

Le istituzioni europee e nazionali di fronte alla nuova finanza d'impresa: dov'è il limite tra controlli efficienti e creazione di condizioni adeguate allo sviluppo¹

di Alessandro Settepani e Federico Arcelli

La globalizzazione ha toccato anche il mondo della finanza, e, negli ultimi anni, si è assistito ad una sempre maggiore apertura dei mercati a livello internazionale, caratterizzata da una grande mobilità dei capitali, da un'offerta sempre più ampia di prodotti a investitori non più solo nazionali.

Questo impone, per garantire le prospettive di crescita economica, per l'efficienza complessiva dei mercati e per la tutela del risparmio, di riflettere su ciò che è ora in atto e sui meccanismi di indirizzo e controllo. La complessità del mondo "globale", tuttavia, rende difficile pensare solo a buone regole (o efficienti controllori), che non devono certo mancare. Sempre di più sembra necessaria una maggiore e generale diffusione della "cultura finanziaria", per assicurare, nella pratica, in primis quel livello di maturità degli operatori e anche del pubblico di investitori, che è la migliore base per l'esistenza di un mercato finanziario efficiente e trasparente.

Il mercato finanziario è in veloce evoluzione

1.1 Il mercato internazionale

Il sistema finanziario ha vissuto negli ultimi anni cambiamenti intensi che ne hanno profondamente modificato le dinamiche ope-

¹ Il contenuto dell'articolo riflette esclusivamente l'opinione degli autori e non impegna in alcun modo le istituzioni di rispettiva appartenenza.

native. Tali cambiamenti hanno imposto alle imprese un nuovo modo di gestire la propria finanza e ciò ha consentito di ampliare l'offerta ai risparmiatori, desiderosi di ottenere sui loro investimenti ritorni più elevati, visto l'attuale basso livello dei rendimenti di strumenti più tradizionali come, fra i primi, i titoli di stato.

Inoltre, la gamma dei prodotti finanziari a disposizione si è notevolmente arricchita di strumenti moderni e più flessibili, il che consente maggiori possibilità di trasferire risorse dal sistema finanziario al sistema produttivo. In particolare, i progressi accademici nelle tecniche di valutazione dei rischi hanno favorito il processo di formazione dei prezzi di attività, per le quali in precedenza era difficile poter esprimere una quantificazione del valore. L'esempio più eclatante è, forse, quello del credito, per il quale i maggiori operatori creditizi dispongono ora di tecniche di stima dei rischi e dei prezzi dei crediti, che ne rendono possibile la compravendita. Ciò ha reso più liquidi i relativi mercati e ne ha consentito il maggior sviluppo.

La forte crescita nell'offerta, anche al pubblico, di prodotti come le opzioni, i derivati su credito, i titoli finanziari strutturati, le obbligazioni "corporate", fino a strumenti di *mezzanine finance*, ha aumentato le possibilità e le forme tecniche di finanziamento e ha reso più agevole l'ottimizzazione nella gestione dei rischi e delle variabili finanziarie, sia dal lato dei datori di fondi sia dal lato delle imprese.

Tale sviluppo interessa le imprese sotto diversi profili:

- comporta nuove modalità di reperimento dei fondi attraverso strumenti complessi e "rischiosi" sia per chi eroga il finanziamento, sia per chi ne beneficia (prima il rischio era solo a carico del datore fondi); basti pensare ad esempio all'emissione di titoli con opzioni incorporate, le quali quando sono emesse (ad esempio titoli "puttable" o *index linked*) determinano un significativo rischio finanziario per l'azienda emittente. Le imprese sono quindi chiamate a prendere decisioni consapevoli per scegliere le giuste modalità di finanziamento per minimizzare i costi, ma anche i rischi di finanziamento;
- offre nuove opportunità di investimento della liquidità di impresa in investimenti finanziari complessi, generando però nuove forme di rischi sull'attivo;

- mette a disposizione un più ampio spettro di strumenti utilizzabili per costruire la propria struttura finanziaria ottimale (mix capitale-debito-ibridi).

