

UNIVERSITA' DI CAGLIARI

*"CRISI DEI MERCATI
TRA DIAGNOSI E TERAPIA"*

*INTERVENTO
DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB
LAMBERTO CARDIA*

CAGLIARI, 2 OTTOBRE 2009

L'origine della crisi

La crisi che i mercati stanno tuttora vivendo parte da lontano.

La sua origine "storica" va ricondotta agli inizi del 2006, quando si espande progressivamente negli Stati Uniti il mercato di crediti di cattiva qualità, prevalentemente mutui sulle abitazioni (mutui *subprime*).

Contestualmente gli intermediari iniziano ad incorporare tali crediti in strumenti finanziari e a negoziarli sui mercati internazionali (c.d. operazioni di cartolarizzazione), utilizzando sofisticati modelli matematici ed "illudendosi" di redistribuire i rischi assunti presso vaste platee di investitori.

Rendendo sempre più marginale l'attività bancaria tradizionale, fondata sulla conoscenza delle caratteristiche e della solvibilità dei soggetti ai quali si concedono prestiti, gli intermediari bancari adottano progressivamente strategie che mirano all'aumento delle "quantità" negoziate, ossia alla massimizzazione dei risultati grazie alla crescita dei volumi intermediati e delle relative commissioni.

La valutazione e la gestione della "qualità" dei debitori non sono più percepite come centrali, nell'assunto che - grazie alle cartolarizzazioni - i debiti e i relativi rischi possano circolare al di fuori dell'intermediario bancario e non gravino quindi più sullo stesso.

E' un'epoca di astrazione quantitativa e di perdita di conoscenza qualitativa, un'epoca in cui l'avidità allontana la finanza dal principio di consapevolezza e dal giusto contatto con la realtà economica. E questa può considerarsi l'origine "culturale" della crisi.

Il matematico Nobel per l'economia John Nash, in occasione del Festival della Matematica svoltosi a Roma dal 19 al 22 marzo 2008, ha dichiarato che la responsabilità di aver trascinato il mondo nel baratro è di chi ha usato i modelli matematici per costruire strumenti finanziari "in modo avido e irrazionale".

Il mercato dei titoli cartolarizzati, a causa dei numerosi passaggi distributivi e della ridotta standardizzazione dei contratti, si caratterizza per essere opaco e poco liquido, come tale non in grado di esprimere prezzi che rappresentino in modo affidabile il valore economico degli strumenti negoziati.

Tuttavia, la fase espansiva dell'economia mondiale consente di non porsi troppe domande sulla bontà delle strategie adottate ed è solo il cambiamento del quadro macro-economico che determina la brusca interruzione del fenomeno.

La riduzione del valore degli immobili e la crescita dei tassi di interesse determina un significativo aumento delle insolvenze sui mutui ipotecari, con una immediata ripercussione negativa sul valore dei titoli garantiti dai crediti relativi a tali mutui.

Le fasi della crisi

Nei primi mesi del 2007, negli Stati Uniti, numerosi intermediari specializzati nella concessione di mutui *subprime* vengono travolti dalle insolvenze dei debitori.

La banca HSBC - uno dei maggiori istituti di credito a livello mondiale - dichiara di aver subito gravi perdite.

L'attenzione degli analisti si sposta quindi sul successivo anello della catena, rappresentato dai prodotti finanziari strutturati che inglobano mutui *subprime* e da organismi fuori-bilancio costituiti di regola dalle banche e specializzati nell'investimento in tali prodotti.

Nel mese di luglio 2007 l'iniziale ottimismo delle agenzie di *rating* cede il passo a valutazioni sempre più allarmanti: il giudizio relativo a migliaia di prodotti finanziari strutturati passa rapidamente da positivo a negativo, con immediate ripercussioni sui detentori di tali strumenti.

Ad agosto dello stesso anno, iniziano i primi problemi anche nel settore dei fondi speculativi (*hedge funds*) che utilizzano ampiamente la leva finanziaria e che sono stati penalizzati sia dalla crisi di liquidità che ha indotto le banche a non concedere credito sia dalla rapida discesa dei corsi di borsa che ha ridotto sensibilmente il valore dei titoli in portafoglio. Per fare fronte alle richieste di rimborso gli *hedge funds* (ma anche gli altri investitori istituzionali) si

sono trovati a dover liquidare i propri investimenti sui mercati contribuendo all'avvitarsi della crisi e alla caduta delle borse mondiali.

In questo periodo la banca d'affari statunitense Bear Sterns vede praticamente azzerato il patrimonio di due suoi fondi speculativi. Anche istituti di credito europei iniziano ad affrontare le prime situazioni di difficoltà (Deutsche Bank è costretta a tagliare linee di credito e BNP Paribas deve sospendere i riscatti dei titoli emessi da tre suoi fondi).

La situazione di crescente incertezza spinge a un forte rialzo i tassi interbancari sia negli Stati Uniti che in Europa e tra il 9 e il 10 agosto 2007 la BCE e la FED devono procedere a ingenti immissioni di liquidità, rispettivamente per 156 miliardi di euro e 62 miliardi di dollari.

