

# Crisi finanziaria e tutela del risparmiatore

*Emilio Barucci*

**La crisi pone tre problemi sul fronte della tutela del risparmiatore: il limite dell'attuale assetto di tutela fondato sulla trasparenza-responsabilità, il salto di qualità dei problemi a causa della globalizzazione dei mercati, l'innovazione sul versante delle garanzie da parte del pubblico. Problemi che richiedono una riflessione attenta, evitando sia la morsa della lobby finanziaria sia le istanze ideologiche di ritorno al passato. I primi passi in tema di nuova regolamentazione appaiono ancora troppo timidi.**

Il dibattito sulle origini della crisi finanziaria è animato da diverse tesi. Pur con varie sfumature, vi è accordo sul fatto che la crisi affondi le radici anche in una mancanza della regolazione dei mercati e degli intermediari finanziari. La vulgata vuole che prima della crisi finanziaria sia stato permesso alle banche (commerciali e di investimento) di fare quello che volevano, fino ad assumere rischi eccessivi, che hanno prodotto effetti destabilizzanti per l'intero sistema. La deregolamentazione dei mercati e dell'innovazione finanziaria avrebbe accompagnato questo processo, favorendo le dinamiche destabilizzanti.

Secondo questa interpretazione, la crisi finanziaria sarebbe in ultima analisi un fallimento della regolazione e della supervisione, che hanno permesso al sistema finanziario di assumere rischi eccessivi e non hanno fatto funzionare a dovere i mercati finanziari. In questa ricostruzione manca una valutazione dell'eventuale fallimento della regolazione sul fronte della tutela dei risparmiatori. Il malfunzionamento del sistema finanziario sembra essere tutto interno allo stesso soggetto (banche), coinvolgendo solo marginalmente le famiglie e gli investitori se non per le sue ricadute postume sull'economia reale.

La ragione di questa interpretazione è che in apparenza, a differenza dei casi dei bond Cirio, Parmalat, argentini, il risparmiatore non ha risentito in modo diretto della crisi finanziaria. Ci sono sì stati casi di truffe ai loro danni, ma non rappresentano il cuore degli eventi che abbiamo vissuto negli ultimi anni. A ben guardare, le cose non stanno proprio così: il risparmiatore è stato primattore nella crisi finanziaria, in quanto la sua sottoscrizione dei mutui nel mercato statunitense è all'origine della crisi ed è anche il protagonista in almeno due snodi cruciali degli eventi. In primo luogo anche il piccolo risparmiatore (italiano) deteneva obbligazioni Lehman Brothers e strumenti finanziari più o meno complessi, il cui rendimento era legato a quello delle cartolarizzazioni dei mutui subprime: nel momento in cui i loro prezzi sono crollati, il risparmiatore ha

subito gli effetti della crisi in modo significativo. In secondo luogo i salvataggi più o meno espliciti degli intermediari finanziari da parte dei Governi sono stati guidati in larga parte dall'arbitrio - o meglio dall'emergenza - portando al superamento delle forme di tutela che tradizionalmente vengono riconosciute al risparmiatore nella figura di azionista, depositante, obbligazionista. Non soltanto il possessore di depositi è stato tutelato, ma anche il possessore di obbligazioni, più o meno esplicitamente, così come gli azionisti, sebbene abbiano subito una forte perdita nel valore dei titoli detenuti. Si tratta di un punto cruciale, che è stato profondamente innovativo rispetto alla visione classica sulla tutela dei risparmiatori e che merita un'attenta riflessione. Le misure prese sono in continuità con l'impostazione ante crisi - che puntava sulla trasparenza e la responsabilità dell'investitore - o segnano piuttosto un mutamento sostanziale, con un ritorno a misure di stampo "paternalistico" e il riconoscimento dell'inadeguatezza del precedente assetto?

Questo contributo è articolato in tre sezioni. La prima cerca di indagare sui limiti dell'assetto di tutela del risparmiatore che emergono a seguito della crisi finanziaria. La seconda cerca di individuare le possibili lezioni, nel senso di punti deboli dell'attuale sistema di regolazione e i problemi aperti. La terza si sofferma sui possibili rimedi e offre una valutazione delle misure che si stanno prendendo in tema di regolazione.

