L'INTERVENTO

Due riforme a Piazza Affari

LAMBERTO CARDIA*

Un mercato finanziario sviluppato e ben funzionante è condizione necessaria di un'economia evoluta. Alla base di un sistema produttivo c'è un'infrastruttura che assicura l'approvvigionamento e l'allocazione di una risorsa, il denaro, materia prima essenziale per lo svolgimento delle attività economiche: questa infrastruttura è il mercato finanziario.

segue a pagina 3

segue dalla prima

Tra finanza ed economia reale c'è una correlazione stretta: la finanza alimenta l'economia, che a sua volta crea ricchezza e alimenta la finanza in un circolo che dovrebbe essere virtuoso. Il denaro è una risorsa economica di importanza così grande che i padri fondatori della Repubblica hanno sentito l'esigenza di tutelare il risparmio assegnandogli un posto nella Costituzione (art. 47). Il legislatore ha voluto dare attuazione al principio enunciato nella Legge fondamentale attraverso vari presidi normativi tra cui la disciplina della sollecitazione al pubblico risparmio. Il caposaldo della normativa in vigore è che risparmiatore e investitore devono essere in condizione di prendere decisioni consapevoli sull'allocazione dei propri mezzi. Altro caposaldo è che chi opera sul mercato per intercettare i flussi di risparmio deve attenersi a regole di condotta corrette ai fini del rispetto dei soggetti sollecitati e dell'integrità del mercato. A presidio di entrambi i capisaldi il legislatore ha chiamato in vita nel 1974 un'apposita autorità di vigilanza, la Consob, che ha come compito quello di vigilare sulla trasparenza delle informazioni e la correttezza dei comportamenti.

La Consob opera nel contesto di un sistema di vigilanza, in cui agiscono altri soggetti: la Banca d'Italia che persegue la stabilità del sistema creditizio; l'Antitrust competente sulla concorrenza; l'Isvap per le assicurazioni; la Covip per i fondi pensione. Il sistema attuale, nel suo complesso, è stato giudicato dall'Fmi in linea con gli standard più evoluti dei Paesi del G8. Quest'assetto tuttavia può essere migliorato, dando piena attuazione al modello di vigilanza per finalità, articolato su tre soli pilastri: alla Banca d'Italia la stabilità; alla Consob la trasparenza e la correttezza; all'Antitrust la concorrenza. Un disegno di legge sulla riforma delle authority che prevede la tripartizione della vigilanza e l'accorpamento delle competenze di Isvap e Covip presso Consob e Banca d'Italia, non ha raggiunto il traguardo dell'approvazione. Un intervento di questo tipo resta auspicabile. La risorsa risparmio continua a essere relativamente abbondante nel nostro Paese. Da anni la tendenza è in calo. È un dato che merita attenzione. Va analizzata l'emorragia dei fondi d'investimento, che si sono affermati come uno dei principali strumenti di allocazione del risparmio in alternativa a quello più tradizionale dei titoli di Stato. Fra il 2006 e il 2007 la tendenza al disinvestimento dai fondi ha assunto dimensioni rilevanti: occorre acclarare le cause di questo fenomeno e per quanto possibile adottare adeguate contromisure. Eventuali correttivi potrebbero richiedere un intervento normativo del legislatore. Le autorità di vigilanza (Consob e Banca d'Italia) hanno istituito un apposito gruppo di lavoro, cui partecipano i maggiori operatori.

Il giacimento del risparmio è presupposto e risultato di un mercato finanziario ben funzionante. A quel giacimento attingono le imprese, quando scelgono di reperire denaro attraverso la quotazione o le emissioni obbligazionarie. Quel serbatoio è la sorgente che alimenta la previdenza complementare. Il luogo in cui il mercato trova espressione è la Borsa, in cui si incontrano la domanda e l'offerta di strumenti finanziari. Un'impresa che voglia cercare canali di finanziamento alternativi al credito bancario, per approvvigionarsi di denaro a condizioni più vantaggiose può scegliere di accedere alla Borsa, andando ad attingere al serbatoio del pubblico risparmio. Prima di poterlo fare, le imprese hanno bisogno di due autorizzazioni: l'ammissione a quotazione da parte della società di gestione del mercato e l'autorizzazione della Consob alla pubblicazione di un prospetto informativo. Sui costi e i benefici della quotazione il dibattito è in corso. I mezzi raccolti in Borsa possono sostenere la crescita di un'impresa, giocando un ruolo per il suo futuro; ma anche andare a riequilibrare squilibri accumulati. A fronte del beneficio di raccogliere mezzi freschi ci sono gli oneri e gli adempimenti cui sono soggette le società quotate, nonché i rischi connessi con la contendibilità del controllo. L'economia reale può trovare nella finanza uno strumento di supporto, a condizione che si inneschi un circolo virtuoso di crescita, con ricadute positive per l'una e l'altra componente. Tuttavia l'esperienza mostra che la finanza può avere un impatto negativo, talvolta addirittura distruttivo, nella vita delle imprese e del mercato.

