

## Pochi giorni fa ci ha lasciato Ettore, Socio Fondatore e Socio Onorario AIAF, Fumagalli, esempio ed amico di sempre



**Ettore** iniziò a lavorare, come agente di cambio alla Borsa Valori di Milano, "alma mater" di AIAF, dove nel 1971, aderì alla costituzione della nostra Associazione partecipando attivamente alle sue attività sin dai suoi primissimi passi.

Nel biennio 1980/1981, sotto la Presidenza di Benito Covolan, fece anche parte del Consiglio Direttivo di Aiaf a testimonianza dello stretto legame che univa il Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio della Borsa di Milano e l'AIAF.

In quegli anni Ettore faceva già parte del Comitato Direttivo della Borsa Valori, di cui divenne poi Presidente nel 1983, carica che mantenne sino al 1988; nello stesso anno assunse la Presidenza della Federazione Europea delle Borse Valori cui si dedicò sino al 1992. Sia l'AIAF che il Comitato Direttivo della Borsa Valori di Milano già si battevano per un mercato finanziario più trasparente, più liquido, con maggiori informazioni per gli operatori del settore e per gli investitori professionali e *retail*, promuovendo nuove norme riguardanti il funzionamento del mercato mobiliare, passato dalle grida al telematico e maggiore trasparenza per le società emittenti i titoli quotati.

Risalgono agli anni ottanta una serie di pubblicazioni, edite dal Comitato Direttivo degli agenti di cambio della Borsa Valori di Milano, i cui autori erano soci AIAF, "ispirati" dall'attivismo e impegno di Ettore. Tra questi, il commento ai primi bilanci consolidati ad alcune società quotate, la serie di Quaderni dedicati alle Relazioni di Certificazione delle società quotate. In quel periodo Ettore, condividendo le iniziative AIAF, incitò molti di noi, giovani che si erano avvicinati ai mercati finanziari, ad iscriversi ad AIAF.

Nei trent'anni seguenti Ettore è stato un protagonista tra tutti i soggetti che a vario titolo hanno fatto crescere i nostri mercati finanziari: a livello nazionale ha contribuito all'innovazione dei mercati borsistici, a livello internazionale ha contribuito al processo di unificazione delle varie Borse Valori europee.

Nel 2011 l'AIAF lo nominò Socio Onorario e superati gli ottant'anni, ha accettato con l'entusiasmo di sempre l'invito a partecipare ai lavori del nostro neo costituito Advisory Board portando così tutta la sua esperienza sui *capital market* costruita in 60 anni di entusiasta attività professionale. In questo contesto, a partire dal 2020 ha sempre partecipato e contribuito all'attività dell'AIAF per l'attuazione della CMU Capital Market Union, per far crescere il mercato finanziario italiano ed europeo supportando il ruolo degli Analisti Finanziari.

Di Ettore ricordiamo con affetto lo slancio e lo spirito sportivo che lo vedeva sempre impegnato nel confrontarsi e sfidare ciò che la natura gli metteva di fronte.

Una Persona, un Amico, un Socio veramente raro e prezioso.

Tutta AIAF lo ricorda con stima e affetto sinceri sentendone la mancanza, ricordando l'esempio e l'impegno.

Alla famiglia e al figlio Vittorio ("uno di noi") le più sentite condoglianze di tutti i Soci.

Settembre 2023

## Estratti di articoli a firma di Ettore Fumagalli sulle nostre pubblicazioni:

- Rivista AIAF n. 43, Luglio 2002:  
*"Il dopo sbornia dell'asset management"*
- Quaderno AIAF n. 152 del 2012  
Atti del Convegno *"Finanza: la serva padrona? Una finanza responsabile per una sana economia"*
- Rivista AIAF n. 100, Settembre 2016  
*"Cara AIAF, 100 numeri ma non li dimostri. Bilancio e prospettive future"*

## Un settore in crisi con le premesse di grandi cambiamenti

di Ettore Fumagalli \*

Sono passati poco più di due anni da quel 7 marzo 2000 che segnò i massimi della bolla speculativa e l'alba del giorno successivo trovò i mercati nelle condizioni di un ubriaco che, preso dai fumi del vino, comincia a pentirsi della sua intemperanza. Da allora è successo di tutto e di più, dai reiterati *profit warning* di molte aziende lanciate nello spazio sidereo dei profitti sperati, al crollo delle torri gemelle, all'emergere di scandalosi comportamenti e conflitti di interesse da parte di *managers*, analisti, banche di gestione e di investimento, società di revisione ecc. e chi più ne ha, più ne metta.