## *Il risparmiatore prima e durante la crisi finanziaria*

Il risparmiatore è entrato nella crisi in almeno tre snodi significativi: nella sottoscrizione di mutui; nella detenzione di prodotti finanziari più o meno complessi; nel fallimento degli intermediari finanziari e nella svalutazione dei titoli degli stessi.

### *I mutui subprime*

Considerando il primo aspetto, la sottovalutazione del tema della tutela del risparmiatore nel dibattito sulla crisi finanziaria appare del tutto ingiustificata. Il risparmiatore è all'origine della crisi in quanto sottoscrittore dei mutui subprime. Non si tratta di risparmio quanto di debito, di individui che partecipano ai mercati finanziari e hanno intrattenuto rapporti con intermediari finanziari. Un rapporto - la sottoscrizione di un mutuo - di per sé innocuo che si è, invece, rivelato essere carico di insidie. La ragione delle quali è da ricercare nello sviluppo dei mercati finanziari e nella deregolamentazione dell'attività di intermediazione, che hanno permesso agli intermediari di impacchettare i mutui (assai rischiosi come quelli subprime) cartolarizzandoli e trasferendo ad altri - il mercato e, segnatamente, investitori istituzionali e, almeno in parte, famiglie - i

rischi. È bene precisare che le famiglie che hanno sottoscritto mutui subprime, almeno in prima battuta, non hanno subito un danno dalla crisi. È stata, però, la loro incapacità a rimborsare le rate del mutuo ad aver condotto alla crisi, portando a una svalutazione delle cartolarizzazioni con ingenti perdite per gli intermediari che li detenevano in portafoglio e per i risparmiatori stessi che detenevano in qualche misura titoli legati alle cartolarizzazioni o agli intermediari. Le famiglie in modo indistinto hanno, poi, ovviamente risentito del successivo avvistamento del mercato immobiliare, che ha portato a un abbattimento della loro ricchezza reale. Si badi bene, la globalizzazione-liberalizzazione dei mercati aveva funzionato: i mutui subprime via cartolarizzazioni sono finiti nei bilanci di intermediari in tutto il mondo, colpendo banche anche piccole di Paesi che niente avevano a che fare con il mercato immobiliare statunitense (istituti islandesi, irlandesi, olandesi, tedeschi).

In che senso il rapporto tra sottoscrittore di mutui e intermediari ha presentato dei tratti problematici? A ben guardare non siamo propriamente di fronte a un comportamento scorretto da parte degli intermediari che hanno collocato presso i risparmiatori titoli altamente rischiosi senza un'adeguata informativa, come è successo nel nostro Paese nel caso di *corporate bonds* (vedi casi Cirio e Parmalat). Infatti, manca l'asimmetria informativa tra intermediario e risparmiatore in merito all'operazione, poiché entrambe le parti hanno sottovalutato i rischi dell'operazione. Siamo, però, di fronte anche questa volta a un incontro tra due parti che realizzano uno scambio fuori da termini corretti. Nel caso dei *corporate bonds* i rendimenti erano elevati, ma i titoli presentavano un rischio - quello di fallimento dell'impresa - ben superiore rispetto alla cedola corrisposta.

Il sottoscrittore di mutui subprime, invece, o non era in possesso delle adeguate garanzie o intendeva vivere al di sopra delle sue disponibilità, utilizzando gli immobili come garanzia per prendere a prestito denaro utilizzato per altri scopi. In entrambi i casi, la convinzione che il mercato immobiliare sarebbe continuato a crescere permetteva al proprietario immobiliare di stipulare un mutuo con un rischio di insolvenza limitato. Non era raro che un proprietario immobiliare, di fronte alla crescita del valore degli immobili, estinguesse il mutuo e ne sottoscrivesse un altro per un ammontare superiore. In presenza di un mercato immobiliare destinato a crescere senza flessioni, gli immobili rappresentavano una sorta di garanzia per indebitarsi e soddisfare le esigenze di consumi da parte delle famiglie americane, che vivevano al di sopra delle loro disponibilità: erano una sorta di salvadanaio senza limite. Non a caso negli anni a cavallo del nuovo millennio si osserva che la crescita del mercato immobiliare è andata di pari passo con la crescita dell'indebitamento delle famiglie americane.