Si afferma nel complesso la necessità di una gestione integrata dell'attivo e del passivo e di corretta valutazione e gestione dei rischi finanziari gestiti dall'impresa. Se così non fosse si potrebbe amplificare la componente finanziaria nell'instabilità di impresa (vale la pena di ricordare i non pochi casi di imprese fallite per operazioni finanziarie): risulta accresciuta, in ultima analisi, l'importanza della conoscenza e del consapevole utilizzo delle tecniche di *risk measurement and management*.

Questo è stato possibile, però, al prezzo di una maggiore complessità nella gestione dei rischi, anche dato il crescente numero di operatori coinvolti e la graduale "disintermediazione" del sistema bancario, con vantaggi in termini di competizione, ma possibili svantaggi dal punto di vista dei controlli. In una parola, si può dire che i mercati finanziari sono ora più "completi", nell'accezione proposta da Arrow-Debreu, sono cioè caratterizzati da un'accresciuta disponibilità di opzioni di negoziazione di rischio e risorse.

1.2 *La situazione italiana*

La globalizzazione dei mercati ha avuto notevoli ripercussioni sul mondo imprenditoriale. Infatti, in passato l'area "finanza" delle imprese italiane era vista come strumentale al raggiungimento degli obiettivi aziendali, e, in sostanza, a garantire le risorse per un corretto andamento dei processi produttivi e commerciali. Negli ultimi anni, specie nelle fasi di espansione del mercato finanziario, si è assistito a casi di sfruttamento della "leva finanziaria" per migliorare i risultati economici complessivi dell'impresa, quasi a complemento delle attività ordinarie. Questo non è, naturalmente, un fenomeno diffuso, ma un sintomo della crescente importanza della finanza e della necessità di un valido sistema di controlli per evitare casi di abuso.

Inoltre, il contesto esterno nel quale le imprese si trovano a operare sta rapidamente cambiando, non solo dal lato della strategia industriale, ma anche per quel che riguarda le modalità di

reperimento dei finanziamenti e l'importanza che essi potranno avere per lo sviluppo dell'azienda. I margini di profitto, infatti, vengono sempre più erosi dalla concorrenza internazionale riducendo le possibilità di autofinanziamento. Inoltre, tali margini possono essere mantenuti solo producendo in settori dove si vanta un significativo vantaggio tecnologico in termini di processi produttivi e di prodotto. Ma il conseguimento di tale risultato comporta importanti investimenti, da alimentare attraverso fonti di finanziamento esterne. E non sempre è sufficiente.

Tuttavia, nel caso italiano, va operata una distinzione tra l'impresa medio-piccola, usualmente ancora legata alla famiglia del fondatore, non quotata in borsa e avversa ad "aprirsi" al mercato e la grande industria. Nel primo caso l'area "finanza" non è molto valorizzata; frequentemente essa è gestita, quando necessario, direttamente dal capo azienda coadiuvato dal contabile/commercialista, che di quando in quando provvede a contrattare direttamente con le banche secondo le necessità del caso.

Tale concezione "debole" della finanza trova giustificazioni in motivazioni di carattere economico e culturale, quali la preferenza per l'autofinanziamento dei propri progetti di investimento rispetto al debito bancario; la riluttanza a utilizzare credito bancario a medio lungo termine – anche perché spesso quest'ultimo, in Italia, rappresenta una scelta vincolante a causa delle garanzie richieste – e, in maniera anomala rispetto a quanto accade negli altri paesi più sviluppati, la preferenza per i finanziamenti a breve-medio termine. Inoltre, va aggiunto che la cultura della finanza aziendale quale "motore autonomo" di valorizzazione del potenziale aziendale – con ciò che ne consegue in termini di assetti organizzativi, rapporti con intermediari, investitori e mercati – si è da poco diffusa in Italia rispetto a quanto avvenuto in altri paesi.