Un sistema ben funzionante è il risultato degli sforzi convergenti di una pluralità di soggetti: gli emittenti, i mercati, gli intermediari, le autorità di vigilanza, i legislatori. Il fallimento di uno di questi fattori può avere ripercussioni sull'intera catena, dando luogo a crisi di varia natura e portata. Tutti devono fare la loro parte. Per ridurre il rischio di crisi, gli emittenti, cioè le società che emettono strumenti finanziari, devono dotarsi di una struttura che garantisca lo svolgimento fisiologico delle funzioni essenziali alla vita dell'impresa. La conduzione operativa della società spetta all'organo di gestione (il Consiglio di amministrazione o il Consiglio di gestione). I controlli interni sono affidati all'organo di supervisione (il Collegio dei sindaci o il Consiglio di sorveglianza). Un secondo livello di controllo è costituito dai revisori dei conti. Un'altra forma di monitoraggio è data dalle agenzie di rating, dalla comunità degli analisti finanziari e dagli organi di informazione. Salendo nella catena dei controlli, si arriva alle autorità di vigilanza.

Considerazioni analoghe valgono per i mercati. Un sistema finanziario ha bisogno di piattaforme di negoziazione affidabili ed efficienti, tali da assicurare, a costi contenuti, pari condizioni d'accesso agli operatori. Il mercato italiano sta sperimentando due novità: l'entrata in vigore della direttiva europea sui servizi d'investimento, nota con l'acronimo di MiFID (Markets in Financial Instruments Directive), che dovrebbe favorire la concorrenza tra piattaforme; e l'acquisizione della Borsa italianada parte del London Stock Exchange. L'impatto è in fase di valutazione e non è dato conoscerne tutti gli effetti. Anche gli intermediari svolgono un ruolo determinante per il buon funzionamento del mercato. Lo si è visto nelle vicende Cirio, Parmalat e Argentina, in cui Consob è intervenuta con provvedimenti sanzionatori dopo aver riscontrato violazioni della normativa che disciplina il collocamento degli strumenti finanziari presso il pubblico. Anche in materia di comportamento degli intermediari la MiFID introduce miglioramenti significativi.

L'autorità di vigilanza tuttavia non si misura solo sulla capacità di intervenire ex post attraverso le sanzioni: la sfida più difficile è quella della vigilanza preventiva. Da anni Consob è impegnata per estendere sempre più la sua attività, dalla repressione alla prevenzione. Oggi, molto più che in passato, il mercato viene scandagliato e ascoltato alla ricerca di possibili segnali di anomalia. I risultati sono soddisfacenti, ma non è il caso di abbassare la guardia. Lo dimostra la recente crisi dei subprime. L'epicentro si è avuto negli Stati Uniti, ma gli effetti si sono propagati alla Gran Bretagna, alla Germania e in misura minore alla Francia. Nessun segnale premonitore è stato colto in anticipo dalle autorità di vigilanza dei Paesi interessati. Sull'Italia l'impatto diretto è stato finora marginale. Tra i fattori che hanno protetto il nostro sistema, la prudenza degli operatori italiani nell'erogazione del credito, la scarsa diffusione degli strumenti finanziari più innovativi (a più alto rischio) e un'attività di vigilanza resa attenta da precedenti vicende. L'Italia resta però esposta agli effetti indiretti, dovuti principalmente alla crisi generale di liquidità, che sta sempre più colpendo i mercati.