L'11 settembre ricevetti da un *asset manager* questo e-mail in qualche modo profetico: *"Ragionando su quello che faranno i money managers, penso che tutti guarderanno quali titoli sono da tenere e che andranno meglio, quali farmaceutici, food e altri difensivi. È una trappola: sono già cari e saranno venduti in seguito perché hanno subito meno crolli. Unico grafico tecnicamente positivo, il derivato dell'oro. Riassunto: negatività assoluta. Dati i tassi di interesse nel mondo, le divise che spariscono a causa dell'Euro, la recessione mondiale, quello che non è stato capito da nessuno negli ambienti finanziari è che il mestiere dell'asset management sta a New York sotto le torri. È la fine? No, ci sarà qualcuno che lo riprenderà, ma tra anni."*

È davvero così? Certamente i risparmiatori investitori sono stati costretti in questi due anni a trangugiare bocconi amari: è colpa del mercato? o dei gestori? o è anche colpa loro?

## Il dopo sbornia dell'asset management

Si può rispondere all'interrogativo in molti modi e perciò mi è venuta l'idea di affrontare l'argomento a più mani e con i diversi approcci propri dell'attività professionale di ciascuno degli estensori dei contributi qui riportati. Per parte mia, dopo averne viste tante e aver messo nel mio sacco l'insegnamento tratto dai molti errori fatti in una lunga carriera (errori che alla fine hanno un ben preciso nome e cioè esperienza), sono convinto che alla base del ciclico ripetersi di fenomeni aberranti sui mercati finanziari ci sia l'*avidità* dell'Uomo che lo ha anche spinto a non accontentarsi del paradiso terrestre ma a cercare di impadronirsi del potere di Dio!

E l'Uomo nel cambiare dei tempi non cambia le motivazioni (e i sentimenti) che ne presiedono l'operare. Ecco allora che questo settore per riprendersi deve cambiare sia negli Stati Uniti, che ci precedono nell'innovazione finanziaria di anni luce (innovazione a volte fin troppo disinvolta), sia in Europa ma soprattutto in Italia dove le masse gestite possono ancora aumentare di pari passo con l'incremento della cultura finanziaria della popolazione. Dal rinnovamento dei prodotti alla vendita corretta degli stessi attraverso persone con adeguati *skills* professionali c'è uno spazio enorme di attività da svolgere che porta

direttamente alla comprensione di una banalità mai abbastanza conosciuta dal grande pubblico e cioè che le opportunità di guadagno hanno precise correlazioni dirette con il rischio e che quando si abbandona il razionale si sconfinano nel gioco, al cui grado di razionalità si accompagna sempre il caso. E bisogna sapere non solo che si può perdere ma che molti soggetti, per le loro caratteristiche, non solo non possono perdere ma soprattutto non devono partecipare al gioco.

### NOTE

\* Socio Aiaf dal 1971, membro del Comitato scientifico della Rivista Aiaf. Presidente di Fumagalli Soldan Sim Spa (Gruppo KBL), Milano ([e.fumagalli@fumagallisoldan.it](mailto:e.fumagalli@fumagallisoldan.it)).

Atti del Convegno ***“Finanza: la serva padrona? Una  
finanza responsabile per una sana economia”***

---

**Le ragioni del Convegno**

di **Ettore Fumagalli**

Quando nel 1971 abbiamo fondato l'Aiaf le condizioni del Paese erano ben diverse: ci eravamo lasciati alle spalle l'Oscar della Lira e tassi di crescita che avevano raggiunto le due cifre. Sull'onda del boom economico è cambiata la geografia della società italiana con il consolidamento del ceto medio comprendente piccoli imprenditori, piccoli commercianti, piccoli professionisti e il raddoppio delle aziende che in un solo decennio sono passate da 490.000 a oltre 1.000.000 (Fonte Censis).

Oggi stiamo vivendo sanguinose sciagure finanziarie e non è né ozioso né tardivo approfondire da parte nostra una analisi che abbiamo affrontato partendo da un documento intitolato THE MARKET EYE (a disposizione di chi è interessato) con il coraggioso obiettivo di dire cose che i media non dicono o che non ha avuto il coraggio fin qui di dire e di dire senza falsi pudori ai protagonisti dell'intero sistema finanziario mondiale “il Re è nudo”. Nostro obiettivo è quello di parlare all' “uomo della strada”, alla cosiddetta “massaia di Voghera”, costretta a fare la spesa e a far cucina in compagnia dello spread come se fosse l'epicentro di tutto; di parlare alla Società civile, ai sindacati, alle associazioni dei consumatori che hanno sofferto e stanno soffrendo la crisi mentre la stampa si compiace in un terrorismo mediatico pubblicando girandole di dati disomogenei riferiti a periodi temporali diversi. Dati difficili da comparare per i non addetti ai lavori.