Nel caso delle grandi aziende, quotate in borsa o attive sul mercato con emissioni obbligazionarie – e quindi, usualmente, soggette alle valutazioni di banche, analisti e società di *rating* – il discorso è certamente diverso e l'apertura al mercato internazionale è ampia. Tuttavia, cifre alla mano, l'Italia è tra i "grandi" paesi dell'Unione Europea quello che evidenzia il minor numero di imprese multinazionali in grado di competere globalmente, per dimensione, con i colossi americani. In effetti, i gruppi

italiani di dimensione superiore ai 10 miliardi di euro di fatturato sono davvero pochi, e spesso nemmeno in posizioni di *leadership* nelle loro aree. Paradossalmente, quindi, la globalizzazione non ha favorito molto i grandi gruppi italiani, che – “persa” la rete protettiva rappresentata dal loro potere in ambito locale e dall’aiuto, implicito o esplicito, dello Stato – non hanno saputo dimostrare di poter crescere all’estero mantenendo competitività. Anzi, si sono trovati a far fronte a dolorose ristrutturazioni o a manovre di finanza straordinaria, puntando su ritorni immediati e non costruendo sviluppo e prospettive.

La debolezza della finanza aziendale ha posto le basi per possibili crisi del mercato finanziario. Infatti, i recenti casi critici, che hanno caratterizzato il mercato italiano, sembrano legati proprio ad una incapacità di gestire dal lato finanziario la crescita dell’azienda al momento del passaggio dalla dimensione media a quella grande. Alcune imprese si sono così dimostrate incapaci di gestire il rapporto diretto con il mercato dei capitali.

Quando certi errori sono commessi sul mercato pubblico e, direttamente o indirettamente, coinvolgono anche i piccoli risparmiatori, diventano “notizia” e creano un “caso”. Tuttavia, passata la tempesta, bisogna chiedersi quali siano stati gli errori e dove si debba agire. Gli interventi possono riguardare l’assetto del mercato e dei suoi controlli; dobbiamo però anche chiederci di cosa hanno bisogno le imprese italiane: è vero, come è stato detto, che queste fanno troppa finanza o invece, è vero il contrario? Ossia che le medesime per certi versi fanno troppo poca finanza?

Controlli e investimenti: il ruolo delle banche

2.1 Obbligazioni e debito bancario

La teoria finanziaria ha sempre posto l’accento su una sorta di dicotomia nelle fonti di finanziamento dell’impresa: da un lato il finanziamento bancario, dall’altro il finanziamento attraverso il mercato con l’emissione di azioni e *bonds*.

L'evoluzione delle tecniche e degli strumenti finanziari ha determinato un rilevante cambiamento nelle modalità di funzionamento dei canali di finanziamento delle imprese, sia di quello del mercato del capitale azionario che quello del capitale di debito. Tali cambiamenti operano nel senso di una maggior flessibilità delle modalità di raccolta delle risorse e una minore separazione tra i due canali.

Inoltre, risulta accresciuto e più stringente il monitoraggio svolto dal mercato sull'evoluzione delle strategie e dei risultati, tale che le informazioni inviate dall'azienda ai mercati rappresentano una variabile importante nella gestione: il mercato ha bisogno di informazioni chiare, ben articolate, continue e dettagliate. Infatti, il problema di un mercato che si caratterizza per molteplicità e complessità degli strumenti e per "limitati" livelli di controlli, almeno in termini di capacità, è in primo luogo la trasparenza e la chiarezza nei confronti degli investitori.

Quello che le recenti crisi hanno dimostrato, è, tra l'altro, che migliaia di obbligazionisti non sono in grado di "difendersi" bene come un unico (o pochi) creditori. Il vantaggio che in genere la teoria riconosce al canale bancario nella gestione della crisi d'impresa è duplice: da un lato, la banca "internalizza" la crisi, passeggera o strutturale, dell'impresa, gestendola all'interno del proprio bilancio ed evitando spesso che essa diventi di dominio pubblico e che le perdite siano trasmesse direttamente agli investitori; inoltre, a differenza di quello che avviene quando la crisi si manifesta pubblicamente sul mercato (quando il *default* fa scattare automaticamente tutta una serie di meccanismi legali vincolanti), il canale bancario offre una maggiore flessibilità per ciò che attiene alle modalità di gestione della crisi, potendo il debito essere riscadenzato e ristrutturato al presentarsi di difficoltà nei pagamenti.

