

Relazione del Presidente Assogestioni, Prof. Guido Cammarano, per l'Assemblea annuale 2004

Ricordare Mario Arcelli, che, or non sono molti giorni, ci ha lasciato, unisce al dolore per la perdita dell'uomo di studi la commozione nella memoria del rapporto che Egli aveva saputo creare con noi tutti di Assogestioni, che aveva guidato, come Presidente, per i due mandati statutariamente possibili, con attenta partecipazione, con piena dedizione professionale di studioso e di manager, con grande umanità di tratto e con fermezza decisionale. Egli lasciava piena autonomia alla struttura operativa dell'Associazione tenendo ben ferma la barra per assicurare che la direzione seguita fosse quella voluta e decisa dagli organi collegiali. Sapeva imporre il Suo punto di vista senza bisogno di alzare il tono della voce o di far valere la Sua autorità di uomo di scienza. Ci rendeva partecipi dei Suoi orientamenti avendoci fatto collaborare alla loro elaborazione. Credo che ciò possa far comprendere il dolore che alberga nel nostro animo di fronte alla triste evidenza che Egli non è più tra noi.

E' triste, ma mi è caro, ricordare qui ,oggi, anche l'immatura scomparsa di Claudio Dematté, con il quale, e con l'Associazione da lui presieduta, abbiamo lavorato a creare legami di sempre più stretta collaborazione. Di Lui voglio soprattutto ricordare la costante attenzione al cambiamento e l'impegno fiducioso a superare le difficoltà che ne derivano.

Sono personalmente convinto che una Relazione debba essere contenuta nel tempo e negli argomenti trattati. In generale questa impostazione non trova accoglienza nella tradizione del nostro paese, ma ad essa intendo invece attenermi oggi, soprattutto in considerazione dell'interessante dibattito che ci attende in tema di valori positivi e negativi della regolamentazione.

Tre argomenti mi preme trattare: anzitutto la ripetuta affidabilità che i fondi comuni hanno dimostrato a tutela del risparmiatore in occasione di recenti dissesti aziendali o di insolvenze di stati sovrani che hanno colpito il nostro mercato finanziario e, di conseguenza, i modi per rafforzare e accrescere il servizio che la gestione collettiva offre ai risparmiatori; poi lo sviluppo del dialogo con gli emittenti in tema di regole e prassi che sovrintendono al governo societario che si è dimostrato essere un presidio fondamentale per una corretta gestione aziendale e quindi per la tutela degli investitori e infine i nuovi problemi di regolamentazione che si pongono per il nostro mercato finanziario.

Tutti sappiamo che non esiste un mercato perfetto e tutti, credo, riteniamo che continueranno a verificarsi dissesti aziendali che abbattano il valore delle azioni e rendono carta di poco valore i documenti che certificano le obbligazioni vantate, che si avranno crisi finanziarie nei diversi mercati o in singoli settori, che stati sovrani non saranno in grado di far fronte ai loro impegni di debito, che possono ripetersi bolle speculative. Anche se ci auguriamo che questi eventi non ci tocchino, sappiamo che questo è vero: che il rischio è connaturale al sistema finanziario.

Ma la conoscenza che abbiamo di questa realtà, che getta ombre sulla stessa affidabilità del sistema dei prezzi che si formano sui vari mercati e che sono considerati come segnali utili a compiere scelte economiche efficienti e profittevoli, non solo non impedisce alle imprese di effettuare investimenti sbagliati ma neppure sottrae gli individui dal decidere acquisti di strumenti finanziari che falcidiano il risparmio da loro accumulato. La storia insegna, ma gli alunni possono essere disattenti o pigri.

Questa conclusione, che mette in crisi lo stesso concetto di economia intesa come scienza che postula una razionalità di comportamenti e una accurata prudenza nella scelta di dove investire il proprio risparmio e della più appropriata combinazione tra rendimento e rischio, spinge alla ricerca di protagonisti efficienti del mercato e ne esalta la loro funzione

Infatti se le cadute lungo i sentieri dell'investimento finanziario sono inevitabili; ciò non toglie che vi sono strumenti e istituzioni che offrono la possibilità di circoscrivere l'area del rischio delle decisioni di investimento o quantomeno di attenuarne le possibili conseguenze negative. Queste possibilità vengono certamente offerte dalla gestione professionale del risparmio e in modo particolare dal suo servizio più diffuso nel mondo che è quello dei fondi comuni di investimento.

