

Quali regole per garantire la stabilità dei mercati

a cura della Direzione

Il 14 dicembre, in occasione del tradizionale incontro di fine anno, la nostra Associazione ha organizzato una Tavola rotonda sul tema: "Quali regole per garantire la stabilità dei mercati".

L'argomento era già stato oggetto di numerosi interventi da parte di Aiaf nel corso del 2009, che avevano fatto seguito alla pubblicazione del Position Paper in cui l'Associazione presentava riflessioni e suggerimenti diretti a contrastare la crisi di fiducia sui mercati e a stabilire un rinnovato sistema di regole, volto a migliorare la trasparenza e la stabilità dei mercati finanziari.

Le posizioni dell'AIAF sono state riprese dal **Presidente Gregorio De Felice**, con particolare riferimento alla richiesta di modifica degli attuali schemi di supervisione e vigilanza, alla revisione degli accordi di Basilea 2 e alla necessità di introdurre maggiori controlli sui prodotti finanziari complessi.

De Felice ha anche tracciato un primo bilancio della crisi finanziaria in termini di minor crescita economica e degli effetti collaterali delle terapie d'urto utilizzate per curarla. Se nel biennio 2008-2009 l'economia mondiale fosse cresciuta allo stesso ritmo del decennio 1998-2007, ci troveremmo oggi – ha sottolineato il Presidente – con un volume di attività economica di oltre 4.200 miliardi di dollari superiore rispetto a quello attuale. Una mancata crescita di queste dimensioni ha avuto ripercussioni sui conti pubblici, sul sistema produttivo, sul sistema bancario e, naturalmente, sull'occupazione. In particolare, la crisi ha provocato un'espansione senza precedenti del numero di disoccupati, con oltre 50 milioni di persone alla ricerca di un nuovo posto di lavoro. In più, l'impegno dei governi per contrastare la recessione ha squilibrato i conti di finanza pubblica delle principali economie industrializzate, con un'impennata del rapporto medio tra deficit pubblico e PIL salito dal 2,2 ad oltre il 10% in soli tre anni.

Rivista Aiaf n. 73 (dicembre 09)

In questo numero:

Donato Masciandaro commenta criticamente il tentativo della classe politica sulle due sponde dell'Atlantico per riprendere parte del potere decisionale lasciato da tempo nelle mani delle Banche Centrali.

Se questo tentativo andasse in porto, in particolare in Europa si creerebbe una situazione di opacità tra il perimetro di responsabilità politica e quello tecnico. E' necessaria una forte attenzione dell'opinione pubblica al fine di vigilare sulle azioni che saranno intraprese per garantire la stabilità finanziaria.

Andrea Boella partendo dall'analisi sul comportamento degli hedge fund durante la recente crisi finanziaria ci propone come possibile soluzione il lancio di nuovi prodotti finanziari "i fondi liquid Alpha" basati su quattro caratteristiche principali: rispetto della normativa UCITS III, budget di rischio definito e rigoroso, volatilità target del fondo, strategi di generazione di alpha basate principalmente sulle diverse tipologie di trading.

Andrea Gasperini, Andrea Casadei e Filippo Amadei presentano un interessante saggio riguardante l'iter (dalla valutazione alla commercializzazione) della proprietà intellettuale.

Giuliana Bo e Laura Vitale presentano un modello di sviluppo del settore turistico in Italia basato sul partenariato tra il settore pubblico e quello privato al fine di rilanciare questo importante settore economico.

Sul piano della regolamentazione finanziaria, malgrado l'attenzione dei politici sia andata affievolendosi man mano che le borse mondiali consolidavano un'inversione di tendenza dai minimi di marzo, alcuni passi in avanti sono stati compiuti. È stato ad esempio

definitivamente approvato il nuovo regolamento comunitario sulle agenzie di rating: AIAF vi ravvisa alcune criticità e si augura che possa essere migliorato in futuro, in modo da tener meglio conto del tema dei conflitti di interesse delle agenzie e rendere più comprensibile al grande pubblico il significato delle valutazioni.