La contropartita di tutto ciò è, tuttavia, che in caso di crisi, mentre le banche riescono a "muoversi" con maggiore tempismo, e sono "attrezzate" a trattare anche le ristrutturazioni difficili, eventualmente anche rinunciando a parte del loro credito, ma riuscendo a massimizzare il "rientro" nei casi più difficili; il popolo dei piccoli investitori può intervenire solo dopo che il dissesto si è verificato – di solito con la dichiarazione di *default* – tramite meccanismi burocratici di per sé poco flessibili e costo-

si, trovandosi alla fine nell'impossibilità di prendere decisioni che implicino sacrifici troppo elevati e, quindi, paradossalmente, non mettendo le stesse aziende in condizione di risanarsi.

Il canale bancario è quindi preferibile a quello di mercato nel finanziamento dell'impresa e va incoraggiato? Il discorso non è così semplice dato il rapporto da sempre conflittuale che l'impresa italiana ha con i finanziatori bancari. Inoltre, il contesto esterno è profondamente cambiato.

L'implementazione del nuovo accordo di Basilea (ma non solo) sta gradualmente trasformando il rapporto banca-impresa, rendendolo per certi versi più vicino a quello che le imprese hanno con il mercato: l'adozione da parte delle banche di sistemi di *rating* interno per la stima della rischiosità sancisce, di fatto, il passaggio a strumenti di analisi che sono tipici degli investitori professionali di mercato. Forse vale la pena di evidenziare che l'introduzione di automatismi di valutazione, che "prevalgono" sul tradizionale rapporto tra banca e impresa, potrebbe portare alla riduzione della capacità – e delle possibilità – delle aziende di accedere al canale bancario per finanziarsi, o, almeno, rappresentare una forte pressione per la ricerca di alternative. Ciò – specie in una fase iniziale in cui ci si renda conto dei vincoli rappresentati da parametri, che andrebbero comunque costantemente ridefiniti (con i problemi che ne conseguono) – potrebbe portare a distorsioni nei *trends* di sviluppo economico o, perlomeno, alla parziale mortificazione di ogni funzione di "motore dello sviluppo" in capo alle banche. È rilevante, a questo proposito, che negli Stati Uniti l'applicabilità del sistema di valutazione del rischio conseguente agli accordi detti "Basilea 2" dovrebbe, da principio, applicarsi solo ad una decina di grandi banche multinazionali, ma non toccare il sistema a livello locale.

Peraltro, un rapporto trasparente e continuo con il mercato porta notevoli vantaggi per le imprese in termini di costi e disponibilità di finanziamento, che sembra irrinunciabile nell'attuale contesto concorrenziale, nel quale le imprese italiane si trovano a operare. Lo sviluppo del finanziamento attraverso il mercato, in maniera diretta – grazie all'emissione di *bond* da parte delle imprese – oppure indiretta – mediante operazioni di

cartolarizzazione dei crediti alle imprese da parte delle banche – sembra quindi un passaggio inevitabile.

Andrebbero valutate e incentivate le sinergie positive che il giusto mix tra finanziamento bancario e di mercato potrebbero offrire, sia alle imprese, sia agli investitori che acquistano titoli sul mercato dei capitali. Del resto, è ben noto il positivo effetto di “*signalling*”, inviato dalle banche direttamente impegnate con propri capitali nel finanziamento dell’impresa, che gli investitori possono sfruttare al momento di acquistare titoli finanziari dell’impresa stessa. Questo naturalmente quando il circolo virtuoso impresa-banca-mercato è sano e non è spezzato da comportamenti scorretti di nessuna delle controparti coinvolte.