Noi l'abbiamo sempre sostenuto con piena convinzione. Direte che non potevamo fare diversamente, che la nostra era solo pubblicità. Ma non è vero e i fatti ci hanno dato ragione; i fatti hanno dimostrato l'affidabilità della gestione professionale del risparmio e di quella collettiva in modo particolare. Argentina, Cirio, Parmalat, Bipop non hanno avuto rilevanza nei nostri portafogli quando la loro crisi si è manifestata e si è tradotta nella forte flessione del loro valore finanziario.

Non sto qui a ripetere i vantaggi del servizio offerto dalla gestione professionale: la diversificazione, la trasparenza, la liquidabilità, l'accountability. Non a questi, che pure sono essenziali strumenti di tutela dell'investitore, voglio fare riferimento. Ma alla professionalità del gestore, che significa anzitutto conoscenza dei mercati e dei prodotti finanziari che in essi vengono offerti (e la conoscenza è già un viatico verso il controllo), vanno poi aggiunte la capacità e la continuità di analisi, l'organizzazione e la sistematicità nell'agire delle strutture in cui il gestore si incarna. Sono questi elementi, tutti insieme, che costruiscono l'affidabilità della gestione professionale del risparmio nella scelta degli investimenti, e ancor più dei disinvestimenti, per la costruzione e il mantenimento della composizione del portafoglio più efficiente per i risparmiatori che ad essa si affidano.

Adesso, dopo i recenti casi, abbiamo, come si dice, la prova provata che il servizio offerto dalla nostra industria è affidabile e tutela tutti coloro che ad esso si sono rivolti per l'investimento finanziario dei loro risparmi. L'industria del risparmio gestito, avendo dato prova della sua affidabilità, non ha, perciò, oggi la necessità di ristabilire la fiducia dei risparmiatori verso di essa che invece hanno altri intermediari finanziari e le stesse imprese emittenti dopo i recenti negativi accadimenti; ciò non toglie che anche la nostra industria vuol contribuire a sostenere quelle riforme di parte del sistema finanziario che si rendono improcrastinabili e che la nostra Associazione, proprio per il lato del mercato che rappresenta, ha da tempo individuato e indicato.

L'affidabilità non è poco, anzi è moltissimo e di ciò siamo orgogliosi ma non vogliamo che l'affidabilità sia solo un nome per sintetizzare l'attività compiuta. Perché l'affidabilità è anche il nome di un impegno a migliorare nel guidare i risparmiatori sul difficile e rischioso sentiero dell'investimento finanziario venendo incontro alle loro esigenze, dipanando le loro difficoltà di scelta, supplendo talvolta alla irrazionalità dei loro comportamenti.

Ciò impone, a mio avviso, di riflettere ulteriormente sulla trasparenza e di lavorare su di essa. Sembra quasi un assurdo che in un settore come il nostro, nel quale la trasparenza è un segno distintivo che la caratterizza e costituisce una regola imperativa e penetrante, si voglia e si possa pensare a migliorarla. Ma la forza della nostra industria è proprio quella di investire nello sviluppare la qualità dei servizi che offre perché comprende le esigenze della propria clientela, in quanto si colloca sul suo stesso piano e nella stessa sua ottica

Riflettere sulla trasparenza per migliorarla significa implementare il rispetto delle regole stabilite dalle leggi e dalle autorità ai fini dell'informazione dei risparmiatori con nuovi contenuti che vengano incontro alle necessità dei clienti affinché possano comprendere, prima ancora della consulenza specifica che può essere loro individualmente offerta e fornita, le caratteristiche tecniche e finanziarie di una specifica gestione

Centrale a questo fine è la considerazione della cultura del risparmiatore anzitutto nella sua tradizionale e irrazionale avversione alle perdite che lo porta a ricercare e accettare proposte di rendimenti che, nel "premio" che prospettano, rimuovono una corretta considerazione del rischio che implicano. Questo atteggiamento erroneo, e pericoloso per il risparmiatore stesso, trova spazio anche nell'industria del risparmio gestito così come tuttora vengono disciplinati e prospettati i servizi di gestione sia collettiva sia individuale, che essa mette a disposizione dei risparmiatori. L'attuale regolamentazione tende infatti a caratterizzare la natura dei rischi dei prodotti finanziari di gestione soltanto con riferimento al benchmark, del quale non vengono peraltro definite quantitativamente le caratteristiche di rischiosità mentre rimane generica l'identificazione dei rischi che possono derivare dalle modalità di gestione.