Lasciati dietro le spalle gli anni del boom, consolidato il ceto medio la classe politica ha utilizzato la spesa pubblica a fini di consenso elettorale e “il debito pubblico che i vari governi hanno fatto lievitare non è stato indirizzato al finanziamento della crescita e dello sviluppo ma all'espansione del ceto medio e della sua sicurezza: con i soldi dello Stato il ceto medio italiano in una logica assistenziale ha visto garantiti il proprio benessere e stili di vita superiori alle proprie possibilità” (Fonte “L'eclissi della borghesia” di De Rita Galdo ed. Laterza ed, nov. 2011). Quarant'anni fa ci siamo uniti per sottoscrivere a fin di bene una cambiale, ora dobbiamo unirci per onorarne la scadenza (Tremonti).

Per non parlare del patto non scritto tra italiani e Stato per cui a fronte di una crescita impetuosa lo Stato ha chiuso gli occhi su mille abusi da quello edilizio all'evasione fiscale.

Questo per quanto riguarda l'Italia, ma la crisi che ha scosso l'intero sistema finanziario mondiale stata la logica epifania dei problemi che si sono accumulati in un periodo piuttosto lungo almeno dal 1990 in poi. Bisogna partire dagli Stati Uniti (il cui

---

debito è enormemente più grande di quello dell'Eurozona e dovremmo domandarci se i più gravi rischi di default non vengano da quel Paese) nel quale è ormai chiaro a tutti ha preso avvio la crisi attraverso i cosiddetti mutui subprime concessi a persone che non sarebbero state in grado di rimborsarli. Con il Tesoro americano costretto a correre in soccorso a banche di investimento o di affari che hanno cambiato i loro statuti per diventare banche commerciali per poter godere degli aiuti.

Aiuti somministrati a spese del contribuente e con l'utilizzo dei quali alcune di queste banche sono diventate più grandi del Tesoro stesso mettendo quindi in scacco la politica incapace di dettare regole, frenare, e se del caso proibire alcuni tipi di operazioni. Banche che sono diventate le padrone del mercato condizionando la politica mentre dovrebbe essere la politica a condizionare i mercati dettandone le regole.

Già nei primi anni '90 debito pubblico e difficoltà di bilancio hanno cominciato a innervosire i mercati ma nel tentativo di sostenere la crescita e ridurre i deficit sia Washington che Londra hanno liberalizzato in maniera decisiva il settore finanziario lasciando carta bianca ai finanziari di inventarsi e immettere sul mercato una infinità di nuovi strumenti e prodotti.

- Che dire della finanza creativa o dell'uso della leva finanziaria per cui si è investito fino a 40-50 volte il capitale?
- Come non citare che le Banche americane in un mercato totalmente non regolato quotano i cosiddetti CDS, credit default swap, che inizialmente dovevano costituire l'assicurazione sul fallimento di un'impresa o di uno Stato etc.. Basta far salire o scendere in un mercato opaco e dominato da pochi operatori e senza regole i prezzi di questi CDS per spingere alla vendita o all'acquisto dei titoli dell'impresa o dello stato cui si riferiscono e, all'occasione, di fare il contrario lucrando margini che solo la grande finanza può realizzare?
- Come non fare riferimento alle cosiddette agenzie di "rating" possedute da azionisti che sono anche intermediari (in potenziale conflitto di interessi) le cui valutazioni vengono effettuate senza che siano pubblici, conosciuti e costanti criteri e algoritmi di calcolo, senza che ci sia una cadenza regolare nel tempo ma escano guarda caso in momenti topici di mercato?
- Come non ricordare che c'era una volta la concentrazione degli scambi azionari sulle borse mentre a seguito della Direttiva MIFID le azioni possono essere comprate e vendute dovunque su circuiti telematici alternativi alle Borse e orga-

nizzati dagli intermediari stessi, i cosiddetti "dark pool". I mercati azionari hanno così conquistato la stessa opacità e mancanza di trasparenza che caratterizza derivati e obbligazioni quando non quotati su mercati ufficiali?