2.2 Crisi e sviluppo del rapporto impresa-investitori: definire regole e obiettivi

La considerazione che anche in Italia, e comunque nel mercato globale, le banche non abbiano più il monopolio come in passato non è sufficiente a spiegare la “crisi” di un modello di sviluppo del mercato finanziario che, in momenti di espansione, sembrerebbe ottimale. La domanda da porsi, quindi, poiché la strada “di mercato” al finanziamento dell’impresa sembra imprescindibile, deve riguardare le regole e il “come” esercitare i controlli a miglior tutela degli interessi degli investitori, siano essi professionali o piccoli risparmiatori.

Peraltro, non è solo un problema di “regole” o perlomeno, non di regole a livello locale. Non si può pensare di fare una legge in Italia che non tenga conto di un mercato ormai “globale” e non ha, quindi, alcun senso cambiare le regole da noi se gli altri poi non le cambiano allo stesso modo.

Allo stesso tempo, i controlli devono essere efficienti, ma non soffocare il mercato; altrimenti, semplicemente, come già accade, le imprese andranno a quotarsi all’estero, eluderanno il controllo delle autorità nazionali e il sistema in Italia sarà ulteriormente penalizzato. Allora, è necessario rivedere con forza, in modo omogeneo e a livello europeo le regole, tanto più che i “buchi” nei controlli evidenziati dai recenti casi non sono solo quelli delle banche italiane.

Ma, prima di definire regole “comuni” – posto che abbia senso pensarle – a livello internazionale, forse andrebbe chiesto che cosa in realtà minacci il risparmio italiano. La generica enunciazione della tutela del risparmio non è di per sé un “bene”, perché non tutto il risparmio è uguale. Anzi, l’investitore capace e propenso al rischio va meno tutelato di chi non ha capacità o propensione. Infatti, nel primo caso si ha una figura assai simile all’imprenditore, che, in realtà è il vero “motore” dell’efficienza del mercato finanziario. Se il mercato fosse regolato in modo da “neutralizzare” i rischi, probabilmente perderemmo anche molti dei benefici in termini di corretta allocazione delle risorse che contraddistinguono un sano sistema finanziario.

Quindi, paradossalmente, meglio regole diverse, sistemi finanziari diversi e in competizione tra loro? Neanche questo è certo. Si può però cercare di precisare quali rischi in particolare minacciano un certo risparmio (quello “debole”) e quali strumenti siano necessari per arginarli senza colpire l’efficienza del mercato. Non è chiaro, soprattutto, se il risparmio dei piccoli investitori, in generale, vada difeso da ogni tipo di perdita che ne possa mettere a rischio l’integrità.

Una domanda su tutte potrebbe essere se gli operatori bancari possano o meno vendere ai risparmiatori un titolo o prodotti a rischio medio/alto (“*corporate*”), con conseguente rischio di perdite per chi lo ha acquistato. Se la risposta a tale quesito fosse positiva – purché sia indubbia la competenza e capacità dell’investitore, che può desiderare tra le opzioni a sua disposizione per la definizione del proprio portafoglio, il rischio di impresa nella sua manifestazione finanziaria, come è logico e funzionale in un mercato efficiente – allora, da cosa andrebbe realmente difeso il risparmio?

Il verificarsi di un *default* di un *bond* rappresenta di per sé una patologia del sistema finanziario? O piuttosto è il “naturale” corrispettivo, in termini di rischio di un investimento che garantisce un rendimento superiore per il risparmiatore, il quale – se adeguatamente informato – può liberamente scegliere di sostenere tale rischio?

In un contesto che vuole comunque garantire la libertà di scelta al risparmiatore, in termini di modulazione del proprio pro-

filo di investimento, sulla base delle proprie preferenze di *trade off* rischio/rendimento, la risposta corretta è la seconda. Il vero rischio per il risparmio, allora, risiederebbe altrove – ovvero dove l'informazione sia non solo “imperfetta”, ma deviante rispetto alla realtà – e il far confluire risorse su di un certo investimento, non rappresenti in sé un momento di sviluppo, ma solo un palliativo per dilazionare una crisi inevitabile, ad esempio, in caso di operazioni preordinate a trasferire ai risparmiatori un rischio finanziario ormai manifesto e certo nel suo prossimo realizzarsi.

