

ACRI
Associazione fra le Casse di Risparmio Italiane

Giornata Mondiale del Risparmio del 2007

Intervento del Governatore della Banca d'Italia
Mario Draghi

Roma, 31 ottobre 2007

Sommario

	<i>Pag.</i>
<i>La turbolenza finanziaria</i>	<i>5</i>
<i>Riflessi in Italia</i>	<i>9</i>
<i>Sistema bancario e Vigilanza</i>	<i>11</i>
<i>Il risparmio</i>	<i>14</i>

La turbolenza finanziaria

Nata in un segmento periferico dell'industria finanziaria degli Stati Uniti – i mutui *subprime* – la turbolenza si è rapidamente trasmessa al sistema finanziario mondiale. La perdita di fiducia nel sistema dei rating ha reso all'improvviso evidente al mercato la complessità dei prodotti strutturati, che rappresentavano ormai quote considerevoli dei portafogli di molti investitori; si è smarrita la capacità di valutare il prezzo di queste attività; i loro mercati sono divenuti illiquidi, accrescendo ulteriormente la difficoltà di stabilirne il valore. Gli operatori hanno cercato di ridurre rapidamente il rischio dei portafogli. Lo smantellamento delle posizioni non è avvenuto gradualmente; la volatilità è salita in brevissimo tempo, accrescendo ogni misura del rischio e provocando perciò ulteriori tentativi di smobilizzazione degli attivi. L'illiquidità dei mercati dei prodotti strutturati ha creato forti tensioni sul mercato monetario.

Molti grandi intermediari hanno mostrato riluttanza a fornire liquidità a controparti la cui solvibilità era divenuta incerta, dubitando anche della capacità dei veicoli finanziari, da loro stessi sponsorizzati o implicitamente sostenuti, di veder rinnovati i finanziamenti, per lo più a breve termine e in forma di carta commerciale. La preferenza per la liquidità è aumentata bruscamente; la disponibilità di questi istituti a mantenere le linee di credito al resto del sistema si è ridotta.

La Banca centrale europea è intervenuta tempestivamente per soddisfare la maggiore richiesta di liquidità, riuscendo a mantenere condizioni ordinate sul mercato. Dal 9 agosto, ha condotto numerose operazioni di *fine tuning*; ha aumentato l'offerta di fondi nelle operazioni di rifinanziamento principali; ha effettuato operazioni straordinarie a tre mesi.

Questi interventi hanno evitato una crisi di liquidità; hanno contribuito, insieme con quelli di altre banche centrali, ad allontanare il rischio che la tensione sui mercati monetari si traducesse in una crisi di stabilità del sistema finanziario

mondiale. Ciò è avvenuto senza modificare l'indirizzo della politica monetaria, orientata all'obiettivo della stabilità dei prezzi. Tutt'altro: il saldo ancoraggio delle aspettative del mercato nel medio termine è particolarmente importante in un periodo di volatilità sui mercati finanziari e di incertezza generalizzata.

Le turbolenze sui mercati si sono attenuate nelle ultime settimane. La volatilità è diminuita. Tuttavia il quadro rimane fragile. Il mercato interbancario è ancora poco liquido sulle scadenze più lunghe.

Alla metà di ottobre gli indici relativi a tranche di *mortgage-backed securities*, solitamente molto liquidi, venivano scambiati con sconti tra il 30 e il 70 per cento rispetto al valore nominale. Si approssima la scadenza di volumi significativi di carta commerciale. Ci si attende che i tassi di interesse sui mutui *subprime*, per un considerevole importo complessivo, si portino su livelli più elevati.

Tra agosto e ottobre l'importo complessivo della carta commerciale garantita da attività è diminuito, secondo le stime disponibili, di 250 miliardi di dollari. L'esposizione delle società veicolo, in mancanza di finanziamenti del mercato, continua a rifluire sui bilanci delle banche; si somma ai circa 300 miliardi di dollari di prestiti sindacati che queste prevedevano di cedere ai mercati e che ora sono costrette a trattenere.