D'altro canto la banca che proponeva i mutui aveva interesse ad aumentare il volume di quelli concessi e soprattutto - nel caso optasse poi per la loro cartolarizzazione - era del tutto deresponsabilizzata: aveva, cioè, l'interesse a far sottoscrivere un mutuo a un cliente non solido, in quanto poi il mutuo sarebbe stato ceduto ad altri (i possessori dei titoli cartolarizzati), ricavandone comunque un'elevata commissione sia al momento della sottoscrizione sia

al momento del suo trasferimento ai veicoli incaricati della cartolarizzazione. La banca, in pratica, non avrebbe sofferto alcun nocumento per l'insolvenza di un mutuo che veniva cartolarizzato. Questo aspetto - unito ai contratti che incentivavano gli operatori bancari a incrementare il numero di mutui per alimentare il sistema - ha portato le banche statunitensi ad allentare i criteri per la concessione dei mutui, consentendo a fette della popolazione che prima non si potevano permettere l'acquisto di una casa di tentare questa strada e coronando un sogno che il presidente Bush aveva teorizzato secondo la sua visione di conservatorismo compassionevole: allargare il novero dei proprietari immobiliari.

La crisi dei mutui subprime, dunque, non ha avuto origine soltanto dall'avidità dei banchieri a scapito dei mutuatari, ma dall'incontro di banchieri interessati a produrre un'elevata massa di mutui e di famiglie che vivevano a un livello di vita superiore alle loro disponibilità ed erano, quindi, intenzionate a indebitarsi. Quindi: "avidità" dei banchieri, ma anche stili di vita orientati ai consumi quali quelli della società americana, un'attitudine che negli ultimi anni è stata drogata da una politica monetaria espansiva. L'incontro è stato un "matrimonio di interessi" di cui è difficile stabilire le responsabilità ultime. Alcune interpretazioni della crisi leggono il fenomeno in termini di mancanza di cultura finanziaria da parte delle famiglie. C'è sicuramente del vero: la conoscenza della finanza permette di cogliere i lati oscuri dei prodotti finanziari, ma nel caso specifico niente avrebbe potuto contro una vera e propria campagna culturale e di politica economica che invitava (quasi esplicitamente) i risparmiatori a indebitarsi.

Il secondo snodo è cruciale e riguarda il trasferimento del rischio di credito dalle banche al mercato e ai risparmiatori. Il tema riguarda due diversi aspetti: i titoli cartolarizzati e le obbligazioni degli intermediari finanziari.

I mutui subprime venivano impacchettati in titoli (cartolarizzazioni), il cui rendimento dipendeva dalla frazione dei mutui rimborsati dai mutuatari. Uno stesso lotto di mutui era utilizzato per costruire più di un titolo strutturato (*tranche*), il cui rendimento dipendeva in modo diverso dalla percentuale di mutui rimborsati: le *tranche senior* garantivano un certo rendimento a patto che le insolvenze fossero limitate, le *tranche junior*, invece, cessavano di corrispondere la cedola o perdevano del tutto di valore non appena un ammontare limitato di mutui diventava insolvente. Sfruttando la diversificazione per la presenza di un numero molto elevato di mutui nel lotto, alcune *tranche* presentavano - secondo i modelli utilizzati dalle banche - una modesta probabilità di fallimento e potevano garantire una cedola molto elevata, visto che gli interessi corrisposti dai sottoscrittori di mutui subprime erano molto elevati. Le *tranche* più *senior* (quelle con rating AAA) garantivano un rendimento maggiore rispetto ai bond governativi con il medesimo rating (e, quindi, sulla carta a parità di rischio), generando un'opportunità di arbitraggio che ha permesso ingenti guadagni agli intermediari. Il problema è che il rischio non era stato valutato correttamente.

Come nel caso dei *corporate bonds* di casa nostra, siamo in presenza di una percezione non adeguata del rischio insito nei titoli, un fenomeno che ha colpito

tutto il sistema che partecipava all'immensa giostra dei mercati delle cartolarizzazioni - incluse le banche - e non è andato a scapito in modo preordinato dei risparmiatori. Anche questa volta si tratta del rischio di credito e anche questa volta, almeno in parte, è finito dove non doveva finire: nelle tasche dei piccoli risparmiatori. In linea di principio, i titoli erano acquistati da investitori istituzionali, ma nei fatti sono finiti anche nei portafogli delle famiglie tramite altri titoli, polizze assicurative, fondi comuni di investimento.