Questi comportamenti da parte degli intermediari dovrebbero essere, naturalmente, sanzionati, anche perché non riflettono un'efficiente allocazione delle risorse ma, anzi, un abuso degli strumenti. Il problema, tuttavia, si ripropone al momento della definizione di eventuali “confini” per stabilire cosa sia o meno – fatti salvi, ovviamente, i casi manifesti – un comportamento corretto da parte degli intermediari. Paradossalmente, si arriverà a concludere che più che le regole è la “buona fede” a rendere il meccanismo funzionante.

In tale ottica, dal lato dei risparmiatori, l'adeguata diversificazione degli investimenti dovrebbe essere un principio di assoluto valore da preservare. Far investire tutto o gran parte del patrimonio di un piccolo risparmiatore in una sola attività finanziaria o in attività dello stesso tipo, lo espone integralmente e ingiustificatamente ad una sola fonte o a fonti dello stesso tipo di rischio.

2.3 Alcune riflessioni sull'assetto attuale e futuro dei controlli in Italia

In Italia i controlli sul mercato finanziario e sul sistema delle imprese sono molto complessi e articolati. Esistono, infatti, ben cinque “*authorities*” con livelli diversi di responsabilità e competenze differenti. La Banca d'Italia, che svolge anche un ruolo di contatto con la Banca Centrale Europea e mantiene numerose competenze su ambiti particolari, ha un ruolo fondamentale di vigilanza e controllo sulla stabilità delle banche e degli intermediari finanziari.

La Consob – che sarà presto trasformata, nei piani del governo, in una nuova “autorità per la tutela del risparmio” – ha competenza sulla trasparenza del mercato finanziario e funzio-

ni di vigilanza sulle imprese quotate o sugli emittenti di titoli. L'Antitrust, l'Isvap e la Covip hanno ruoli ben definiti nei loro ambiti specifici, ma la riforma allo studio da parte del governo sembra orientata a ridefinirne le competenze, anche in una luce di coordinamento tra partners europei.

Senza volersi addentrare in considerazioni circa l'*optimum* di detto potenziale assetto dei controlli, una prima considerazione sembra imporsi. Alcuni motivi degli ultimi casi di fallimento dei controlli sui mercati, che sono stati collegati ai casi di *default* di titoli emessi da aziende *corporate*, sono legati a zone d'ombra nell'attuale assetto dei controlli e nelle finalità stesse del controllo.

Ad esempio, che tipo di controlli – e svolti da chi – debbono essere eseguiti su emittenti non bancari/finanziari, che non ricadono sotto i controlli di stabilità svolti dalla Banca d'Italia? Quali verifiche vanno poi svolte sugli altri partecipanti al mercato, che dovrebbero svolgere funzioni di controllo “non istituzionali” (organi sociali, società di revisione, agenzie di *rating* ecc.) e che dovrebbero coadiuvare le Autorità istituzionali ai fini di un corretto funzionamento del mercato?

La presenza di zone d'ombra sembra essere stata poi aggravata da una scarsa comunicazione tra le varie autorità di controllo, che ha portato ad un utilizzo non ottimale delle informazioni disponibili. Ad esempio, come ricostruire le complessive finalità e i rischi di operazioni di emissione di titoli che coinvolgono banche italiane ed estere, intermediari non bancari ed emittenti privati ed effettuati in paesi diversi, se non attraverso un'efficace condivisione d'informazioni tra tutti i soggetti coinvolti nell'azione di controllo?

Alcuni possibili obiettivi di medio termine per migliorare la funzionalità dei mercati finanziari

3.1 Quali rischi e quali obiettivi

Se questi sono i rischi e i problemi, ne consegue una possibile identificazione di alcuni degli obiettivi da assegnare alla nuova autorità sul risparmio, quali tutela dell'integrità e veridi-

cità delle informazioni che affluiscono sul mercato, corretto funzionamento dei presidi di controllo di mercato e ricostruzione della reale motivazione delle operazioni presentate sul mercato per sventare l'afflusso di operazioni sospette.