I premi per il rischio di credito si sono riportati su livelli più coerenti con le condizioni economiche di fondo e con l'esperienza passata. È probabile che il rialzo sia permanente. Maggiore trasparenza, profonde innovazioni nel processo di rating, forme di standardizzazione dei prodotti strutturati, più efficace supervisione, dove necessario, del credito alla sua origine, saranno essenziali perché il modello di intermediazione basato sulla cessione a terzi del credito torni ad affermarsi.

Queste tensioni si ripercuoteranno sull'attività di cartolarizzazione di prestiti bancari. Negli ultimi anni, secondo studi recenti della Banca d'Italia e della BCE, la cartolarizzazione ha sostenuto ampiamente la crescita dei finanziamenti per consumi e investimenti nell'area dell'euro, giungendo nel 2006 a coprire un quinto delle nuove erogazioni; ha contribuito per circa due punti percentuali alla crescita dell'offerta complessiva di prestiti bancari nell'area. L'effetto di un calo dell'attività di cartolarizzazione sull'offerta di prestiti potrebbe non essere trascurabile.

Alla fine di settembre, in occasione dell'indagine periodica dell'Eurosistema sul credito, le banche hanno segnalato un aumento delle difficoltà nella raccolta di fondi sul mercato interbancario, su quello obbligazionario o tramite la cartolarizzazione dei prestiti. Esse hanno anche indicato una tendenza verso una maggiore cautela nella concessione di prestiti, soprattutto per le società di grande dimensione nonché per il finanziamento di operazioni di fusione e acquisizione; il fenomeno dovrebbe interessare in misura minore i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni.

L'economia reale risentirà di tali andamenti anche se, per il momento, gli effetti attesi sono limitati. Il Fondo monetario internazionale prevede, per il 2008, un tasso di crescita del prodotto mondiale ancora elevato, quasi il 5 per cento. La riduzione rispetto alla previsione di luglio è di circa mezzo punto; sono aumentati i rischi di andamenti inferiori alle stime centrali.

Ogni crisi lascia i policymaker scossi dalla povertà delle loro capacità previsive. Se è talvolta possibile vedere con chiarezza i fattori di rischio, è però impossibile predire il momento che il mercato sceglierà per avviare la crisi; le precise forme che questa assumerà; i nessi decisivi per la sua propagazione. Il recente episodio non è un'eccezione. Le autorità di vigilanza richiamaavano da tempo l'attenzione sulle tensioni che si stavano accumulando. Nelle Considerazioni finali di quest'anno sottolineavamo tra l'altro l'aumento delle

insolvenze dei mutui ipotecari negli Stati Uniti; avvertivamo che la percezione del rischio da parte degli investitori sarebbe potuta repentinamente cambiare; che una brusca ricomposizione dei portafogli avrebbe avuto effetti destabilizzanti. Ma l'interrelazione tra l'incapacità degli operatori di definire il valore delle attività che si hanno in portafoglio, la mancanza di liquidità, il tentativo di tutti i partecipanti al mercato di ridurre contemporaneamente la propria esposizione al rischio non poteva essere anticipata; né poteva esserlo la drammatica rapidità con cui la crisi si sarebbe diffusa.

Ogni episodio di turbolenza è per le autorità una lezione sui limiti delle informazioni a loro disposizione; uno stimolo a perseverare nell'azione tesa a rendere mercati e intermediari intrinsecamente più robusti, a prescindere dalla forma specifica che potrà assumere la prossima crisi.

A questi principi si ispira la strategia del Financial Stability Forum. Gestione dei rischi da parte delle istituzioni soggette a regolamentazione, in particolare del rischio di liquidità; adeguatezza dei requisiti di capitale; immediata attuazione delle regole di Basilea II; pieno consolidamento delle attività attualmente fuori dal bilancio delle banche; trasparenza e valutazione dei prodotti finanziari strutturati: queste sono le linee guida del rapporto che il Financial Stability Forum presenterà ai ministri finanziari del Gruppo dei Sette in aprile.