### *I corporate bonds*

Il secondo aspetto riguarda le obbligazioni emesse dagli intermediari che sono state collocate anche presso i risparmiatori finali. L'emissione di *corporate bonds* al posto del debito bancario è da sempre stata vista come una prova di maturità del sistema che è capace di valutare il rischio di credito dell'emittente in modo chiaro e di collocarlo presso investitori anche non sofisticati. La crisi mostra quanto questa convinzione sia stata fallace.

Il punto cruciale, che disegna nuovi profili sul fronte della tutela del risparmiatore, è che il rischio di credito - insolvenza dei mutuatari e fallimento delle banche - è stato trasferito dai bilanci bancari al mercato e ai risparmiatori attraverso cartolarizzazioni e obbligazioni. Il fenomeno ha riguardato anche i risparmiatori italiani (alcune decine di migliaia) che hanno acquistato bond Lehman, nella presunzione che fossero a prova di fallimento, o hanno sottoscritto polizze assicurative *index linked* legate al titolo Lehman Brothers.

Alla luce degli eventi c'è da domandarsi se il rischio di credito sia facilmente trasferibile nel mercato e se, quindi, queste operazioni siano opportune. Le banche nascono proprio per ovviare al problema che il rischio di credito (la probabilità che l'affidatario fallisca) non è facilmente apprezzabile da parte degli operatori di mercato non sofisticati. Esse sono, invece, in grado di mettere in atto attività di valutazione e soprattutto di assorbire nei loro bilanci la possibilità dell'insolvenza grazie al volume elevato dei rapporti di credito. La cartolarizzazione permette di ricollocare parte di questo rischio sul mercato e, sfruttando la diversificazione dei *pool* di crediti, si dovrebbe giungere a una più efficiente allocazione del rischio, riducendolo. Questo argomento funziona a patto che il rischio di credito delle cartolarizzazioni sia valutabile in modo corretto. Valutare le potenzialità di un imprenditore (o mutuatario) di ripagare un debito contratto è molto complesso e il rischio è difficilmente quantificabile. La crisi ci mostra che questo esercizio è ancora più arduo quando si deve tenere conto degli effetti sistemici di alcune operazioni e si deve valutare la dinamica del mercato immobiliare che sembrava essere caratterizzato da una continua crescita.

La storia della crisi finanziaria ci mostra che il rischio di credito non era stato valutato in modo corretto: sia i modelli interni delle banche sia le agenzie di credito hanno fallito in modo inequivocabile. Nel caso di queste ultime, ci

sono anche gli estremi per parlare non soltanto di imperizia, ma addirittura di connivenza con le banche che proponevano le cartolarizzazioni.

Siamo, quindi, in presenza di operazioni (stipula di mutui) con il loro rischio di credito che teoricamente non dovrebbero riguardare le famiglie, ma che hanno finito per farlo, in quanto il rischio di credito si è tramutato in rischio di mercato nascosto nei titoli cartolarizzati, nelle polizze assicurative, nei fondi comuni di investimento o *hedge* che investivano in questi *assets*. I risparmiatori si sono ritrovati esposti a questi rischi in modo perlopiù inconsapevole, spesso non sapendo che il fondo investiva in questi *assets* o che la polizza era legata a una particolare società. L'elemento di salvaguardia era rappresentato, come al solito, dalla trasparenza e dal rating degli strumenti (triplo A): alcuni fondi (tipo quelli pensione) sono vincolati a investire in titoli AAA e hanno approfittato delle cartolarizzazioni (apparentemente prive di rischi) per generare un'elevata performance.

La crisi ci mostra quanto siano stati fallaci questi strumenti di garanzia. In merito al primo strumento, gli eventi ci mostrano quanto sia illusorio garantire un investitore nei confronti dei rischi insiti in un titolo tramite la semplice informazione: è stato calcolato che l'informazione completa riguardo ai titoli cartolarizzati avrebbe comportato alcuni milioni di pagine con dati difficili da interpretare e valutare (localizzazione degli immobili). La via di uscita era rappresentata dal bollino di qualità-rating fornito dalle agenzie di rating. La crisi finanziaria - come il caso Enron per gli analisti finanziari - ha mostrato l'impossibilità di delegare a un soggetto privato la "produzione" di informazione e la certificazione della qualità di un emittente. L'esperienza mostra che le possibilità di indurre comportamenti virtuosi per questi soggetti sono limitate: la reputazione gioca un peso assai scarso, vi è un forte incentivo ad assumere comportamenti conformistici e a non svolgere adeguatamente l'attività di *screening* soprattutto in presenza di laute commissioni da parte degli istituti che chiedono di valutare gli strumenti. Più in generale, il rischio di credito è legato a un fatto talmente unico nella vita di una società (il suo fallimento), che è difficile da far veicolare e apprezzare in modo corretto da parte di investitori non sofisticati.