Mentre negli USA si registra una certa resistenza da parte del mondo finanziario verso i provvedimenti che regolamentano gli eccessi causati dalle operazioni di molteplici operatori cross – border, qualcosa di più risulta aver prodotto l'Unione Europea.

La Commissione ha fatto proprie le proposte contenute nel Rapporto de Larosiere, tratteggiando una struttura della vigilanza articolata su due pilastri: l'ESRB (Consiglio Europeo per il rischio sistemico, cui sarà affidata la vigilanza macroprudenziale) e l'ESFS (Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria, cui competerà la vigilanza microprudenziale). Gli attuali Comitati Lamfalussy cd. di terzo livello verranno trasformati in tre nuove Autorità, con competenze più estese ed approfondite: la European Banking Authority (vigilanza microprudenziale sul sistema bancario), la European Insurance and Pensions Authority (assicurazioni e fondi pensione) e la European Securities Authority (mercati mobiliari).

È tuttavia da segnalare che, se in linea teorica i Paesi dell'Unione concordano sui provvedimenti proposti, nella realtà si notano resistenze da parte degli Stati nazionali dirette a limitare l'ingerenza delle nuove Autorità sopranazionali, in particolare in campo fiscale. A chiusura della riunione tenuta lo scorso giugno, il Consiglio Europeo – riconosciuti gli obblighi potenziali o contingenti che la nuova articolazione della vigilanza potrebbe far sorgere in capo ai paesi membri – ha ribadito con grande chiarezza che "… le decisioni prese dalle Autorità di vigilanza europee non dovrebbero incidere in alcun modo sulle competenze degli Stati membri in materia di bilancio".



Quali regole per garantire la stabilità dei mercati



Nel contempo il Comitato di Basilea ha presentato alcune proposte per regolamentare gli *standard* patrimoniali delle banche, mentre non si sono ancora visti provvedimenti concreti in tema di controllo del rischio insito nei prodotti finanziari complessi e di regolamentazione dell'attività di cartolarizzazione.

Alla tavola rotonda hanno partecipato il Professor **Francesco Cesarini** dell'Università Cattolica, il Commissario della Consob Professor **Vittorio Conti**, l'avvocato **Alessandro De Nicola**, *partner* dello Studio Orrick, e il Direttore Generale dell'ABI, **Giovanni Sabatini**.

Secondo **Francesco Cesarini**, tre interventi si rendono necessari per riequilibrare il sistema bancario. Poiché gli squilibri verificatisi sono in buona parte legati alla fragile politica di gestione della liquidità delle banche, il primo intervento – afferma **Cesarini** – dovrebbe riguardare la riserva obbligatoria, che dovrebbe essere incrementata ad un livello più significativo rispetto all'attuale parametro (pari al 2% dei depositi entro i 24 mesi di scadenza originale). L'aumento dovrebbe essere inoltre accompagnato da una revisione dell'attuale regolamentazione che porti a limitare l'autonomia di gestione concessa alle singole banche, stabilendo che la riserva possa essere utilizzata solo parzialmente (in alcuni casi è stata ridotta a zero), in modo da assicurare uno strumento in più alla politica monetaria. Il secondo intervento dovrebbe prevedere stimoli ad investire parte della riserva in titoli; come terzo intervento prudenziale si suggerisce di impedire che nel futuro il rapporto tra impieghi e raccolta sia per molto tempo vicino o superiore al 100%. Le autorità, ha affermato **Cesarini**, non devono permettere che si possa arrivare ad eccessi di credito, come è accaduto nel recente passato.