Le recenti esperienze offrono elementi di riflessione. Il sistema bancario europeo, pur rivelando talune fragilità e beneficiando del pronto intervento delle autorità monetarie, ha saputo far fronte alle tensioni. Nei loro rapporti trimestrali, le maggiori istituzioni finanziarie globali hanno segnalato perdite ingenti in valore assoluto, ma con un'incidenza complessiva sui bilanci per ora limitata, grazie alla diversificazione dell'attivo e del passivo e alla grande disponibilità di capitale e di liquidità. In Europa la crisi ha colpito più intensamente intermediari, di dimensione piccola o intermedia, dove l'entità dei rischi fuori bilancio era del tutto sproporzionata rispetto al capitale, oppure dove le fonti di raccolta non erano sufficientemente diversificate.

Riflessi in Italia

Il sistema bancario italiano ha risentito della turbolenza e delle conseguenti tensioni sui mercati monetari in misura minore rispetto ad altri. Il forte rilievo dei depositi fra le fonti di raccolta, la contenuta esposizione ai mercati e ai prodotti finanziari degli Stati Uniti, un'adeguata capitalizzazione e una redditività operativa in complesso soddisfacente, hanno evitato in Italia il formarsi delle condizioni alla radice dei problemi che hanno interessato talune banche di altri paesi.

Richiamo tuttavia, in particolare per le banche più esposte ai rischi di mercato, la necessità di affinare costantemente la gestione della liquidità, guardando al passivo non meno che all'attivo. L'esperienza di altri paesi mostra che la stabilità dei depositi può essere messa in discussione. Il diffondersi della gestione dei fondi via Internet, oggi ancora modesta, può consentire in prospettiva una mobilità senza precedenti. I maggiori gruppi hanno adottato prassi avanzate di gestione della liquidità ed effettuano un continuo monitoraggio della situazione, anche attraverso periodici esercizi di simulazione di condizioni di stress; l'impegno, attentamente seguito dalla Vigilanza, deve intensificarsi e adeguarsi di continuo agli sviluppi dei mercati.

L'esposizione diretta dei maggiori gruppi bancari italiani al settore dei mutui *subprime* statunitensi è limitata; nessun gruppo ha segnalato di aver erogato prestiti verso controparti americane con basso merito di credito. Anche con riferimento a rischi indiretti, il sistema bancario italiano non sembra aver subito perdite significative rispetto alle sue dimensioni patrimoniali. Sono in corso continue verifiche della Vigilanza.

La trasparenza dell'informazione sull'esposizione al rischio è un fondamento della stabilità. La valutazione in bilancio di strumenti complessi e potenzialmente illiquidi deve essere basata su criteri di cautela, tener conto di tutti i fattori di rischio. Particolare attenzione richiede l'obbligo di consolidare i veicoli finanziari,

anche se non direttamente partecipati, ogni volta che la banca ne eserciti sostanzialmente il controllo e ne sopporti i rischi.

Per tener conto del rischio effettivo ai fini prudenziali, i veicoli sostanzialmente controllati vanno consolidati anche per il calcolo dei requisiti patrimoniali. È questa la linea da noi sostenuta nelle sedi internazionali, dove miriamo all'adozione di soluzioni concordate, che assicurino parità competitiva tra i sistemi bancari.

Per il sistema bancario italiano la quota dei ricavi che proviene dalle linee più innovative e rischiose è relativamente contenuta. Il grado di trasformazione delle scadenze è minore rispetto ad altri sistemi. La normativa bancaria e gli interventi della Vigilanza hanno mirato a stabilire un legame molto stretto tra esposizione ai rischi più complessi e capacità organizzative di governarli.

La cartolarizzazione dei crediti immobiliari ha iniziato a svilupparsi solo negli anni più recenti. L'indebitamento delle famiglie per acquisto di abitazioni, seppure in crescita, resta basso. L'incidenza sul PIL è poco più di un terzo della media europea. Il rapporto tra il valore del mutuo e quello dell'immobile è basso. Tipologie contrattuali simili a quelle dei mutui *subprime* statunitensi sono poco diffuse.