Questo quadro ci mostra i limiti della classica tutela del risparmiatore rispetto a mercati sempre più globalizzati e interconnessi e a rischi (in particolare di credito) difficili da valutare. Liberalizzando l'innovazione finanziaria e i mercati finanziari, le barriere tradizionali a difesa degli investitori sono risultate deboli: un risparmiatore non poteva acquistare direttamente un titolo ottenuto dalla cartolarizzazione di mutui subprime, ma niente gli impediva di acquistare quote di un fondo costituito da fondi che investivano in questi *assets* o di comprare - come è accaduto in Italia - una polizza assicurativa indicizzata all'andamento di titoli islandesi o di Lehman Brothers. Difficilmente un risparmiatore italiano avrebbe acquistato un tempo un'obbligazione Lehman Brothers, ma il discorso è cambiato di recente allorché il titolo veniva consigliato caldamente da un promotore finanziario porta a porta.

## *Il salvataggio delle banche*

Il terzo snodo che ha portato alla ribalta il ruolo del risparmiatore riguarda il fatto che, di fronte a una crisi di questa dimensione, lo Stato è intervenuto per salvare le banche sull'orlo del fallimento in modo esplicito (sottoscrizione di aumenti di capitale e di obbligazioni) o attraverso la garanzia sui depositi o sulle obbligazioni. Poiché una crisi sistemica rischiava di portare al fallimento il sistema della finanza internazionale, gli Stati sono intervenuti andando oltre le misure classiche di tutela degli investitori. A suo tempo, nel caso dello scandalo Parmalat - che rappresentava una truffa tra privati - da più parti fu proposta l'istituzione di un fondo di tutela dei risparmiatori contro le frodi finanziarie. La sua applicazione era talmente problematica che non è stato mai attuato; la crisi finanziaria ha mostrato che questa strada può essere percorsa. Per evitare rischi ben maggiori per il sistema - come quelli che sono seguiti al fallimento di Lehman Brothers - è stato deciso che le banche di grandi dimensioni non potevano fallire. Questo ha portato a un'evidente discriminazione tra obbligazionisti e azionisti di banche di grandi dimensioni e di piccola dimensione e ha condotto a un'eccessiva salvaguardia degli obbligazionisti che hanno scoperto che il rischio di credito era inesistente. Le regole del gioco - anche se a favore del risparmiatore - sono state cambiate in corso d'opera. Cosa succederà adesso? I possessori di obbligazioni di una grande *utility* non finanziaria devono reclamare lo stesso trattamento?

## *Le lezioni da apprendere*

Queste considerazioni sul ruolo degli investitori offrono alcune "lezioni".

In primo luogo l'origine della crisi suggerisce che il binomio trasparenza-informazione non è un adeguato strumento di garanzia del risparmiatore. Non è sufficiente affidarsi alle scelte responsabili dei consumatori in presenza di prodotti finanziari complessi e di stili di vita (come nel caso delle famiglie statunitensi) o preferenze (come nel caso degli investitori italiani che con i *corporate bonds* cercavano un rendimento elevato) che possono portare a risultati non efficienti. Si ripropone con forza il tema della tutela del risparmiatore. Le strade che si prospettano sono il ritorno a vincoli stretti riguardo ai rapporti che intercorrono tra risparmiatori e intermediari o vincoli/incentivi riguardo all'operato degli intermediari, che impediscano loro di "sfruttare" l'ignoranza del risparmiatore o la sua avventatezza.