Alessandro De Nicola ha affrontato il

tema dei controlli nella *governance* societaria, evidenziando che esiste soprattutto un problema di sovrapposizione di regole e di scarsa chiarezza nella loro applicazione. Questa situazione ha portato alla costituzione di svariati organismi addetti al controllo interno: ad esempio in una banca quotata si può arrivare ad avere sino a tredici organismi addetti al controllo. Secondo **De Nicola**, il legislatore dovrebbe limitarsi a tracciare principi generali di *governance* societaria; spetterebbe invece all'operatore adottare sistemi di controllo, basati su tali *guidelines*, che risultino in sintonia con l'operatività dell'azienda e siano atti a recepire i principi generali stabiliti dal legislatore. Ciò che manca nell'attuale modello di controllo della *governance* societaria è soprattutto l'*enforcement* e l'utilizzo della sanzione reputazionale.

Altro fondamentale tema attinente la *governance* sono i compiti affidati agli amministratori indipendenti: la prassi ha evidenziato che, molto spesso, le funzioni attribuite a questi ultimi poco hanno a che fare con lo *status* di amministratore indipendente.

Vittorio Conti ha concentrato il proprio intervento sulle azioni poste in atto dall'autorità di vigilanza per ovviare all'inefficacia dei controlli, evidenziatisi con la recente crisi finanziaria.

L'inefficacia deriva in buona parte da norme incomplete, in quanto basate sull'assunto – adottato una decina di anni fa negli Stati Uniti – secondo il quale la regolamentazione degli strumenti finanziari emessi e trattati sui mercati non regolamentati poteva essere demandata ai sistemi di autoregolazione.

Questo modello ha fatto sì che tali mercati siano cresciuti esponenzialmente, sino a superare i controvalori scambiati sui mercati regolamentati; la crescita, sfuggita al monitoraggio delle autorità di vigilanza, ha creato una situazione di instabilità,

innescando la crisi dell'intero sistema.

Le autorità di vigilanza dell'Unione Europea – ha ricordato **Conti** – stanno adottando le prime contromisure tese a tutelare gli investimenti dei risparmiatori. L'attenzione relativa alla nuova regolamentazione si è spostata non più sui principi, ma sulle azioni di vigilanza, accompagnate da sistemi di *enforcement* tali da garantire maggiormente i risparmi delle famiglie. Al riguardo, le autorità prevedono di estendere l'utilizzo del prospetto informativo, contenente la scheda del livello di rischio del prodotto proposto, anche alla vendita di strumenti finanziari non trattati nei mercati regolamentati. La norma europea dovrà essere dettagliata in modo da lasciare poco spazio al legislatore nazionale, in considerazione del fatto che le differenti normative nazionali potrebbero favorire il collocamento di prodotti finanziari atipici in un Paese rispetto agli altri.

Giovanni Sabatini ha sottolineato la necessità di contemperare obiettivi di sostegno alla crescita con obiettivi di rafforzamento della stabilità. I segnali di ripresa, ha infatti affermato, devono far riflettere sulle nuove regole che si desiderano applicare, tenuto conto di tre parametri: la tutela del risparmio, di prevalente dimensione nazionale, la stabilità dei mercati finanziari, di dimensione internazionale e, infine, lo sviluppo e la tutela del sistema economico.

La recente crisi, ha ribadito **Sabatini**, è derivata più da una mancanza di *enforcement* che dall'assenza di regole. È però difficile immaginare nuovi modelli di vigilanza a livello europeo: mentre la Commissione Europea ha definito un nuovo modello di vigilanza microprudenziale basato su tre organismi, il Consiglio ne ha annacquato la proposta, e ciò denota quali siano le difficoltà a concepire nuove forme di vigilanza in Europa.

