



**“LUIGI SPAVENTA. CONTRO GLI OPPOSTI PESSIMISMI  
COME USCIRE DAL DECLINO E DALLA CRISI”**

*A cura di Antonio Pedone*

*Roma, lunedì 22 giugno 2015*

**Intervento di Giuseppe Vegas, Presidente della Consob**

Luigi Spaventa è stato un uomo fuori del comune che ha dato lustro al nostro paese e di cui dobbiamo essere orgogliosi.

Arguto, colto, brillante e ironico allo stesso tempo. E' stato una personalità poliedrica: accademico, economista, editorialista, uomo politico e delle istituzioni, amministratore di importanti gruppi finanziari privati.

Solo Spaventa avrebbe potuto ricoprire con pari professionalità e rigore ruoli e professioni così diverse.

Qui voglio ricordarlo prevalentemente nel suo ruolo di presidente Consob e di esperto di regolamentazione dei mercati finanziari.

In tale veste ha dato prova di una visione ampia e profonda della realtà economica e sociale, ma anche di grande pragmatismo e buon senso. Egli seppe intuire, forse per primo, come norme troppo rigide e burocratiche fossero la colpa principale dei regolatori dei mercati finanziari.

Spaventa è stato presidente Consob dal 1998 al 2003. Insediato all'indomani dell'entrata in vigore del Testo Unico della Finanza, egli ha gestito la delicata fase di redazione dei regolamenti attuativi emanati dalla Consob. Nel corso del suo mandato è stato quindi chiamato a dare prima applicazione al nuovo *corpus* normativo che, per la prima volta, ha disciplinato in maniera organica e completa la materia dei mercati finanziari.

In quegli anni, il mondo della finanza assisteva prima al boom della *new economy* e poi allo scoppio della bolla legata alla quotazione delle aziende cosiddette *dot.com*.

Spaventa non aveva mancato di avvertire dei rischi legati al repentino aumento delle quotazioni azionarie. Infatti, nel discorso al mercato pronunciato nella primavera del 2000, egli si domandava: “*è tutto oro quello che riluce? La capitalizzazione delle imprese neo-quotate a livelli multipli dei prezzi di emissione riflette attese ragionevoli di profitti futuri o non è piuttosto l'effetto della 'esuberanza irrazionale' che il nuovo, purché sia nuovo, suscita nell'investitore?*”.

## CONSOB

Come Presidente Consob egli ha affrontato numerosi temi ancora oggi di grande attualità, a cominciare dall'assetto della regolamentazione e della vigilanza finanziaria in Europa, partendo dalla considerazione, espressa nel suo primo discorso al mercato, che *“Il meccanismo del passaporto europeo, basato sul sistema del riconoscimento reciproco dell'autorizzazione e della vigilanza prudenziale (armonizzate a livello europeo), non basta di per sé a raggiungere l'obiettivo della creazione di un mercato interno completamente integrato. Occorrerebbe infatti una maggiore uniformità, non solo nella regolamentazione, ma anche nell'applicazione delle norme e nelle possibilità di sanzione”*.

E' esattamente quello di cui oggi, a quasi quindici anni di distanza, ancora si discute.

Non a caso, Spaventa fu nominato membro del cosiddetto “Gruppo dei Saggi”, presieduto dal barone Alexandre Lamfalussy, chiamato dalla Commissione europea a ridisegnare le modalità di produzione della disciplina comunitaria. Le proposte del Gruppo diedero vita al metodo di regolamentazione cosiddetto “a tre livelli”, concepito proprio per realizzare la massima convergenza degli ordinamenti nazionali verso regole e prassi uniformi.

Egli aveva ben presente i rischi legati ad un eccesso di regolamentazione e, infatti, pur riconoscendo che una normativa “per principi” avrebbe potuto generare margini di incertezza interpretativa e attribuire eccessiva discrezionalità ai regolatori, egli sottolineava come una normativa “a maglie strette” è *“soggetta a un più rapido tasso di obsolescenza ed è costretta a inseguire le novelle della finanza per tipizzarle con novelle normative”*. Era quindi consapevole del fatto che il legislatore ed il regolatore dovessero percorrere un “sentiero stretto” per disciplinare in modo equilibrato i mercati finanziari.

Più scettico si mostrò, invece, rispetto alla creazione di un regolatore unico a livello europeo, una cosiddetta *European Sec*, per usare le sue parole, forse perché troppo diffidente rispetto agli eccessi della burocrazia. Oggi, dopo le crisi finanziarie e la forte integrazione dei mercati, il dibattito è maturato e vi è la consapevolezza della necessità di un salto di qualità negli assetti di vigilanza: l'esperienza appena avviata della *Banking Union* potrà tracciare la strada per una *Financial Union*, come ho avuto modo di sottolineare in diverse occasioni.

