

Luiss

Libera Università
Internazionale
degli Studi Sociali
Guido Carli

CERADI

Centro di ricerca per il diritto d'impresa

Etica, trasparenza e fiducia nei mercati finanziari. Il risparmio è a rischio in Europa?

Luiss "G. Carli" – Istituto Luigi Sturzo

Seminari per l'Europa

Roma, 18 marzo 2003

Mirta Musolino – Biancamaria Raganelli

aprile 2003

© Luiss Guido Carli. La riproduzione è autorizzata con indicazione della fonte o come altrimenti specificato. Qualora sia richiesta un'autorizzazione preliminare per la riproduzione o l'impiego di informazioni testuali e multimediali, tale autorizzazione annulla e sostituisce quella generale di cui sopra, indicando esplicitamente ogni altra restrizione

La forte riduzione degli indici dei principali mercati azionari registrata negli ultimi tempi è stata l'effetto di eventi di origine e natura diversa: lo sgonfiarsi nel 2000 della bolla speculativa, l'11 settembre 2001, il peggioramento del quadro macroeconomico dei paesi industrializzati, il fenomeno degli scandali contabili e finanziari. La fiducia dei risparmiatori nei confronti degli investimenti azionari e obbligazionari ne è risultata significativamente compromessa.

Si può ancora avere fiducia nei mercati finanziari? Il risparmio è a rischio in Europa? Questo il tema dell'incontro organizzato dall'Istituto Luigi Sturzo e dalla facoltà di economia della Luiss "G. Carli" in collaborazione con la Scuola di Management presso la sede della Luiss. All'incontro hanno partecipato in qualità di relatori Salvatore Brigantini, Amministratore delegato di Centrobanca, Pierluigi Ciocca, Vice direttore generale di Banca d'Italia, Massimo Ferrari, Direttore generale di Fineco Group, Stefano Micossi, Direttore generale di Assonime, Alessandro Penati dell'Università Cattolica di Milano, Luigi Spaventa Presidente della Consob. L'incontro è stato moderato da Giorgio Di Giorgio della Luiss.

L'opinione di Stefano Micossi è che la fiducia dei risparmiatori risulta compromessa. La caduta dei corsi e i casi di manipolazione vanno ricondotti in parte al mal funzionamento del sistema dei controlli, in parte alle diverse tipologie sui conflitti di interesse che caratterizzano le attività di una banca e di gestori del risparmio. Si tratta di intervenire per fornire più solide basi alla fiducia dei risparmiatori. Si auspica in tal senso un rafforzamento dei meccanismi di controllo e una maggiore valorizzazione degli strumenti di autodisciplina. In rapporto agli Stati Uniti e al Sarbanes-Oxley Act – SOA l'Italia non risulta particolarmente arretrata. La Consob già esercita il controllo sull'operato di revisori e sindaci, vi è la nuova disciplina sul prospetto e la proposta di direttiva sulla trasparenza. Al di là di alcuni casi patologici il sistema è sano. Occorre accentuare la responsabilità del Consiglio di Amministrazione nel garantire il rispetto delle norme. Quanto infine agli amministratori

indipendenti, il Direttore generale di Assonime evidenzia l'importanza che l'indipendenza sia in tal senso garantita rispetto al potere che li nomina e li paga, oltre che al management e pone la questione dell'eventuale preferibile soluzione dei consiglieri di minoranza.

Secondo Salvatore Brigantini l'impatto degli scandali sulla crisi dei mercati finanziari e sulla fiducia dei risparmiatori è stato superiore alla caduta delle Twin Towers. Non si tratta in realtà di un fenomeno limitato agli Stati Uniti, ma anche europeo e italiano. E' comunque importante chiarire se l'effetto è stato prodotto da scelte sbagliate quanto ai sistemi di controllo ovvero da persone sbagliate. In tal senso può affermarsi che negli Stati Uniti gravi danni sono stati prodotti dai chief executives. In Italia invece i danni possono essere ricondotti ai soci di controllo (un esempio il caso Ferruzzi). Il nostro non è solo un problema di persone, ma anche di struttura ovvero di sistema. Il mercato finanziario è ostacolato dallo svolgere bene i suoi compiti a causa dei meccanismi delle scatole cinesi e delle holding a cascata. Questa struttura impedisce il rapporto di corrispondenza tra responsabilità di gestione e impegno patrimoniale che in un sistema finanziario efficiente non dovrebbe mancare. Gli USA con il SOA hanno comunque dimostrato una pronta capacità di reazione agli scandali finanziari che si sono abbattuti sui mercati, sia pure con una soluzione per può risultare per alcuni profili affrettata. Una pari capacità di reazione sembra invece mancare in Europa.

Crisi momentanea o crisi a carattere strutturale? Secondo Massimo Ferrari in Europa il risparmio è a rischio. Il fenomeno che ha investito i mercati finanziari mondiali si è caratterizzato per la sua complessità e straordinarietà. I dati che ne emergono sono preoccupanti. La crisi ha investito anche il mercato europeo e l'effetto si è ridistribuito su tutto il listino. Mentre però il sistema statunitense ha reagito alla crisi con il SOA, che risulta nel complesso un buon testo, in Europa si è prodotta una lunga lista di buone intenzioni, soprattutto per quanto riguarda la trasparenza, ma nulla di concreto è stato fatto. Il punto rilevante è che l'effetto della crisi si è scaricato

prevalentemente sui risparmiatori. Il sistema bancario italiano ha tenuto. Il problema è se reggerà la fiducia dei risparmiatori. Non basta dunque intervenire sulla trasparenza, è necessario che soprattutto le autorità di vigilanza si preoccupino di ricostruire la fiducia dei risparmiatori.