A parità di benchmark si possono infatti avere prodotti finanziari di rischiosità totale molto diversa tra loro, in ragione dell'ampiezza della gestione attiva, vale a dire in ragione della libertà con cui il gestore si discosta dalla composizione del benchmark in termini di allocazione degli attivi o di selezione degli strumenti finanziari.

La trasparenza attualmente prescritta non permette pertanto di cogliere la natura effettiva del servizio gestorio e il riferimento al solo benchmark porta inoltre a considerare il prodotto finanziario con attenzione prevalente all'offerta della performance sperata, estrapolata sulla base di ciò che si è verificato nel passato, così rendendo opaca una più precisa individuazione della propria avversione al rischio da parte dei risparmiatori.

Questo approccio regolamentare riverbera i suoi effetti, conseguentemente, nella attività di consulenza diretta a soddisfare concretamente e individualmente i bisogni del cliente perché non permette, o perlomeno non agevola, una effettiva e completa gestione delle sue reali esigenze in termini di aspettative e di tolleranza al rischio, in quanto non consente, o quanto meno rende più difficili, combinazioni articolate di prodotti finanziari anche diversi ma misurati con parametri omogenei e perciò maggiormente trasparenti e confrontabili tra loro.

Noi ci auguriamo che i recenti avvenimenti, che hanno reso palese una progressiva riduzione della soddisfazione del risparmiatore nei confronti del sistema distributivo dei prodotti finanziari diversi da quelli di risparmio gestito, rendano evidente la necessità di provvedere alla gestione della clientela soddisfacendone le aspettative in un'ottica relazionale di lungo termine.

A tale fine occorre un impegno di maggiore trasparenza per proporre prodotti non solo comprensibili ma anche comparabili, un impegno che potrà portare, come noi ci auguriamo, a rendere identificabile nei prodotti di gestione lo stile di gestione dal quale dipende la natura effettiva del servizio gestorio offerto e la chiara individuazione del rischio totale effettivo che esso incorpora.

Credo che intraprendere questa via potrà portare nel tempo a far acquisire significativa autonomia alle società di gestione e con ciò ad accrescere la loro capacità competitiva e, nel più lungo periodo, a un diverso e più articolato assetto proprietario.

Ma per raggiungere questo risultato è necessario che alla volontà decisionale dei soggetti che, nelle istituzioni finanziarie, definiscono le strategie organizzative interne e quelle dei rapporti con la clientela si associno nuovi indirizzi regolamentari da parte degli Organi di controllo, che noi vorremmo più compenetrati nei nostri particolari problemi, sulla base della ricerca di una sempre più attenta cura delle esigenze e degli interessi specifici dei diversi e distinti partecipanti al mercato finanziario, così come impongono i più recenti eventi.

La funzione degli Organi di controllo è vitale per un ordinato funzionamento e lo sviluppo del mercato finanziario se, come si è ormai dimostrato imperativo, essa prende in diretta e specifica considerazione, come soggetti autonomi e come protagonisti del mercato, tutti coloro che vi operano, ivi compresi i risparmiatori.

La dimostrata affidabilità dell'industria del risparmio gestito, e dei fondi comuni in particolare, a fronte degli accadimenti che nel recente passato hanno interessato il nostro mercato finanziario induce la nostra Associazione ad investire ancor più nella valorizzazione e nella comunicazione dei punti di forza che hanno costituito la tutela del risparmio affidato ai gestori delle nostre Società. Stiamo infatti per realizzare una campagna istituzionale che illustri l'importanza che rivestono nel servizio di gestione la trasparenza, la diversificazione e la professionalità, così da mettere nella giusta e opportuna luce la qualità dei servizi offerti, e delle imprese che li gestiscono, quali garanzie della capacità dell'industria di fronteggiare le possibili situazioni di crisi.