Tutto ciò, però, impone la creazione in capo alle autorità di controllo di competenze e capacità – oltre che di strumenti – abbastanza scarse sul mercato, e, peraltro, costantemente “attratte” dal settore privato, dove possono conseguire retribuzioni e soddisfazioni professionali di livello molto più elevato. Ciò implica che andrebbe favorito, in linea di principio, lo scambio in entrambi i sensi di risorse con il mercato – come avviene con ottimi risultati in altri paesi – anche per garantire il mantenimento di livelli elevati di professionalità in tutti i settori.

Un altro degli obiettivi assegnati alle autorità di controllo potrebbe essere quello di assicurarsi che gli investimenti proposti dal mercato ai piccoli risparmiatori abbiano un adeguato profilo di rischio, e che tale rischio sia in ogni caso adeguatamente comunicato e in maniera chiara. In tale ambito sono state avanzate proposte quali, ad esempio, precludere l'accesso al mercato di titoli di debito senza *rating* (richiedendo per l'accesso almeno due *rating* diversi) o anche ipotizzare un limite in termini di *rating* minimo (che misura la rischiosità) per i titoli offerti sul mercato al dettaglio (*Investment grade*). È comunque chiara la limitazione alla libertà di accesso al mercato che tali misure potrebbero comportare.

Un ulteriore messaggio importante potrebbe essere la promozione del principio della corretta diversificazione e frazionamento dei rischi nei portafogli dei risparmiatori, principale garanzia contro gli effetti di investimenti “sbagliati”. Ma per assicurare anche un efficiente funzionamento del mercato, questi obiettivi andrebbero comunque perseguiti garantendo il principio del libero accesso dei risparmiatori alle opportunità di investimento (e non lasciare che le opportunità migliori siano sfruttate solo da operatori professionisti).

3.2 I benefici del coordinamento e dell'approccio per aree funzionali

Attualmente le autorità di controllo sono a grandi linee organizzate essenzialmente “per soggetti controllati” che vengono suddivisi in “Bancari” e “Finanziari” o in “Intermediari” e in “Emittenti”. Questo significa che ciò che viene controllato è l'impresa/intermediario in sé, a prescindere dal tipo di attività che svolge o tipo di strumento che emette sul mercato. In effetti, ciascun soggetto opera su più mercati diversi e offre prodotti significativamente diversi al mercato. La veloce evoluzione delle tecniche finanziarie ha reso l'analisi di ciascun tipo di strumenti fortemente specialistica. È quindi, difficile per un “*controller*” seguire un soggetto su mercati completamente diversi.

Anche per ragioni di complementarità e per evitare duplicazioni, sarebbe utile avere un'autorità di controllo sul mercato e sul risparmio specializzata per prodotto e non per intermediario. Ne consegue che l'assetto dei futuri controlli sul mercato finanziario potrebbe essere basato su un'articolazione delle aree funzionali per tipo di mercato, come: (a) mercato azionario; (b) mercato dei titoli di debito; (c) fondi comuni e fondi pensione; (d) finanza strutturata e mercati derivati. Sono poi possibili altre ipotesi più consone alle necessità del momento. Tutto ciò potrebbe garantire controlli incrociati trasversalmente e ottimizzare gli sforzi di controllo delle autorità, evitando duplicazioni.

In particolare, una delle attuali anomalie dell'assetto dei controlli è l'assenza di dialogo e scambio di informazioni tra Banca d'Italia e Consob. In un contesto come quello attuale e con la necessità di ricostruire strutture finanziarie complesse e internazionali, questo è un lusso che il nostro sistema non può concedersi. È quindi indispensabile il dialogo e la circolarità informativa. Ciò, ad esempio, potrebbe implicare la costituzione di comitati tecnici (specializzati per Prodotto/intermediario) presso i quali, con periodicità adeguata (almeno trimestrale e ogni volta che ce ne sia bisogno), le due istituzioni si debbano incontrare e parlare.