L'attività del settore si sta però espandendo rapidamente. Tra il 2002 e il 2006 i mutui alle famiglie sono cresciuti a ritmi quasi doppi rispetto alla media europea. Si sta innalzando il rapporto tra prestito e valore dell'immobile. Le banche hanno cominciato a offrire soluzioni specifiche a nuove fasce di mutuatari, come lavoratori atipici ed extra-comunitari. Si è molto estesa l'attività degli operatori specializzati, anche esteri. L'incidenza delle sofferenze sui prestiti per acquisto di abitazioni, ancora bassa, inizia a mostrare segnali di deterioramento. La Banca d'Italia ha sensibilizzato il sistema sui rischi specifici.

Per le famiglie e le imprese, il rialzo dei tassi interbancari si rifletterà in un aumento del costo dei prestiti a tasso variabile, che rappresentano tre quarti del totale dei prestiti a medio e a lungo termine. Se le tensioni sui mercati dovessero prolungarsi, gli oneri per i debitori potrebbero diventare significativi. Per le famiglie che hanno un finanziamento indicizzato al tasso Euribor a tre o sei mesi, un rialzo permanente di 50 punti base comporterebbe in media un aggravio del servizio del debito dell'ordine dello 0,6 per cento del reddito disponibile; l'incidenza sarebbe maggiore per le famiglie meno abbienti.

In prospettiva, il canale più importante attraverso cui l'inasprimento delle condizioni finanziarie si può trasmettere all'offerta di prestiti a famiglie e imprese è il costo della provvista delle banche. Per le obbligazioni bancarie in euro l'ampliamento dei differenziali di rendimento è stato pronunciato. Il valore delle emissioni sull'euromercato di gruppi bancari dell'area si è pressoché dimezzato in settembre rispetto allo stesso mese del 2006; anche le emissioni delle banche italiane su questo mercato si sono molto ridotte. Negli ultimi anni le obbligazioni sono state la principale fonte con cui le banche hanno finanziato la robusta crescita dei prestiti a medio e a lungo termine; una quota elevata delle emissioni è stata collocata sul mercato internazionale. È calata anche la domanda di titoli provenienti da cartolarizzazioni, uno strumento che ha molto contribuito alla recente crescita del credito alle famiglie: nel corso del 2006 e nella prima metà del 2007, la cessione sul mercato di prestiti alle famiglie ha coperto circa un terzo dei nuovi prestiti a medio e a lungo termine al settore.

Sistema bancario e Vigilanza

La Banca d'Italia, nell'esercizio dei propri poteri relativi alla trasparenza dei prodotti bancari, ha appena concluso un'indagine campionaria sui costi dei conti correnti. L'indagine ha riguardato circa 4.500 conti tenuti presso più di 130 banche, con una distribuzione scelta in modo da assicurarne la rappresentatività.

Per oltre il 70 per cento si tratta di conti intestati a persone fisiche. Sulla base di prime elaborazioni, la spesa media annua per un conto corrente è oggi pari a 130 euro. La spesa, pur ridotta in media rispetto a un'indagine simile del 2005, effettuata con criteri e finalità in parte diversi, è molto variabile, anche a causa delle diverse caratteristiche di operatività: il 25 per cento dei conti con il minor numero di operazioni annue costa in media 70 euro, contro i 218 del 25 per cento con il maggior numero di operazioni.

Sui risultati di questa indagine, oggi ancora preliminari, torneremo in futuro. È possibile però avanzare qualche prima osservazione. La clientela si è in parte spostata verso i conti “a pacchetto”, meno costosi per la maggior parte dei profili di quelli “a consumo”, dove gli oneri dipendono dal numero di operazioni effettuate. Tuttavia, la tipologia scelta dalla clientela non è sempre la più conveniente in relazione alle caratteristiche del conto: non mancano esempi di conti “a consumo” caratterizzati da alta operatività e quindi da costi molto elevati.