Nell'anno decorso abbiamo avuto conferma di quanto positive e importanti siano le regole e le prassi che sovrintendono al governo delle società. Infatti nei casi di dissesto aziendale ai quali abbiamo assistito quelle regole e quelle prassi sono risultate inapplicate o addirittura calpestate.

Ciò induce la nostra Associazione a proseguire con rinnovata lena nell'azione, già da lungo tempo intrapresa, diretta a introdurre regole efficienti di governo societario e a renderne effettiva la loro applicazione.

Attraverso la costante opera di monitoraggio compiuta dal nostro Comitato per la corporate governance in materia di trasparenza e di comportamenti da parte delle società emittenti che contraddicono le best practice o contengono elementi di possibile nocimento verso il mercato abbiamo richiesto numerosi chiarimenti, incontri e più approfondite riflessioni su operazioni o situazioni di particolare rilevanza. E' questa un'attività che ha acquisito notevole evidenza nell'ultimo anno perché ha portato alla luce un caso singolarmente importante di insufficiente informazione al mercato sulla reale condizione finanziaria di un'azienda. Il caso al quale mi riferisco è, come noto, quello di Parmalat; a questo riguardo mi è doveroso precisare, per un equivoco che si è ingenerato nei media, che la Consob e la Borsa Italiana, alle quali la nostra lettera era stata inviata per conoscenza, non erano tenute ad alcun obbligo di risposta. Ma l'attività in questa materia non si è limitata a quel caso neppure nell'anno passato.

Su un piano più generale, di concerto con alcuni importanti investitori istituzionali stranieri, abbiamo indirizzato giusto un anno fa a tutte le società del MIB 30 una riflessione sulle più urgenti istanze dell'industria del risparmio gestito in vista degli adeguamenti statutari imposti o suggeriti dalla riforma del diritto societario; istanze che hanno raccolto una convinta approvazione da parte di una importante Autorità del nostro sistema finanziario.

Dopo una prima tiepida e contenuta reazione al nostro invito da parte delle società interessate, che celava una sostanziale avversione alle nostre proposte, stiamo ora ricevendo, con l'approssimarsi della stagione assembleare che dovrà necessariamente vedere la approvazione delle modifiche statutarie rese necessarie dal nuovo diritto societario, riscontri positivi sugli adeguamenti da noi suggeriti. Siamo ben consci che molto di questo mutato atteggiamento è dovuto alla riconosciuta necessità di riacquistare fiducia presso gli investitori a seguito degli accadimenti che si sono verificati sul nostro mercato nel recente passato, ma sicuramente torna a nostro merito aver anticipato e aver indicato linee di evoluzione del governo societario che oggi raccolgono il consenso delle imprese. Vuol dire che il nostro lavoro in questa materia non è stato inutile e vano, ma aveva fondamento nelle reali esigenze del mercato.

Resta però da vedere quale è e sarà in concreto la effettiva applicazione delle regole di governo societario che le società si sono date e si daranno. A questo fine abbiamo deciso di acquisire una partecipazione simbolica nelle società del MIB 30 che intendiamo utilizzare per prendere parte attiva ai lavori e ai dibattiti assembleari, non per esprimere una valutazione sulle politiche gestorie ma solo per portare un contributo costruttivo e comunque di approfondimento sulle regole e sulle prassi seguite per il governo delle società. Confidiamo che anche questo

nostro nuovo impegno in materia di corporate governance troverà favorevole accoglienza da parte degli emittenti in ragione dello spirito di sostanziale collaborazione che ha sempre animato il nostro rapporto con loro.

Si tratta di passi, talvolta piccoli, ma che hanno portato e portano avanti la costruzione di un mercato finanziario moderno come luogo di confronto e di formazione di accordi reciprocamente vantaggiosi tra soggetti informati e questi passi saranno ora più ampi a seguito della febbre che ha colpito il nostro mercato a causa delle vicende certamente non edificanti che si sono di recente verificate. Quanto si realizzerà di questo annunciato cambiamento non è facile prevedere, ma questa volta possiamo essere non pessimisti perché è in gioco il futuro stesso del nostro mercato finanziario e nessuno dei suoi partecipanti penso che abbia una vocazione suicida.