Nelle settimane successive, il progressivo aggravarsi della crisi dei *subprime* - cui sono esposte anche primarie banche d'investimento internazionali come Goldman Sachs e Barclays - induce la FED ad ulteriori iniezioni di liquidità.

Emblematico è quanto avviene il 14 settembre 2007, quando la banca britannica Northern Rock chiede aiuto al Governo per fronteggiare una temporanea crisi di liquidità: la notizia genera una "corsa agli sportelli" d'antica e triste memoria, che si conclude solo quando il Governo britannico garantisce ufficialmente la liquidità e l'integrità dei depositi.

A gennaio 2008, all'elenco dei colossi bancari coinvolti dalla crisi si aggiunge Citigroup. Negli Stati Uniti e nel mondo iniziano a

diffondersi i primi timori che la crisi si estenda dal settore finanziario all'economia reale.

Durante il primo semestre del 2008 la crisi continua ad espandersi, ma è nel mese di settembre che si innesca una spirale di eventi drammatici.

Il giorno 7, il Tesoro degli Stati Uniti assume il controllo di Fannie Mae e Freddie Mac, i due istituti finanziari specializzati nella cartolarizzazione di mutui ipotecari che nel corso dell'anno avevano accumulato perdite per circa 14 miliardi di dollari.

Pochi giorni dopo il Governo statunitense decide di non intervenire per salvare la banca d'affari Lehman Brothers, che il 15 settembre presenta domanda di ammissione al cd. "Chapter 11", dichiarando sostanzialmente "fallimento". È il più grande fallimento bancario della storia degli Stati Uniti, che produrrà immediatamente gravissime conseguenze a livello mondiale, come vedremo meglio tra poco.

Sempre il 15 settembre 2008 un'altra grande banca d'affari, Merrill Lynch, viene acquistata da Bank of America, mentre il giorno successivo (16 settembre) il colosso statunitense delle assicurazioni AIG - *American International Group* viene di fatto nazionalizzato, mediante acquisto del 79,9% del suo capitale da parte della FED e del Governo.

Mentre negli Stati Uniti si studia un piano complessivo di salvataggio degli istituti di credito in crisi, che verrà infine approvato all'inizio di ottobre, in Europa si susseguono iniziative di sostegno alle banche: i Governi del Benelux nazionalizzano

parzialmente il gruppo bancario-assicurativo Fortis, i Governi di Francia, Belgio e Lussemburgo intervengono per ricapitalizzare il gruppo Dexia, la Gran Bretagna nazionalizza la banca Bradford & Bingley; stessa sorte subirà il 28 novembre la Royal Bank of Scotland.

Dall'autunno 2008 ad oggi si susseguono i piani nazionali di intervento pubblico straordinario, tutti volti alla stabilizzazione dei mercati finanziari. Vengono adottate misure eccezionali in tutto il mondo, dagli Usa, all'Europa, alla Cina, all'Australia. Le misure contemplano iniezioni di liquidità, interventi di ricapitalizzazione del sistema bancario, garanzia statale dei depositi bancari e dei debiti assunti dalle banche per ottenere liquidità.

In Europa vengono in evidenza alcune iniziative di rilevante entità finalizzate al sostegno pubblico dell'economia e in particolare di grandi gruppi finanziari. Nel gennaio 2009 i partiti della grande coalizione al governo in Germania si accordano per un secondo piano di rilancio dell'economia, pari a 50 miliardi di euro su due anni. Pochi giorni dopo il governo tedesco sottoscrive un aumento di capitale di Commerzbank per 10 miliardi di euro, divenendo così il principale azionista della seconda banca del Paese.

In Gran Bretagna nello stesso periodo viene annunciato il secondo piano a sostegno del settore finanziario che prevede il potenziamento delle garanzie statali sulle passività e ulteriori misure di supporto alla liquidità.

In Olanda, viene concessa la garanzia statale sulle attività del gruppo ING per un valore di quasi 30 miliardi di Euro.

L'Italia, in sintonia con le decisioni assunte in ambito europeo, adotta una strategia volta a sostenere innanzitutto un sufficiente livello di liquidità alle istituzioni creditizie e successivamente adeguati strumenti di supporto all'industria¹.

Va osservato che l'economia italiana è meno "finanziarizzata" rispetto alle economie dei principali paesi industrializzati e che ad un elevato debito pubblico corrisponde un basso debito privato. Queste caratteristiche, che per alcuni versi hanno reso il nostro mercato finanziario meno dinamico ed innovativo, hanno tuttavia attenuato l'impatto generale della crisi.

