, perché altrimenti tutti i regolatori con finalità ottimale inducono, e sollecitano a stare molto attenti ovviamente ai clienti che rappresentano una ricchezza, ma nel contempo se le banche non guadagnano più, cioè se non ci sono più margini da nessuna parte, l'attività imprenditoriale non può essere più svolta. La nostra autorità di vigilanza con lungimiranza ha sempre tenuto molto bassa la possibilità di leva tra capitale di primo livello e capitale di secondo livello. E sotto questo profilo io devo riconoscere che le pressioni che mi sono arrivate durante la mia presidenza, per sollecitare alla Banca d'Italia modifiche, non sono mai arrivate al destinatario, ma sono sempre rimaste assorbite dal

presidente dell'Associazione, che si è assunto la responsabilità di non portare avanti idee che personalmente non condividevo. Poi i fatti mi hanno dato ragione, ma potevo anche sbagliarmi. Secondo aspetto: abbiamo parlato di trasformazione delle scadenze, problemi della liquidità, sia nel breve che nel medio termine. Io penso che queste regole, pur dovendo evidentemente passare attraverso un vaglio particolarmente attento, siano da considerare utili se non determinanti per la stabilità di qualunque sistema, perché nella mia brevissima esperienza che ho fatto in banca ho visto che non è mai fallito nessuno, se non per crisi di liquidità; perché la crisi sulla qualità del portafoglio dei crediti determina e ha determinato delle crisi con costi elevati non drammatici su molte nostre banche, basta pensare agli istituti meridionali, ma non ha determinato di per se stessa alcuna crisi nel breve periodo. C'è sempre un tempo relativamente medio-lungo per poter intervenire; solo se non si interviene capita poi evidentemente il dissesto finale.

Un altro aspetto importante che vorrei sottolineare è quello della determinazione dei parametri minimi: credo che il fatto di non definirla aprioristicamente sia giusto. Ciò avrebbe determinato una situazione d'impatto non prevedibile, in quanto non preceduto da quelle prove d'impatto di cui parlavamo. E' chiaro però, che oggi il livello minimo di capitale è il 4%; quindi quando i giornali, i media, chiedono di portare questo livello all'8% come minimo, evidentemente si compie un esercizio che determinerebbe un impatto drammatico sui mercati, sui singoli intermediari e in generale sull'economia, perché sarebbe necessario raccogliere sui mercati, con quella redditività di cui parlavamo prima quindi particolarmente attraente, centinaia di miliardi di euro. Anche sotto questo profilo, è necessario che l'autorità di vigilanza, soprattutto quella italiana, debba intervenire.

L'altra considerazione ancora su questo aspetto è correlata al livellamento del campo di gioco. E' necessario, a

giudizio della professione bancaria italiana, che si arrivi veramente ad un livellamento, che non significa un'omogenizzazione di tutto, perché altrimenti oltre al danno avremmo anche le beffe; a tipologie di business e a conseguenti rischi devono essere applicate le stesse regole in tutti i Paesi quanto meno della Comunità. Per cui se le banche italiane sono, come sono, fortemente orientate sul *retail* è necessario che se ne tenga conto, perché i rischi del *retail* sono diversi dai rischi che sono allocati nelle attività finanziarie complesse o supercomplesse che invece altri intermediari hanno scelto di collocare nel proprio attivo, nei propri portafogli. Detto questo, una breve riflessione su quello che è lo stato della nostra industria. La nostra industria presenta in questo periodo, negli ultimi 12-18 mesi, una situazione di particolare criticità, che deriva dalla struttura stessa che l'ha preservata da rischi sistemici all'inizio della crisi, perché la raccolta tradizionale operata attraverso gli sportelli ha confermato una grandissima stabilità del *funding* a livello di tutte le banche italiane, piccole, medie, grandi e quant'altro. Questa è una ricchezza che da un lato, ha preservato il nostro sistema bancario da impatti drammatici della crisi, dall'altro ha dato un contributo ancora più determinante sulla stabilità dell'economica del nostro Paese. Questo è un punto del quale noi dobbiamo essere assolutamente consapevoli. Cosa è capitato nella fase più acuta della crisi e continua tuttora? Che per salvare o comunque attenuare gli impatti su intermediari che non avevano e che non hanno la nostra stessa struttura di provvista, per consentire loro di tornare a fare utili, le autorità monetarie (la Banca Centrale Europea in particolare, che è quella più incline), hanno messo a disposizione del mercato, e continuano a farlo, una quantità di liquidità che solo gradualmente ritira dal mercato. La motivazione è apparentemente ineccepibile: dobbiamo continuare a mantenere liquidità sui mercati per impedire che i mercati finanziari non siano in grado di suppor-