Maggiori enzimi di tutela del mercato e dei risparmiatori verranno così immessi nella disciplina del nostro sistema finanziario, ancora sostanzialmente costruita per una prevalente tutela del lato dell'offerta dei prodotti. Una legislazione pensata nella prima metà del secolo scorso per consentire un accentramento decisionale diretto a tutelare l'intermediario, discrezionalmente autorizzato ad operare in un mercato sostanzialmente amministrato, attraverso un controllo che ne garantisca lo svolgimento dell'attività e la sua solvibilità e con ciò, indirettamente, la restituzione del capitale alla clientela.

A questa costruzione sono stati finora apportati solo degli aggiornamenti per renderla compatibile con le nuove esigenze promosse dalla evoluzione e dalla globalizzazione dei mercati finanziari e dalla incidenza delle direttive comunitarie sul nostro ordinamento. Ma la crisi recente che ha colpito il nostro mercato finanziario e che ha generato la condivisa necessità di ristabilire e migliorare la fiducia verso gli emittenti e le istituzioni finanziarie rappresenta una leva forte per introdurre mutamenti sostanziali al modello attuale di regolamentazione, introducendo una tutela effettiva e diretta della domanda, e cioè del risparmio finanziario, che a questo mercato si rivolge con volumi crescenti.

Vediamo infatti, con soddisfazione in verità un po' amara, che viene ora riconosciuta da tutti la necessità, da noi già da lungo tempo affermata, di fornire di prospetto l'offerta al pubblico di ogni prodotto finanziario quale che sia il soggetto proponente, giungendo così all'eliminazione di quella asimmetria informativa che il testo unico della finanza aveva imposto in ossequio al vecchio modello del controllo sull'intermediario finanziario e non incentrato invece sulla trasparenza e su regole di comportamento comuni. Ci auguriamo che la nuova normativa non si presti ad ipocrite elusioni.

Pure con soddisfazione guardiamo alle nuove proposte di disciplina societaria che introducono più ampie e dirette tutele per gli investitori di minoranza. Anche per questo aspetto non sappiamo cosa partorirà la montagna; ma noi comunque continueremo a sollecitare le società affinché introducano esse stesse, in via autonoma, la possibilità di nomina di consiglieri di amministrazione indipendenti attraverso il meccanismo del voto di lista così come previsto per le società pubbliche privatizzate. E così pure riteniamo che nell'ambito del collegio sindacale o del consiglio di sorveglianza debba essere il componente nominato dalle minoranze ad assumere per statuto la presidenza. Infatti, solo accrescendo la dialettica interna del consiglio di amministrazione e aumentando l'efficienza delle funzioni di controllo si potrà sperare di ristabilire la fiducia dei risparmiatori finanziari e degli investitori istituzionali nei confronti delle nostre società e di quelle quotate in particolare.

Crediamo che la regolamentazione debba accompagnare ma non possa surrogare la maturazione dei comportamenti dei protagonisti del mercato. E pertanto non è un caso se abbiamo chiesto a Luigi Zingales, a un economista della scuola di Chicago che più di ogni altra ha sviluppato un forte pensiero dottrinario liberista e orientato al mercato, di esporci le sue tesi, che non sono necessariamente le nostre, sui modi più efficienti per sviluppare il mercato finanziario attraverso la regolamentazione, la quale, come anche la nostra stessa storia ci insegna, è normalmente influenzata, nel suo contenuto finale, da coloro che il mercato controllano e che si oppongono al suo sviluppo e a una partecipazione generalizzata ai suoi benefici.

E qui io mi fermo, ma non prima di avervi ringraziato per la vostra presenza a questo nostro evento assembleare. Mi fermo per non togliere tempo a questo dibattito, il cui interesse si accresce per gli apporti costruttivi di due parlamentari, gli onorevoli Roberto Pinza e Bruno Tabacchi, che al tema della disciplina del nostro mercato finanziario stanno, in questi tempi, dedicando un particolare impegno, nonché per il contributo di dottrina dei professori Guido Ferrarini e Marcello Messori, che proprio oggi, accettando di diventare membri indipendenti del nostro Consiglio Direttivo, consentono di realizzare una delle significative modificazioni del modello di governo della nostra Associazione, che abbiamo appena approvato, e rendono possibile portare all'interno dell'Assogestioni il loro prezioso contributo individuale allo sviluppo della nostra attività a favore del mercato.

Ci è stato riconosciuto di aver ben operato finora; ci proponiamo di fare di più.