Alcune conclusioni

Queste considerazioni vanno inserite, naturalmente, nell'ottica di un contesto di mercato assai cambiato – e divenuto molto più complesso – rispetto anche a solo alcuni anni or sono. Infatti, se è vero che l'epoca dell'investimento in titoli di stato è finita, non è ancora diffusa una consapevole maturità nelle scelte finanziarie da parte degli utenti e, a volte, anche tra gli operatori e consulenti, per ciò che compete al loro ruolo.

Certamente un'adeguata "cultura collettiva" dell'offerta di prodotti finanziari non è cosa che si crea in poco tempo. Anzi, la velocità del cambiamento sul mercato è stata, in questi anni, superiore alla capacità degli utenti di adeguarsi. Si può, allora, solo concludere che, proprio per questo (e forse non solo) il risparmio richiede oggi nuove forme di tutela che tengano conto del mutato contesto esterno.

In pratica è però necessario interrogarsi sul ruolo del "regolatore" o controllore pubblico e, in particolare, su quali confini abbia il suo ruolo. Si può certamente incrementare, come prima misura, l'insieme di protezioni e controlli disponibili, ma, nello stabilire questi presidi è necessario focalizzare bene gli obiettivi.

Infatti, oltre al rischio di creare potenzialmente confusione tra gli operatori ed eccessi di "burocrazia" che, in fine, renderebbero solo meno competitivo il mercato finanziario italiano, si potrebbe in generale determinare una situazione di inefficienza nell'assetto del mercato e dei controlli. Ciò potrebbe voler dire, nei fatti, costi più alti per chi dovesse raccogliere fondi, e, quindi, potenzialmente, un incentivo a spostare il baricentro delle proprie operazioni all'estero, verso aree più efficienti o meno regolate, con evidente danno economico per l'Italia e rischi di ancora maggiore scarsità di trasparenza complessiva.

In un simile quadro, l'importanza di un coordinamento, almeno a livello europeo, sugli ambiti e sui modelli di regolamentazione è evidente. Infatti, si è in presenza di un unico mercato per beni, servizi, lavoro e capitali, e un'eccessiva regolamentazione a livello locale potrebbe solo ritorcersi verso il paese che la adotti, senza però necessariamente davvero proteggere i suoi risparmiatori. Inoltre, se a fronte di argomenti quali la competi-

zione tra sistemi e la necessità di non vincolare eccessivamente le scelte degli operatori economici, si ritenesse utile non disporre di un siffatto sistema di regole condivise – che, per essere efficiente, dovrebbe essere in prospettiva “mondiale”, con tutte le conseguenze e difficoltà che ne derivano – andrebbe definito l’ambito di regolazione minimo su cui si vuole intervenire e gli stati nazionali dovrebbero mantenere la sufficiente sovranità per adottare provvedimenti coerenti ad una tutela complessiva del singolo sistema nel paese. Però questo è decisamente difficile in un sistema “globalizzato”.

Quindi, forse, a livello di mercati nazionali si potrebbe maggiormente focalizzarsi su di un modello flessibile, meno basato su norme e principi – che certamente servono – e più sulla disponibilità di adeguati controllori e su sufficienti risorse economiche per svolgere un’efficace azione preventiva. Diviene quindi necessario investire, innanzi tutto, sugli uomini e sulle risorse, attraendo i “talenti” e le persone più preparate e offrendo adeguate prospettive di crescita, non solo professionale.

Il metro del valore di un simile investimento sarebbe il mercato stesso, che potrebbe riconoscere immediatamente la professionalità dei “controllori” in termini di elevata, almeno potenziale, mobilità tra le autorità e il privato e viceversa e di adeguate e frequenti offerte di lavoro. La differenza, infatti, tra un sistema burocratico e un sistema basato sugli uomini è nel ruolo di questi ultimi. Nel primo caso, infatti, l’istituzione prevale sulla persona, che deve solo applicare regole e procedure; nel secondo caso, la motivazione all’eccellenza complessiva viene anche, e soprattutto, da alti valori professionali riconosciuti sul mercato. Instaurare un simile circolo virtuoso è certamente possibile – anche in Italia – ma richiede davvero una visione di lungo periodo.