Fondata nel 1991

Direttore responsabile

Franco Biscaretti di Ruffia

Comitato di redazione

Salvatore Cozzolino, Andrea Gasperini,
Stefano Volante

Sommario

Editoriale	Quali regole per garantire la stabilità dei mercati <i>a cura della Direzione</i>	1
La Lente	I banchieri centrali ed i politici : luna di miele finita ? <i>di Donato Masciandaro</i>	7
Hedge Funds	Dalla crisi degli <i>hedge fund</i> verso una nuova frontiera del risparmio gestito <i>di Andrea Boella</i>	9
Intangibles	Intangibles: dalla valutazione alla commercializzazione della proprietà intellettuale <i>di Andrea Gasperini, Andrea Casadei e Filippo Amadei</i>	13
Modellistica	Anziani e disabili: una riflessione su modelli di residenzialità sostenibile <i>di Pierangelo Buffa</i>	33
Modellistica	Un modello di sviluppo del settore turistico in Italia: il partenariato pubblico privato <i>di Giuliana Bo e Laura Vitale</i>	39
Valutazione	Il caso Brera: la mission del commissario Mario Resca <i>di Antonio Mansueto</i>	47
Principi Contabili	Principi contabili internazionali : verso la riforma dello IAS 39 <i>di Mario Fiocca</i>	49

Gli articoli, che compongono la Rivista, esprimono l'opinione degli autori e non rappresentano la posizione ufficiale dell'Associazione

Questo numero è stato chiuso in redazione il 15 gennaio 2010

Editore
AIAF Associazione Italiana degli Analisti Finanziari

Segreteria di Redazione: Ivana Bravin

Redazione, Pubblicità, Abbonamenti
Via Dante, 9, 20123 Milano
Tel. +39.02.72023500, Fax +39.02.72023652
www.aiaf.it - info@aiaf.it

Fotocomposizione
Service provider: Audacia srl - Via Crimea, 27
Collegno (TO) - sito internet: <http://www.aiaf.it>
Abbonamento annuale (comprensivo di password
per l'accesso alla Rivista online sul sito www.aiaf.it)
€ 83,33 + IVA Italia, € 100,00 + IVA Estero)
Copie arretrate
Rivista € 20,00 + IVA, Quaderni € 25,00 + IVA

Quali regole per garantire la stabilità dei mercati



Ovviamente pare ancora più difficile prevedere un sistema di controlli a livello internazionale. Al riguardo **Sabatini** ha segnalato la proposta inglese, che consiste nel permettere agli intermediari di liquidare all'interno di un gruppo sopranazionale le attività che stanno creando problemi di stabilità non solo al gruppo ma all'intero sistema. Tale proposta se estesa ai vari Paesi dell'Unione potrebbe scontrarsi con l'organizzazione delle diverse realtà aziendali, nonché con le normative di controllo dei vari Stati nazionali.

Sabatini si è anche detto d'accordo con **Cesarini** sul fatto che il controllo della stabilità degli intermediari finanziari debba basarsi soprattutto sul controllo della liquidità: è pertanto necessario stabilire nuove regole per la gestione della riserva obbligatoria. Ha però espresso qualche perplessità in merito alla proposta di detenere parte della riserva in titoli, in quanto la recente crisi ha dimostrato come i mercati monetari si siano rivelati del tutto illiquidi, e pertanto inutili a soddisfare temporanee esigenze di liquidità degli intermediari. Con riferimento, infine, alla proposta di mantenere il rapporto tra impieghi e raccolta nettamente inferiore al 100%, **Sabatini** ha ricordato come nel nostro sistema il canale di finanziamento preponderante per l'industria sia ancora quello bancario. Nell'ultimo decennio infatti si è assistito ad un affievolirsi della raccolta di nuovi mezzi propri tramite la Borsa Valori, mentre il ruolo svolto dai fondi chiusi è ancora molto marginale, e la propensione al rischio dei nostri risparmiatori è decisamente bassa. Occorre tempo per modificare questo stato di cose, e soprattutto è necessaria una maggiore diffusione della cultura finanziaria. La crisi ha inoltre fatto aumentare l'avversione al rischio, mentre i tempi di rientro dall'investimento tendono a ridursi. Tutto ciò, ha ammonito **Sabatini**, nel medio lungo periodo può avere effetti pesanti sul sistema di finanziamento delle imprese.