- Come passare sotto silenzio l'esasperata attività di trading e il proliferare dei volumi utilizzando algoritmi che sfruttano i nanosecondi polverizzando gli scambi senza nessun rischio per chi li effettua ma sottraendo margini ai veri investitori?
- Cosa dire dei macroscopici conflitti di interesse che dovremmo definire endemici nel nostro paese: da quelli delle società di consulenza che svolgono attività di controllo e di consulenza per i medesimi soggetti, alla distribuzione di bonus abnormi ai management non soggetti al controllo degli azionisti o addirittura l'autoreferenzialità dei meccanismi di remunerazione del top management?
- E che dire della vigilanza e dei controlli bancari e finanziari cui oppongono le più forti resistenze i maggiori beneficiari del boom prima e dopo la crisi i più colpiti dalla crisi che ricevono o hanno ricevuto i maggiori aiuti di Stato perché ritenuti "too big to fail"?

Il 2012 si presenta come un anno importante per tutti: anno di elezioni in Francia, in Germania, in Cina e negli Stati Uniti per non parlare di noi su cui aleggiavano da sempre. Un anno di probabile cambiamento di uomini, un anno di grandi timori ma anche di grandi opportunità.

L'incontro di oggi vuole contribuire a fare chiarezza sugli accadimenti della crisi che trovano la loro origine e giustificazione in ciò che esprime il titolo del Convegno di oggi: la serva diventata padrona, una finanza diventata autoreferente che serve sé stessa e non l'economia.

Tutti questi temi fanno oggetto dell'incontro di oggi attraverso il quale Aiaf vuole affermare nel quarantunesimo anno della fondazione la sua presenza nella Società al servizio di tutti e non solo degli associati (che sono degli addetti ai lavori) vantando indipendenza, capacità di critica costruttiva e capacità propositiva: dando oggi con l'aiuto di chiarissimi professori e di specialisti esperti contenuto didattico popolare a contenuti a volte astrusi per il grande pubblico.





**Cara AIAF,  
100 numeri ma non li  
dimostri.  
Bilancio e prospettive  
future**

**Ettore Fumagalli: “per il mercato  
più ombre che luci”**

1. Il 1991 ha segnato in Europa il momento della riforma dei mercati e degli intermediari, trasformando le Borse da istituzioni a Società, sul modello anglosassone, e gli intermediari da professionisti individuali a Società soprattutto per rispondere a una esigenza di *Capital Adequacy*. A buone premesse non sono seguiti buoni fatti perché le Borse sono state considerate entità monopoliste e al fine di creare concorrenza in Europa si sono costituite 450 *venue* di negoziazione (internalizzazione degli scambi nell'ambito di intermediari) che la crisi innescatasi nel 2008 ha dimostrato essere prive di spessore per cui tutto ciò che si faceva fuori Borsa ha poi dovuto trovare liquidità nel mercato tradizionale. Poi la soppressione del *Glass Steagle Act* in America ha permesso agli intermediari (soprattutto le Banche) di fare tutto e abbiamo visto cosa è successo con i derivati. Oggi il mondo finanziario è marcio fino al midollo e finché non si sistemano le banche non avremo mai una finanza volta al sostegno dell'economia ma solo a fare soldi con altri soldi anziché fare soldi con la produzione di beni. Ma sono temi largamente trattati anche in AIAF che hanno mille sfaccettature e che mi fanno concludere che il bilancio non è positivo; basta guardare l'anomalia della curva dei tassi e la dominanza assoluta dei grandi intermediari che manipolano a loro piacere pur prendendo multe miliardarie che assorbono con facilità



trattandosi di inezie rispetto ai guadagni stramiliardari e truffaldini. La soluzione del problema non sta solo nei controlli ma nell'impedire di effettuare certe operazioni (fuori mercato).

2. Nel nostro Paese siamo ancora in attesa dell'albo dei Consulenti finanziari, una vergogna della Consob che farebbe chiarezza nell'ambito della professione. A questo punto AIAF definirebbe meglio il suo ruolo di Associazione che raggruppa professioni di fatto diverse e ciascun associato potrebbe classificarsi meglio; sarebbe più chiara la funzione dell'analista inquadrato in una struttura o indipendente e del Consulente indipendente per cui anche in Italia si potrebbero avere *Family office* indipendenti capaci di offrire solo ed esclusivamente consulenza, prodotto intellettuale senza nessuna struttura. Siamo ancor nel campo delle cento pertiche.