La Consob segue con attenzione l'evolversi della situazione e partecipa in tutte le sedi, nazionali e internazionali, alla ricerca dei possibili rimedi anticrisi. Gli interventi che potrebbero rendersi necessari riguardano l'attività delle agenzie di rating e le norme di stesura dei bilanci. Le agenzie di rating dovranno assoggettarsi, verosimilmente sulla base di un codice di autodisciplina, a regole più stringenti in materia di espli-

www.ecostampa.it

084806

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

www.ecostampa.it

citazione del metodo di lavoro, di gestione dei conflitti d'interessi e di monitoraggio periodico dei titoli esaminati. Per quanto riguarda i criteri di rappresentazione contabile, è al vaglio l'ipotesi di includere nei bilanci consolidati di gruppo anche quei veicoli societari che oggi figurano al di fuori del perimetro del consolidato, nonostante le ripercussioni che possono avere sui conti delle società.

In questo caso, come in altri in passato, bisognerà trovare un punto di equilibrio tra l'esigenza di un maggior rigore normativo e quella di adottare regole applicabili e non penalizzanti per il mercato. Sappiamo per esperienza che il pendolo della regolamentazione oscilla tra questi due poli: all'indomani di una crisi si rafforza la domanda di un giro di vite normativo; poi, non appena il quadro si rasserena, il pendolo tende di nuovo verso regole più lasche.

Ogni nuovo intervento normativo va esaminato alla luce di una valutazione fra costi e benefici delle regole. Dopo la crisi subprime è necessario intervenire con gli opportuni correttivi, ma in un mercato globale qualsiasi intervento dovrà essere concordato a livello internazionale. Non ci sono scorciatoie nazionali. La strada si fa così più lunga, ma è senza alternative. Soluzioni circoscritte all'ambito di un solo paese rischierebbero di penalizzare i più virtuosi, innescando un fenomeno di migrazione verso le giurisdizioni più permissive.

(*) *Presidente della Consob*

Sintesi dell'intervento "Vigilanza e prevenzione sui mercati finanziari" che uscirà sul prossimo numero di Atlantide, quadrimestrale della Fondazione per la Sussidiarietà

i protagonisti sono assai più preoccupati per quello che avviene sul sistema finanziario internazionale. Per l'andamento dei listini più che Roma, contano le decisioni della Fed e della Bce

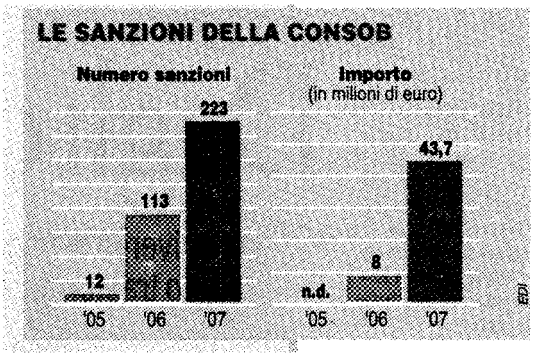
L'INTERVENTO

Le doppia riforma che serve al mercato

Un codice di autoregolamentazione delle agenzie di rating e l'inclusione nei bilanci societari dei veicoli che oggi sono fuori

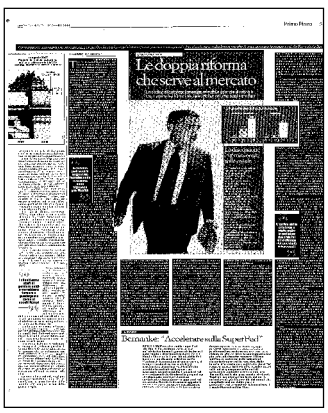
La discussione internazionale sulle regole

La Consob ha la funzione istituzionale di vigilare sulla trasparenza delle informazioni e la correttezza dei comportamenti sul mercato italiano, ma partecipa attivamente anche alla elaborazione del diritto comunitario sui valori mobiliari attraverso il CESR (Committee od European Securities Regulators), di cui è membro. Attraverso lo IOSCO (International Oraginzation of Securities Commissions), di cui fanno parte le autorità di controllo dei mercati mobiliari di circa 90 paesi, coopera inoltre con il Comitato di Basilea all'elaborazione delle regolamentazioni bancarie e di vigilanza. La Consob partecipa infine alle commissioni sui servizi finanziari istituite presso il Wto e l'Ocse.



Il sistema può essere migliorato introducendo il sistema della vigilanza per finalità

L'arrivo della crisi non è stato colto in anticipo dai sistemi di vigilanza dei paesi più interessati



Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

084806