Le banche devono continuare a migliorare l'informazione fornita alla clientela. Trasparenza delle condizioni, concorrenza fra banche, attenzione per la clientela, consapevolezza di quest'ultima contribuiscono alla riduzione dei costi; possono e devono stimolare ulteriori progressi.

Cresce l'attività delle banche italiane in derivati. Tenendo conto anche dei contratti realizzati dalle controllate estere dei gruppi bancari italiani, che incidono in misura rilevante, alla fine del giugno scorso l'esposizione delle banche in relazione a derivati valutata al valore di mercato aveva raggiunto 150 miliardi di euro, il 6 per cento dell'esposizione complessiva. Le controparti di questi contratti sono per la maggior parte società finanziarie e operatori esteri; tende però a crescere la quota delle imprese italiane e delle amministrazioni pubbliche.

Lo sviluppo di strumenti innovativi è positivo ma richiede una attenta valutazione dei rischi, in particolare di quelli di controparte. In presenza di

movimenti avversi delle variabili di mercato e di meccanismi contrattuali che ne amplificano gli effetti, possono emergere difficoltà per la clientela ad adempiere alle proprie obbligazioni e perdite anche rilevanti per gli intermediari. Le operazioni in derivati complessi devono essere riservate a una clientela qualificata e accompagnate dalla massima trasparenza, assicurando la piena rispondenza dei prodotti collocati alle esigenze e ai profili di rischio del cliente. Carenze su questo fronte possono arrecare gravi danni alla reputazione di una banca. L'organizzazione e i controlli interni devono presidiare questi rischi; le funzioni di *compliance* e *internal audit* hanno un ruolo estremamente importante.

I controlli sull'attività in derivati delle banche sono ripartiti tra Consob e Banca d'Italia. A questa compete vigilare sulla stabilità. Tra la fine del 2005 e l'inizio del 2006, di fronte alla crescita del comparto, abbiamo intensificato le attività di supervisione. Con l'inizio delle perturbazioni sui mercati, abbiamo chiesto agli organi di controllo delle banche interessate di effettuare un esercizio di autovalutazione dell'idoneità degli assetti organizzativi, dei processi operativi e del sistema di misurazione dei rischi sui derivati; ne renderemo presto noti i risultati. Abbiamo ribadito che le banche che non sono in grado di misurare e gestire correttamente i rischi dei derivati devono astenersi dal negoziarli.

Abbiamo avviato ispezioni mirate presso gli intermediari più attivi. Nei casi in cui si sono riscontrati comportamenti non in linea con la sana e prudente gestione degli intermediari, siamo intervenuti.

Alla fine di agosto il debito degli enti locali per operazioni in derivati verso le banche italiane era circa pari a un miliardo; poiché gli enti più grandi ricorrono spesso a intermediari esteri, questo valore sicuramente sottostima il fenomeno. Da tempo la Vigilanza ha richiamato le banche ad accertare la piena aderenza delle operazioni con gli enti locali alle norme che li regolano, che consentono l'uso di derivati solo a fini di copertura dei rischi, e che permettono l'indebitamento solo per finalità definite. Gli amministratori locali, dal canto loro, devono agire in modo consapevole. I derivati sono utili per gestire determinati rischi finanziari;

non devono essere usati per migliorare temporaneamente i flussi di cassa addossando oneri, in modo non trasparente, alle amministrazioni future.

La Banca d'Italia ha pubblicato un documento di consultazione sulle regole in tema di *governance* bancaria. Secondo il criterio a cui ci stiamo attenendo in tutta la revisione della normativa di vigilanza, la nuova disciplina non individuerà soluzioni rigide, ma detterà principi generali; tra essi, chiara distinzione di responsabilità tra funzioni di supervisione strategica e di gestione; presenza incisiva di consiglieri non esecutivi e indipendenti; valorizzazione della funzione di controllo; tempestività e completezza dei flussi informativi; coerenza dei sistemi di remunerazione e di incentivazione collegati alla *performance* aziendale (quali le *stock option*) con le strategie di lungo periodo della banca e le sue politiche di controllo dei rischi. Ciascuna banca dovrà adottare un proprio progetto di *governance*; la Vigilanza ne valuterà la rispondenza ai principi.