La seconda lezione va al cuore di quella che è l'impostazione in materia di regolamentazione finanziaria negli ultimi trent'anni. Questa impostazione si basava sul principio che una decentralizzazione dei controlli in capo agli intermediari, unita a una liberalizzazione/deregolamentazione dell'innovazione finanziaria e dei mercati finanziari, fosse in grado di garantire sia un efficiente

funzionamento del sistema sia la sua stabilità. Negli ultimi vent'anni si è passati da sistemi direttivi di controllo nei confronti delle attività degli intermediari a un sistema più leggero di regolazione che permetteva loro di operare nei mercati finanziari, a patto che fossero in grado di valutare i rischi che si assumevano in modo accurato e che si dotassero di un patrimonio adeguato. A fronte di questo principio cardine, si è assistito a una despecializzazione dell'attività di intermediazione con il modello di banca universale che ha preso sempre più piede. Di pari passo abbiamo assistito alla privatizzazione dell'attività bancaria con il suo riconoscimento come attività di impresa e con l'uscita degli Stati dalla proprietà. Questo processo ha reso vane molte misure classiche di tutela del risparmiatore, in quanto i rischi - spesso valutati in modo scorretto - non si sa più dove risiedano anche a causa degli strumenti derivati e di società poste fuori dalla regolazione. La globalizzazione dei mercati e l'innovazione finanziaria rendono inadeguate misure tradizionali, quali quelle che impediscono ai risparmiatori di acquistare taluni prodotti finanziari; la tutela del risparmiatore deve essere spostata a monte e deve essere inglobata in una più generale regolamentazione del sistema finanziario, riconoscendo che la sua stabilità può richiedere una più stretta regolazione che conduca anche a una maggiore efficienza.

La terza lezione riguarda il ruolo dello Stato nel salvataggio delle istituzioni finanziarie. Con la crisi è passato il principio che le grandi istituzioni finanziarie non possano fallire. Un principio che è stato esteso anche ad altri settori, come quello dell'auto negli Stati Uniti e in Germania. Il punto è molto delicato sotto tre profili. In primo luogo, se c'è uno strumento di garanzia pubblica non solo nei confronti dei depositanti, ma anche degli obbligazionisti e degli azionisti delle grandi istituzioni finanziarie, si va a porre una discriminazione tra questi risparmiatori e le stesse figure di investitori in altre società che non godono di queste garanzie. In secondo luogo, questo sistema che sembra a prima vista andare a vantaggio dei risparmiatori, accentua i problemi di *moral hazard* con i manager che saranno portati ad assumere rischi eccessivi. Infine si pone il problema del ruolo che il pubblico deve avere nelle istituzioni finanziarie a fronte della garanzia prestata.

## Qualche rimedio

Le soluzioni a questi problemi aperti potranno essere tecniche, ma i problemi posti sono cruciali ed è auspicabile che portino a una riflessione più profonda.

In primo luogo vi è il tema della capacità del sistema finanziario di autoregolarsi e della regolazione, dell'autorità di vigilanza in seconda battuta di garantire la stabilità del sistema finanziario. In altri termini, occorre tornare a sistemi invasivi sull'attività degli intermediari (e i loro rapporti con i risparmiatori), oppure si può proseguire lungo la strada della decentralizzazione dei controlli e della responsabilizzazione degli operatori? La regolazione incentrata



sugli accordi di Basilea, l'apertura dei mercati, la concorrenza tra gli intermediari, unite alla privatizzazione degli intermediari degli ultimi anni, avevano seguito questa logica. Dopo la crisi finanziaria, la domanda che occorre porsi è se la strada sia giusta. La risposta probabilmente è affermativa, ma con grande attenzione alla regolamentazione, che deve essere ben più severa rispetto a quella attuale, e al sistema di vigilanza, che deve essere assai più efficace. Non occorre inventare cose strane. Le proposte avanzate dal Comitato di Basilea rappresentano un passo nella giusta direzione, ma bisognerà vedere cosa ne uscirà: il primo documento approvato nel mese di settembre di quest'anno sembra segnare un arretramento significativo in favore delle istanze del sistema finanziario. Il motto "più capitali e meno rischi" attende di trovare una sua applicazione severa. La cartina al tornasole saranno i guadagni delle banche: l'attività tradizionale rende poco e, quindi, se torneremo a Roe elevati (*Return on common equity* è un indice di redditività del capitale proprio) vorrà dire che le banche fanno soldi sfruttando opportunità di arbitraggio o attività speculative che debbono essere "limitate". Ci si attende una regolazione che doti le autorità di vigilanza di una capacità di intervenire, rendendole anche meno suscettibili di cattura da parte degli operatori di mercato. Con ogni probabilità si tornerà a regole più severe nel solco di quelle adottate negli ultimi anni con l'aggiunta di un recupero di discrezionalità da parte delle autorità di vigilanza. L'istituzione, recentemente approvata dalla Commissione europea, di autorità di vigilanza a livello europeo prive di poteri reali non è sicuramente un segnale positivo.