tare questa piccola ripresa dell'economia. Voi siete tutti degli operatori bancari che operate in Italia: se in questo momento c'è un problema che non esiste, è quello dei problemi di messa a disposizione delle nostre imprese di fondi sufficienti per sostenere la ripresa. Quindi le banche tradizionali, le banche commerciali, le banche prevalentemente *retail*, in questo momento soffrono terribilmente il bassissimo costo della provvista sui mercati, perché noi dobbiamo fare concorrenza, e non siamo in grado di farlo (mi auguro che questo possa durare soltanto ancora per un breve periodo), alla Banca Centrale Europea, che ha messo sul mercato quantità enormi di liquidità a tassi che non sono compatibili con la struttura della provvista delle nostre banche. E' vero che ormai nei nostri conti economici, nel nostro modo di esercitare l'attività di impresa, ci troviamo che tutto sta diventato marginale, però noi abbiamo 36.000 sportelli che, indiscutibilmente hanno rappresentato e rappresentano una grande forza per il passato e per il futuro; perché dovremmo chiuderli tutti se non riusciamo a competere ad armi pari? Vi racconto una piccola esperienza professionale da presidente pro-tempore dell'ABI. Quando andiamo nelle commissioni parlamentari, esprimiamo, ovviamente per tutelare l'interesse del sistema con una certa passione, questi aspetti (commissioni, massimo scoperto, minimo coperto, e così via), ed esprimiamo anche le nostre preoccupazioni per questa differenza di struttura dei nostri conti economici, del nostro modo di essere rispetto alle altre banche. L'obiezione ricorrente è che allora questa situazione indurrebbe le banche italiane a fare esattamente il contrario di quello che il governo chiede loro, cioè più che di continuare, di riprendere il giusto indirizzo, di fare la banca tradizionale che raccoglie in pieno. Questo è un aspetto a mio giudizio molto importante, solo per esserne coscienti; poi le politiche che fa la Banca Centrale Europea, che fanno le banche centrali, sono politiche sulle quali certamente la

lobby del sistema dell'industria bancaria italiana ha scarsissima influenza.

Problemi di disponibilità di capitale: è inimmaginabile che le banche possano raccogliere capitali sul mercato in una situazione così penalizzante di redditività. Vorrei anche sottolineare un aspetto: è giusto il richiamo che ci viene fatto circa l'esigenza di destinare una parte importante degli utili al rafforzamento patrimoniale; è altrettanto vero però che prima di tutto bisogna riuscire a realizzare gli utili e bisogna anche tener conto delle situazioni che oggettivamente in Italia si sono realizzate nell'ultimo anno, dove numerosi intermediari hanno proceduto ad aumenti di capitale nelle forme anche di obbligazioni da convertire e non convertibili, che sono tali da garantire per il futuro una certa relativa tranquillità. E' giusto che noi dobbiamo passare i prossimi mesi, forse i prossimi due anni, ad immaginare quale sarà lo scenario di Basilea post-modifica delle regole, ma è altrettanto importante che noi in questi due anni non creiamo uno stato di disaffezione nei confronti dei nostri soci azionisti, tale da indurli a non investire più nelle nostre banche.