L'intervento di Alessandro Penati è circoscritto al contesto europeo, pur precisando che con gli Stati Uniti è condivisa una significativa caduta di fiducia da parte dei risparmiatori e la perdita di valore dei mercati dei capitali. Parimenti l'Europa non è stata esente da scandali finanziari e situazioni di instabilità societaria e di mercato; tra tutti rammenta il trattamento degli azionisti di minoranza in Francia e la disciplina sulla trasparenza in Olanda che non ha consentito al mercato di percepire la reale situazione contabile di un primario gruppo di distribuzione.

Nell'esaminare la situazione italiana, anche nel confronto con l'Europa, si sofferma su due aspetti: la trasparenza degli emittenti e i costi delle reti di distribuzione dei prodotti finanziari. Per quanto attiene al primo profilo ritiene che la regolamentazione sia idonea a garantire il corretto funzionamento dei mercati finanziari e gli strumenti in linea con gli standard degli altri paesi europei. Una valutazione non positiva è invece formulata con riguardo all'autoregolamentazione: i comportamenti degli emittenti e degli intermediari italiani inducono infatti a non riporre eccessiva fiducia nella capacità dell'autoregolamentazione di condizionarne l'azione. Tra le cause addotte afferma che il profilo sanzionatorio è privo di efficacia.

Il comportamento degli emittenti può essere condizionato anche dall'azione di operatori importanti del sistema finanziario: gli analisti, gli investitori istituzionali e la stampa specializzata. I primi due non sono in grado, non solo in Italia, di svolgere correttamente la loro funzione, posto che l'origine bancaria ne condiziona fortemente l'operatività. L'esame dei conti annuali delle imprese finanziarie ben evidenzia che le commissioni maturate sull'investment banking sono significativamente superiori rispetto ai profitti

generati dall'attività di intermediazione e di gestione del risparmio gestito. La stampa finanziaria nel nostro Paese prospetta una peculiarità negativa: non è indipendente perché la proprietà è concentrata nei principali gruppi industriali.

Un rimedio potrebbe essere rafforzare gli strumenti legali di tutela a disposizione degli investitori e su tale aspetto sollecita l'adozione anche nel nostro ordinamento della class action (in tal senso si è orientata anche la Germania) e degli altri strumenti in uso nei mercati anglosassoni.

Si lamenta una non sufficiente trasparenza sui costi dei prodotti finanziari. La struttura dei costi delle reti di distribuzione è molto elevata, si rileva una correlazione positiva tra onerosità e complessità dell'investimento proposto al risparmiatore. La motivazione potrebbe trovarsi nella connotazione universale acquisita dalle imprese bancarie, i cui bilanci sono sempre più condizionati dai proventi generati dall'attività di distribuzione piuttosto che dall'attività bancaria tradizionale.

Luigi Spaventa non ritiene opportuno incentrare il suo intervento sul confronto tra il modello americano e quello italiano. V'è tuttavia da segnalare che la protezione legale assicurata agli investitori è differente. Negli Usa l'azione giudiziale è strumento attivo, ma ne sottolinea l'onerosità per l'investitore che vi ricorre. Nel nostro Paese il procedimento legale ha tempi così lunghi da disincentivarne il ricorso o da renderlo azionabile per finalità diverse dal risarcimento per il danno subito.

Ritiene che il Testo unico sulla finanza abbia introdotto nel nostro sistema tutti gli strumenti necessari per garantire la migliore tutela del risparmiatore, con la sola eccezione della class action in vigore nell'ordinamento americano.

Auspica un intervento del legislatore volto a disciplinare le transazioni tra parte correlate, per evitare che siano opportunità per trasferire risorse finanziarie tra società appartenenti a gruppi industriali o finanziari.

La peculiarità del nostro sistema a proprietà concentrata induce a ritenere scarsamente efficace l'azione dell'amministratore indipendente, meglio sarebbe la previsione di amministratori che siano rappresentanti delle minoranze societarie da estendere anche al collegio sindacale.

Gli obblighi di trasparenza rappresentano un costo e dunque un disincentivo alla quotazione. Peraltro non ritiene che la quotazione sia elemento imprescindibile per la crescita di un'impresa.

L'opinione di Pierluigi Ciocca è che nonostante alla luce dei recenti scandali finanziari sia diminuita la fiducia degli investitori il risparmio non sia minacciato. Sicuramente, in una prospettiva spazio temporale, il risparmio è oggi meno a rischio rispetto al passato. I presidi e le tutele adottate in difesa del risparmio sia esterni – giuridiche e istituzionali – sia interni, quindi previsti dal mercato, sono stati rafforzati, in misura sicuramente adeguata a sostenere gli shock che si possono registrare sui mercati finanziari (si tratta di misure migliorabili poiché forse non ottimali), non vi è stata infatti in questa circostanza instabilità di ordine sistemico che possa aver condizionato l'economia reale. E' la stabilità del sistema bancario che sostiene il risparmio e riduce il rischio di perdite di ricchezza per gli investitori. A conferma di ciò alcune considerazioni. Negli ultimi anni la ricchezza delle famiglie è rimasta invariata e si è accentuata la diversificazione degli investimenti. Il livello di indebitamento delle famiglie e delle imprese è piuttosto basso. La redditività media del sistema bancario italiano, pur registrando una flessione rispetto allo scorso anno, si attesta nel 2002 su valori soddisfacenti che fino a pochi anni erano conseguiti solo dai migliori operatori nazionali. Le sofferenze bancarie sono state ricondotte a livelli fisiologici e l'esposizione delle banche verso i grandi clienti sono contenute nel rispetto dei limiti normativi posti dagli organi di controllo.

La disciplina sulla trasparenza bancaria è in continua evoluzione. Il CICR ha di recente delineato nuovi principi che la Banca d'Italia tradurrà in tempi brevi in norme applicative.