Il risparmio

Con l'entrata in vigore in tutta l'Unione europea della direttiva MiFID, il mondo dei servizi finanziari si apre a una profonda trasformazione. Le nuove regole accrescono la trasparenza, promuovono una maggiore consapevolezza delle scelte di investimento, stimolano l'intermediario a coltivare e rafforzare il rapporto fiduciario con la clientela. L'armonizzazione europea, facilitando la prestazione di servizi nell'intera area, intensificherà la concorrenza. Sarà possibile offrire nuovi servizi, tra cui la consulenza al cliente in materia di investimento e l'attività di negoziazione in competizione con la borsa, con l'internalizzazione degli ordini o la gestione di piattaforme di negoziazione.

Sono stati emanati due giorni fa i regolamenti di competenza della Banca d'Italia e della Consob, definiti anche con il contributo degli operatori. Si sono ridotte al minimo le rigidità burocratiche. Sulla base del principio di

proporzionalità, gli obblighi informativi e le regole di comportamento sono stati graduati secondo la tipologia del servizio prestato, degli strumenti finanziari e del cliente. Anche qui la regolamentazione è per principi. Gli stessi intermediari dovranno definire soluzioni organizzative adatte ai servizi che intendono offrire; valutare i nuovi rischi operativi e di reputazione; mettere a punto il sistema dei controlli. L'adeguatezza dei presidi organizzativi e di capitale dovrà essere tenuta costantemente sotto controllo dagli organi aziendali. La Banca d'Italia verificherà che le soluzioni adottate siano idonee ad assicurare la stabilità.

Il coordinamento sempre più stretto tra Banca d'Italia e Consob riduce oneri e incertezze per i soggetti vigilati. Questo pomeriggio sarà firmato il protocollo di intesa che precisa i compiti delle due autorità. Nel settore dei servizi di investimento tutela del risparmiatore e stabilità degli intermediari sono fortemente interrelate.

I fondi comuni aperti mostrano da tempo un andamento insoddisfacente. Dal 2002 al 2006, mentre il patrimonio dei fondi comuni europei è aumentato del 76 per cento, i fondi collocati in Italia sono cresciuti del 31 per cento, meno della metà. I fondi aperti di diritto italiano sono diminuiti dell'8 per cento; il calo è più drastico se si considera il periodo 2003-2007. Questa diminuzione non è compensata dalla moderata crescita dei fondi esteri gestiti da gruppi italiani; anche quest'ultima si è quasi azzerata nei primi mesi del 2007. Hanno mostrato una rapida crescita solo i fondi speculativi e i fondi aperti offerti in Italia da gestori esteri, il cui patrimonio è quadruplicato in quattro anni. Nel giugno del 2007 il patrimonio dei fondi di diritto estero ha superato per la prima volta quello dei fondi di diritto italiano.

I fondi esteri godono di significativi vantaggi fiscali. Sono tassati sul risultato realizzato, anziché sul maturato. È un handicap serio, su cui occorre intervenire. Anche la tassazione che grava sul reddito d'impresa delle società di gestione è altrove molto inferiore a quella italiana.

Lo svantaggio fiscale, però, se contribuisce a spiegare il calo dei fondi di diritto italiano, non basta a dar conto della lentezza dello sviluppo complessivo del mercato. Ha pesato la concorrenza di altri prodotti finanziari, dalle polizze vita ai titoli e prodotti strutturati. Ma l'industria italiana dei fondi deve riflettere soprattutto sugli elementi che sono sotto il suo diretto controllo. La qualità delle gestioni non di rado è insoddisfacente rispetto ai costi. Non sorprende che l'andamento più sfavorevole abbia contraddistinto i fondi obbligazionari e monetari, per i quali il peso delle commissioni è particolarmente elevato in rapporto ai rendimenti. Influisce anche la struttura del comparto, fondato sulla stretta integrazione tra fabbriche di prodotto e reti distributive bancarie, dove le ultime hanno un ruolo decisivo nello sviluppo delle masse in gestione e nella ripartizione dei ricavi. Questo assetto, quali che ne siano stati i meriti in passato, negli ultimi anni ha ostacolato la concentrazione tra le fabbriche di prodotto italiane, impedendo il perseguimento di economie di scala; ha spinto il collocamento di prodotti complessi e non facilmente valutabili, che spesso assicurano un ritorno immediato ed elevato in commissioni; ha determinato alti tassi di retrocessione alle reti, che hanno sottratto alle società di gestione del risparmio risorse per gli investimenti nella gestione; ha limitato la capacità delle fabbriche di prodotto italiane di sviluppare autonome strategie di crescita.