Quando si tratta di prezzi, i prezzi amministrati non sono un ingrediente gradito da parte dell'industria bancaria di qualunque paese e in particolare, visto che io rappresento quella italiana, dall'industria bancaria italiana. Quindi il continuare a prevedere dei modelli in cui tutto dev'essere fissato con dei *cap* è un aspetto che merita; se abbiamo a cuore tutti, le istituzioni, i vigilanti e naturalmente le imprese bancarie, il futuro di questa industria bancaria (prima che scoppiasse la crisi eravamo la migliore del mondo), questo è assolutamente fondamentale. Noi auspichiamo che ci sia un concerto tra governo, autorità di vigilanza e sistema bancario, per trattare del futuro del nostro sistema in termini proposi-

tivi, a partire naturalmente (ma di questo ne abbiamo già parlato troppe volte con risultati pessimi), dalla fiscalità del nostro mondo.

Non so se le mie osservazioni siano da voi condivise, sono osservazioni rispettose del ruolo di tutti, in particolare dell'autorità di vigilanza che qui è autorevolmente rappresentata. Con l'autorità di vigilanza c'è stato, c'è e mi auguro ci sia anche in futuro, quel rapporto di interazione dialettica che ci contraddistingue; anche quando c'è divergenza di pensiero, non si pregiudica la reciproca stima dei diversi ruoli che a ognuno di noi compete. Grazie per l'attenzione.

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

Alba Leasing S.p.A.
Allianz Bank Financial Advisors, S.p.A.
Anima SGR S.p.A.
Asset Banca S.p.A.
Associazione Nazionale per le Banche Popolari
Banca Agricola Commerciale della Repubblica di San Marino
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 CRV - Cassa di Risparmio di Vignola S.p.A.
Banca della Ciociaria S.p.A.
Banca Esperia S.p.A.
Banca Fideuram S.p.A.
Banca del Fucino
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 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 Intra S.p.A.
Banca Popolare di Lodi S.p.A.
Banca Popolare di Marostica
Banca Popolare del Mezzogiorno 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 S.p.A.
Banca Popolare di Verona - S. Geminiano e S. Prospero S.p.A.
Banca Popolare di Vicenza
Banca Regionale Europea 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 Scpa
Banco di San Giorgio S.p.A.
Banco di Sardegna S.p.A.
Barclays Bank Plc
Carichieti S.p.A.
Carifermo S.p.A.
Cariromagna S.p.A.
Cassa Lombarda 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 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 Friuli Venezia Giulia 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 del Veneto S.p.A.
Cassa di Risparmio di Venezia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Volterra S.p.A.
Cedacri S.p.A.
Centrobanca S.p.A.
Cerved 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.
Federazione Lombarda Banche di Credito Cooperativo
Federkasse
Findomestic Banca S.p.A.
Intesa SanPaolo S.p.A.
Istituto Centrale Banche Popolari Italiane
Mediocredito Trentino Alto Adige S.p.A.
Pravex Bank PJSCCB
SEC Servizi Scpa
SIA-SSB S.p.A.
UBI Banca Scpa
UBI Banca Private Investment S.p.A.
UBI Pramerica SGR S.p.A.
UGF Banca S.p.A.
Unicredit Banca S.p.A.

Unicredit Credit Management Bank S.p.A.
Unicredit Banca di Roma S.p.A.
Unicredito Italiano S.p.A.
Veneto Banca Holding Scpa