Spaventa fu anche molto attento al mondo delle imprese e allo sviluppo del mercato azionario. Non a caso, decise di pronunciare il suo primo discorso al mercato come presidente Consob, nella sede di Assolombarda, proprio per segnalare la sua sensibilità, non solo verso il mondo delle grandi società quotate, ma anche - e soprattutto - verso quello delle piccole e medie imprese.

Aveva ben chiare le ragioni del mancato sviluppo del mercato azionario domestico: la ridotta dimensione delle imprese, la loro ritrosia ad abbandonare strutture di controllo di tipo familiare, il basso tasso di innovazione tecnologica - che rende meno urgente la necessità di capitale esterno di

rischio – e le caratteristiche del sistema bancario nazionale, troppo incline a forme di finanziamento tradizionale e meno incline o preparato ad offrire servizi di accompagnamento alla quotazione in Borsa.

Si tratta di problematiche che purtroppo ancora permangono nel nostro tessuto economico anche se, adesso, vi è una maggiore consapevolezza dell'importanza del tema per la crescita economica, come testimoniato dall'avvio del progetto della cosiddetta *Capital Markets Union* da parte della Commissione europea.

Spaventa fu anche un attento osservatore dei problemi del diritto societario e della *corporate governance*. Consapevole dei limiti di strutture proprietarie familiari troppo concentrate, così come di quelli delle cosiddette *public companies*. Per lui non vi era dunque un assetto necessariamente ottimale, ma, rispetto ai tentativi di espropriazione degli azionisti di minoranza, per citare le sue parole, “*il migliore disinfettante è la trasparenza*”.

Il volume che oggi viene presentato raccoglie molte interessanti testimonianze della sua lucida e profonda analisi delle cause della crisi finanziaria americana, originata dal settore dei cosiddetti mutui *subprime*.

Ha evidenziato chiaramente i mali da cui era affetto il mercato delle cartolarizzazioni: non contribuiscono necessariamente a redistribuire il rischio di credito, ma possono al contrario portare a pericolose ri-concentrazioni dei rischi stessi. Così, il rischio di credito “esce dalla porta per rientrare dalla finestra”, per usare ancora una sua efficace espressione. I fallimenti di Lehman Brothers e Bear Stearns ne sono stati la drammatica la prova.

Ha sottolineato come l'ingrediente fondamentale dei mercati finanziari sia la fiducia: un bene preziosissimo, perché si costruisce con tempo e fatica, ma poi si può distruggere in attimo. E' forse questa la lezione più importante che ci ha lasciato la crisi finanziaria americana.

Aveva capito che “*la notte potrebbe essere lunga*”. Infatti, siamo ancora qui, dopo quasi dieci anni, a pagare ancora le conseguenze di quei peccati originali, dell'avidità del mercato e dell'inerzia dei regolatori.

Non è stato tenero con le Autorità di controllo Usa - parlando di “*sonno della vigilanza*” - perché catturate dai soggetti vigilati o non in grado di tenere il passo con l'innovazione finanziaria. Ma è stato non meno tenero con i suoi colleghi economisti, rei di non essersi resi conto “*che il sistema finanziario aveva intrapreso un percorso insostenibile che alla fine avrebbe condotto ad una crisi*”. Una critica che arrivava a mettere in discussione le stesse basi della scienza economica, incapace di fornire adeguati modelli previsivi.

Era un uomo severo, con se stesso e con gli altri, ma dotato anche di una grande ironia (ed auto-ironia).

## CONSOB

In un articolo raccolto nel libro del Prof. Pedone (pag. 74) dal titolo “*Dove si nascondono gli intellettuali*”, Luigi si chiede innanzitutto chi siano gli intellettuali. Dopo aver consultato le definizioni contenute nei dizionari (italiani ed inglesi) per rispondere a questa domanda, conclude con un invito alla categoria dei supposti intellettuali a non sentirsi in dovere di esprimersi su tutto, ma solo sulle materie da essi studiate ed approfondite, limitandosi ad apprendere sulle altre.

Facendo così propria l’ultima proposizione del *Tractatus logico-philosophicus* di Ludwig Wittgenstein, per il quale “di ciò di cui non si può parlare, si deve tacere” (“*Wovon man nicht sprechen kann, darüber muß man schweigen*”). Tesi anch’essa esemplare per sintesi e chiarezza.

Forse questo rimane ancora un monito per noi tutti. La sua ultima lezione di rigore e serietà.