Non ci sono ragioni perché l'industria italiana del risparmio gestito non possa svolgere un ruolo importante nel mercato europeo, contribuendo alla creazione di valore per i gruppi che ad essa partecipano. La "materia prima", il risparmio nazionale, non manca, e potrà arricchirsi con lo sviluppo della previdenza complementare.

L'autonomia delle società di gestione dalle banche favorisce l'adozione di strategie di sviluppo, sorrette dai necessari investimenti; mette i centri di produzione in condizione di crescere, anche con operazioni di aggregazione, e di proporsi con successo al di fuori delle reti di gruppo e sui mercati internazionali. La presenza di una maggioranza di consiglieri indipendenti negli organi decisionali può rappresentare l'inizio di questo percorso. Vari operatori si sono

avviati su questa strada; al 30 giugno scorso, tuttavia, i consiglieri indipendenti erano ancora il 25 per cento del totale.

Sta per essere varato il decreto legislativo che recepisce la direttiva europea del 2004 sulle offerte pubbliche di acquisto. Le nuove regole opportunamente confermano i principi di fondo della disciplina attuale, molto orientata alla tutela degli azionisti di minoranza. Mantengono l'obbligo dell'approvazione delle misure difensive da parte dell'assemblea con quorum rafforzato (*passivity rule*), così come la previsione di una soglia per l'OPA obbligatoria, seppure con nuovi criteri di determinazione del prezzo, che lo renderanno più elevato. È da condividere l'introduzione di una clausola di reciprocità, per assicurare parità di condizioni competitive nel rispetto dei diritti degli azionisti.

Suscita qualche riserva la previsione dell'obbligo di adottare la regola di neutralizzazione, in base a cui in caso di OPA perdono efficacia alcune misure di difesa preventive. Questa norma può ostacolare l'apertura degli assetti proprietari delle società; può incoraggiare il ricorso a strumenti meno trasparenti di separazione tra proprietà e controllo, che sono sottratti al suo ambito di applicazione; può esporre le offerte pubbliche a un forte rischio di contenzioso legale per la quantificazione dell'indennizzo previsto.

Un ripensamento appare auspicabile. Il diritto di recesso dai patti parasociali in corso d'OPA, una norma che le nuove regole mantengono, ottiene lo stesso fine con costi minori. È preferibile lasciare all'autonomia statutaria delle società una decisione sulla regola di neutralizzazione, come la direttiva consente: sta agli azionisti valutarne vantaggi e svantaggi nel caso concreto.

Con la turbolenza di quest'estate, riteniamo sia iniziato il ritorno a uno stato dei mercati in cui la liquidità non sarà più così ampia come nel recente passato, né la volatilità così bassa. Il sistema finanziario internazionale ha iniziato questa transizione mostrando finora, nelle aziende di grande dimensione, una maggior forza di quanto si potesse prevedere all'inizio delle perturbazioni sui mercati.

Il sistema bancario italiano è stato toccato da queste meno degli altri sistemi europei. Oggi, il rapporto predominante con il cliente italiano si è rivelato punto di forza. Occorre riconoscere il valore di questo rapporto; progredire ancora nella costruzione di una relazione trasparente e benefica per tutte le parti interessate.

Nel tempo, capacità di governo, equilibrio degli amministratori, qualità dei controlli interni, lungimiranza degli azionisti, restano le basi su cui si fondano solidità e sviluppo delle nostre banche.