Amici dell'Associazione

Arca SGR S.p.A.
Associazione Studi e Ricerche per il Mezzogiorno
Banca Intesa a.d. Beograd
Casse del Centro S.p.A.
Centro Factoring S.p.A.
Finsibi S.p.A.
Fondazione Cassa di Risparmio di Biella S.p.A.
Kpmg 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'ATTIVITA' BANCARIA E FINANZIARIA IN ITALIA"
V. Desario - aprile 2003
- N. 203 "I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITA' DELLE BANCHE: ASPETTI GENERALI E QUALITA' 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. Curcurutu - maggio 2003
- N. 205 "I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITA' 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 - S.E. D. Tettamanzi - novembre 2003
- N. 208 "STRUTTURA E OPERATIVITA' 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"**
G.Morcaldò - S.Rossi - M.Lossani - luglio 2004
- N. 214 "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.Ornaghi - S.E. D.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. Morcaldò - 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 DI 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. Morcaldò - 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 - luglio 2007
- N. 238 "LA DIRETTIVA MIFID E GLI EFFETTI DEL SUO RECEPIMENTO"**
V. Conti - G. Sabatini - C. Comporti - settembre 2007
- N. 239 "REGOLE E COMPORAMENTI: A CHE PUNTO SIAMO?"**
T. Bianchi - C. Faissola - F. Cerchiai - C. Comporti - P. Barucci - G. Carosio
marzo 2008
- N. 240 "LA CONGIUNTURA MONETARIA INTERNAZIONALE E I CONDIZIONAMENTI DELLA CRISI DEI MUTUI AMERICANI"**
D. Delli Gatti - G. Verga - R. Hamaui - aprile 2008
- N. 241 "LA SITUAZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE E DELLE PICCOLE MEDIE IMPRESE"**
G. Gobbi - A. Sanguinetto - P. Modiano - L. Filippa - maggio 2008

- N. 242** "LA RELAZIONE DI FIDUCIA TRA LA BANCA E IL CLIENTE"
C. Salvatori - L. Crisigiovanni - F. Anelli - N. Pagnoncelli - maggio 2008
- N. 243** "IL FUTURO DELL'IMPRESA BANCARIA,
TRA MALIA DELLA FINANZA E RICHIAMO DEL TERRITORIO"
M. Sarcinelli - novembre 2008
- N. 244** "ESPERIENZE DI AVVIO DEGLI ORGANISMI
DI VIGILANZA EX D.LGS N. 231/2001" - novembre 2008
- N. 245** "ESPERIENZE DI AVVIO DEGLI ORGANISMI
DI VIGILANZA EX D.LGS N. 231/2001" - novembre 2008
- N. 246** "BANCA, IMPRESA E MERCATI: LA SFIDA DELLO SVILUPPO"
A.M. Tarantola - M. Sarcinelli - T. Bianchi - aprile 2009
- N. 247** "GLI IMPATTI DELLA CRISI SUGLI ASSETTI PROPRIETARI
E SUL CAPITALE DELLE BANCHE"
V. Calandra Buonauro - G. Napolitano - aprile 2009
- N. 248** "LA REAZIONE DELLE BANCHE ALLA CRISI
E LE STRATEGIE PER IL FUTURO" (1° PARTE)
G. Vaciago - G. Zadra - aprile 2009
- N. 249** "LA REAZIONE DELLE BANCHE ALLA CRISI
E LE STRATEGIE PER IL FUTURO" (2° PARTE)
R. Nicastro - M. Fiordi - A. Azzi - G. Viani - aprile 2009
- N. 250** "BANCA, IMPRESA E MERCATI: LA SFIDA DELLO SVILUPPO" **Commenti**
C. Faissola - M. Perini - G. Vegas - aprile 2009
- N. 251** "QUALE BANCA DOPO LA CRISI" **Commenti** M. Lossani - A. Baglioni - E.
Beccalli - P. Bongini - E. Panetta - A. Sironi - marzo 2009
- N. 252** "NUOVE REGOLE PER UN'ATTIVITÀ BANCARIA ETICA."
"COMPORAMENTI DEL BUON BANCHIERE" **Commenti** T. Bianchi - marzo 2010
- N. 253** "LE BANCHE NELL'ATTUALE MERCATO E L'OPINIONE DEI CLIENTI"
N. Pagnoncelli - aprile 2010
- N. 254** "LA GESTIONE DEL CREDITO NELL'ATTUALE FASE ECONOMICA"
F. Bellotti - D. Gronchi - F. Kerbaker - marzo 2010
- N. 255** "LA CONGIUNTURA, LA DINAMICA DEL CREDITO E LA STRUTTURA
FINANZIARIA DELLE IMPRESE"
M. Lossani - F. De Novellis - F. Panetta - G. De Felice - giugno 2010

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

Finito di stampare giugno 2010