Per quanto riguarda infine la tutela del risparmio, **Sabatini** ha ricordato che nel nostro Paese, ove sussiste una scarsa cultura finanziaria, è meglio intervenire sulle regole di condotta riguardanti i mercati, piuttosto che incrementare la diffusione dei prospetti: questi ultimi non risultano infatti di agevole lettura per gli investitori *retail*.

A conclusione di questo ampio dibattito, è utile qualche considerazione in merito agli interventi auspicati per il superamento della crisi.

I tre interventi proposti in apertura della Tavola Rotonda, che mirano a salvaguardare la stabilità del sistema bancario nel suo complesso, possono essere considerate ineccepibili sotto il profilo tecnico, ma paiono di difficile attuazione in un periodo come l'attuale, ove il sistema bancario è chiamato a sostenere non solo la crescita, ma addirittura la sopravvivenza stessa del sistema industriale. Se questo assunto è considerato prioritario la modifica del rapporto impieghi/raccolta (mai uguale o superiore al 100%) è difficilmente applicabile soprattutto se non si potenziano gli altri canali di finanziamento al sistema industriale.

L'ABI e la Borsa Italiana stanno seguendo questa strada: proprio in questi giorni la stampa specializzata ha riportato la notizia che i due Organismi hanno raggiunto un accordo che prevede un accesso preferenziale al credito per le PMI che abbiano ottenuto la quotazione in Borsa. Riteniamo che questo accordo potrebbe avere maggiori probabilità di successo se fosse accompagnato da qualche forma di agevolazione fiscale che invogliasse gli imprenditori a portare le proprie aziende sul mercato.

In questi ultimi vent'anni, diverse proposte sono state avanzate per avvicinare le PMI italiane alla Borsa Valori: per svariati motivi, esse non hanno portato benefici

duraturi al mercato borsistico.

E' ben nota la scarsa propensione al rischio del risparmiatore italiano: secondo gli ultimi dati, i nostri risparmiatori scelgono ormai di investire in strumenti finanziari a basso rischio e con un orizzonte temporale non superiore ai ventiquattro mesi. Questa propensione genera effetti perversi sull'intero sistema: se i fondi comuni ed i nuovi fondi pensione faticeranno ad attrarre risparmio da investire sui mercati azionari e se il risparmiatore continuerà a concentrare le proprie preferenze su prodotti monetari od obbligazionari, le imprese manifatturiere dovranno continuare a far ricorso al credito bancario.

Questa situazione è sicuramente figlia di una scarsa educazione finanziaria. Come è noto, il nostro sistema scolastico non prevede l'insegnamento di materie economico-giuridiche se non negli indirizzi specialistici della scuola secondaria. Riteniamo importante che la scuola sia in grado di fornire a tutti gli studenti, non solo a quelli che seguono indirizzi specialistici, le nozioni di base di economia e finanza. Lo studente che in futuro dovrà investire i propri risparmi, dovrà essere in grado di comprendere che la propensione al rischio è una delle componenti essenziali del sistema capitalistico e che pertanto i propri risparmi dovranno essere investiti in quota parte anche in capitale di rischio, sia attraverso l'investimento diretto in titoli azionari sia attraverso gli investitori istituzionali (fondi pensione, fondi comuni aperti o chiusi, etc.).

Per quanto riguarda la *governance* societaria, il dibattito aperto tra i fautori e i detrattori della medesima sembra che non produca nulla di concreto. Forse sarebbe sufficiente esaminare con maggiore attenzione le funzioni svolte dai singoli organismi di controllo interno, per giungere alla conclusione che gli attuali

possono essere ridotti, dopo averne meglio definito i compiti e averne migliorato il grado di coordinamento.