Interventi che sembrano taumaturgici - tassazione delle transazioni finanziarie, limitazione dei compensi - sono del tutto inadeguati allo scopo. La via maestra è più capitale, controllo del rischio veramente stringente, limitazione delle attività fuori da mercati regolamentati. Muoversi in questa direzione dovrebbe garantire una tutela al risparmiatore nei confronti dei rischi insiti nella globalizzazione.

Sul fronte dei rapporti intermediari-investitori urge un rispetto meno formale delle procedure di garanzia e una maggiore attenzione da parte dell'autorità di vigilanza. Un occhio particolare dovrebbe essere rivolto ai titoli derivati che i risparmiatori non dovrebbero acquisire se non di fronte ad attività che li giustificano e a un'adeguata valutazione dei rischi. Il problema appare assai rilevante in Italia, dove i prodotti strutturati collocati presso i risparmiatori (180 miliardi di euro) sono più del doppio rispetto all'ammontare collocato in media negli altri Paesi dell'area dell'euro. Per l'Italia si segnala anche l'anomalia del possesso di obbligazioni bancarie da parte delle famiglie, che fa emergere in modo prepotente il tema del conflitto di interesse tra banca e risparmiatore: dobbiamo aspettare che una banca fallisca avendo collocato proprie obbligazioni ai clienti? Un recupero di vincoli imperativi sul punto appare auspicabile. La revisione della Mifid (*Markets in financial instruments directive* è il nome con cui è nota la direttiva 2004/39/Ce) rappresenta una buona opportunità. Al riguardo il Cesr (*Committee of european securities regulators*) ha avviato una consultazione, che dovrebbe portare a una riduzione del novero dei titoli com-

plessi che possono essere collocati senza precauzioni presso i risparmiatori e a un giro di vite sulla definizione di investitore professionale che può operare senza eccessive restrizioni. Le misure vanno nella direzione giusta, ma appaiono ancora troppo timide.

Infine il tema più complesso, quello del ruolo del pubblico nel governare le crisi degli intermediari. Il punto deve essere circoscritto al sistema finanziario e non esteso ad altri ambiti. Si rende necessario un sistema di salvataggio, definito *ex ante* che privilegi in primo luogo strumenti privatistici, cioè nuovi strumenti finanziari che rendano disponibili liquidità e capitali alle banche nel momento del bisogno per evitare il loro fallimento. Il sistema di garanzie pubbliche deve essere limitato il più possibile per gli effetti distorsivi che potrebbe creare. Al riguardo bisogna prendere atto che non vi è più soltanto un problema di tutela dei depositanti, visto il peso delle obbligazioni bancarie nei portafogli delle famiglie: vi è anche il problema della tutela del risparmiatore su questo fronte. Devono essere definite regole di intervento note *ex ante*, che potrebbero prevedere anche l'entrata dello Stato nel capitale. Un'opzione da preferire a quella delle garanzie, che rischia di trasformarsi in un pasto gratis per le banche. Difficile sembra, invece, la strada della tassazione delle attività finanziarie per i limiti nella sua applicabilità e per l'ammontare limitato di risorse che un fondo così formato sarebbe in grado di mettere in campo, un ammontare di risorse del tutto inadeguato a fronteggiare una crisi finanziaria di tipo sistemico.

La crisi pone, dunque, tre problemi sul fronte della tutela del risparmiatore: il limite dell'attuale assetto di tutela fondato sul binomio trasparenza-responsabilità, il salto di qualità dei problemi a causa della globalizzazione dei mercati e della deregolamentazione dell'attività di intermediazione, l'innovazione sul fronte delle garanzie da parte del pubblico. Problemi che richiedono una riflessione attenta, evitando che si sedimenti uno *status quo* - quale quello attuale - che non appare meditato e che eviti sia la morsa della lobby finanziaria sia le istanze ideologiche di ritorno al passato.