È stata ricordata da più relatori l'importanza, che non può che essere condivisa, di una maggiore capacità di *enforcement*, accompagnata dall'obbligatorietà della sanzione penale amministrativa.

È particolarmente importante trasmettere al risparmiatore il convincimento che gli

operatori finanziari, qualora sbagliano, pagheranno non solo con sanzioni reputazionali, ma anche con quelle penali.

Stante questa situazione, non possiamo far altro che augurarci che la crisi non solo reputazionale che ha colpito il sistema politico, economico e finanziario possa trovare rapidamente qualche antidoto, vedendo attuate almeno alcune delle iniziative messe a punto in sede di G8, G20, Unione Europea, Financial Stability Forum,

etc.. Riteniamo infatti che, in assenza di interventi, un'altra crisi finanziaria potrebbe avere effetti dirompenti sulla stabilità dell'intero sistema economico e finanziario.

(Riproduzione riservata)

Associazione Italiana degli Analisti Finanziari
costituita nel 1971



Consiglio Direttivo

Presidente: Gregorio De Felice

Vice Presidente: Antonio Tognoli

Consiglieri: Sergio Lamonica (tesoriere), Giovanni Camera, Maria Giovanna Cerini, Dario Colombo, Luca D'Onofrio, Maria Isabella Mastrofini, Secondino Natale, Andrea Nattino, Alfonso Scarano, Giorgio Zancan

Collegio dei Revisori

Presidente: Marco Fabruzzo

Paolo Citoni, Bianca Laura Volterra (effettivi); Laura Vitale e Claudio D'Esposito (supplenti)

Collegio dei Probiviri

Presidente: Teodoro Loverdo

Daniela Carosio, Angela Monti (effettivi); Paolo Balice, Antonio Mansueto (supplenti)

Sede e Segreteria

Segretario Generale: Franco Biscaretti di Ruffia

Segreteria: Ivana Bravin, Katia Diani,

Monica Berto, Sabrina Napoli

Via Dante, 9 - 20123 Milano

Tel.+39 0272023500 r.a.

Fax +39 0272023652

sito Internet: www.aiaf.it - e-mail:info@aiaf.it

Sezione Romana

Responsabili: Maria Isabella Mastrofini,

Andrea Nattino

Segreteria: Paola Lavagetti

Banca Finnat Euramerica - Palazzo Altieri

Piazza del Gesù,49 - 00186 Roma

Tel.+39 0669933317

Fax +39 066784950

AIAF Formazione e Cultura Srl Unipersonale

Presidente: Gianni Ferrari

Vice Presidente: Gregorio De Felice

Consiglieri: Silvio Ceretti (amministratore delegato),

Giovanni Camera, Sergio Lamonica,

Andrea Nattino, Antonio Tognoli,

Marina Verderajme

Segretario del Consiglio: Franco Biscaretti di Ruffia

Organismi internazionali

EFFAS

European Federation of Financial Analysts Societies

Secretariat: Claudia Stinnes

Einsteinstrasse 5 Postfach 10.10.30

D - 63303 Dreieich - Frankfurt

Tel. 0049 6103 583348

Fax 0049 6103 583335

sito Internet: www.effas.com

e-mail: claudia.stinnes@effas.com

ACIIA®

Association of Certified International Investment Analysts

Company Secretary: Fiona Tween

Feldstrasse 80 Buelach CH

8180 Switzerland

Tel. 0041 448723551

Fax 0041 448723532

sito Internet: www.aciaa.org

e-mail: tween@aciaa.org

Soci Sostenitori Alleanza Assicurazioni, Banca Aletti, Banca Finnat Euramerica, Beni Stabili, BNL Gruppo BNP Paribas, Borsa Italiana Enel, ENI, Fondiaria-Sai, Intesa Sanpaolo, Italcementi, Mittel, Pirelli, Telecom Italia, UBI Banca, UniCredit Group