Il crollo della fiducia

¹ Il 3 dicembre 2008 viene convertito in legge il D.L. n. 155 del 9 ottobre 2008, recante "Misure urgenti per garantire la stabilità del sistema creditizio e la continuità nell'erogazione del credito alle imprese e ai consumatori, nell'attuale situazione di crisi dei mercati finanziari internazionali". Tale provvedimento, in particolare, autorizza il Ministero dell'Economia e delle Finanze a sottoscrivere o garantire aumenti di capitale deliberati da banche italiane che presentano una situazione di inadeguatezza patrimoniale accertata dalla Banca d'Italia, nonché a concedere la garanzia dello Stato sulle passività delle banche italiane. Successivamente, il 28 gennaio 2009, viene convertito in legge il D.L. n. 185 del 29 novembre 2008, recante "Misure urgenti per il sostegno a famiglie, lavoro, occupazione e impresa e per ridisegnare in funzione anti-crisi il quadro strategico nazionale". Tale testo normativo, all'art. 12, istituisce i cd. "Tremonti bond", strumenti finanziari speciali che possono essere emessi da banche italiane quotate o da società quotate capogruppo di gruppi bancari italiani e la cui sottoscrizione è riservata al Ministero dell'Economia e delle Finanze. La sottoscrizione degli speciali strumenti finanziari da parte del Ministero è subordinata, tra l'altro, all'impegno, da parte della banca, di garantire un determinato livello di accesso al credito per le famiglie e le piccole e medie imprese.

Nello svolgersi della crisi, è risultato chiaro che molti intermediari e investitori istituzionali non disponevano di modelli autonomi di valutazione del rischio e che, per tale motivo, i giudizi espressi dalle società di *rating* erano diventati il principale riferimento.

Spostata quindi l'attenzione sulla validità del lavoro delle agenzie di rating, è emerso che esse stesse non disponevano di modelli di valutazione adeguati alle caratteristiche dei nuovi strumenti finanziari e che i loro giudizi, anziché essere imparziali, erano fortemente condizionati dalla presenza di conflitti di interessi.

Vale la pena *per incidens* di ricordare che, nell'ambito della procedura di monitoraggio detta "Patti Chiari" sponsorizzata dall'Abi, i titoli obbligazionari Lehman Brothers subito prima del default erano inseriti nell'elenco dei titoli a basso rischio di credito. Tale procedura era infatti fondamentalmente basata sul giudizio delle agenzie di rating. Successivamente al default Lehman Brothers è stata sospesa l'elaborazione di tali elenchi e avviata la revisione di tutta la procedura.

La difficoltà di conoscere la reale dimensione dei rischi e l'effettiva esposizione dei singoli intermediari inizia a minare la fiducia degli investitori nello stesso funzionamento del sistema finanziario.

La forte e generalizzata incertezza che si diffonde rapidamente determina un aumento indiscriminato del costo del finanziamento per le banche e fortissime tensioni sul mercato interbancario.

Il sistema bancario diviene così l'anello di trasmissione della crisi che, nata nel segmento dei mutui, contagia velocemente l'intero sistema finanziario.

La crisi di liquidità sul mercato dei titoli cartolarizzati si trasforma infatti in una crisi di liquidità bancaria che a sua volta si ripercuote sui mercati azionari, che comunque continuano a garantire la possibilità di disinvestire titoli acquisendo liquidità.

Per gli intermediari più esposti, infatti, le forti svalutazioni degli strumenti finanziari in portafoglio determinano una significativa erosione del patrimonio, inducendoli a disinvestimenti e a richieste di capitali freschi, con ulteriori effetti di avvitamento della crisi e di contenimento del credito agli investimenti.

Il canale di trasmissione degli effetti della crisi finanziaria verso l'economia reale è connesso al fatto che la fragilità degli assetti patrimoniali del sistema bancario può comportare una stretta creditizia che incide negativamente sulle prospettive di crescita e di redditività delle imprese non finanziarie, riducendo le possibilità di investimento e innescando un circolo vizioso con effetti negativi sulla crescita e sull'occupazione.

Anche le famiglie, la cui avversione al rischio aumenta fortemente in fasi di incertezza, indirizzano il proprio risparmio

verso strumenti molto liquidi, quali i titoli di Stato, e preferibilmente con scadenze brevi. La possibilità di collocare obbligazioni sul mercato diventa sempre più difficile ed onerosa.

Anche le difficoltà di rifinanziamento della raccolta a medio e lungo termine del sistema bancario incidono in modo negativo sulla possibilità di accordare credito al settore produttivo.

Incominciano così ad emergere segnali di irrigidimento degli standard di concessione dei prestiti da parte delle banche; allo stesso tempo, le condizioni del mercato dei capitali rendono complesse e onerose le operazioni di raccolta azionaria e obbligazionaria, soprattutto per le imprese più piccole e con più basso merito di credito.

Gli equilibri finanziari delle imprese iniziano a vacillare con effetti di amplificazione della crisi e conseguenze molto negative sui progetti industriali e sull'occupazione.

I principali indicatori di attività economica e di fiducia dei paesi G7 sono tutti orientati al negativo, anche se compaiono i primi timidi segnali di un'inversione di tendenza.

Andamento delle borse

L'andamento dei corsi azionari nei principali Paesi avanzati è stato caratterizzato da dinamiche simili nel corso del 2008 e nei primi nove mesi del 2009 ed ha riflesso il generale clima di incertezza collegato allo sviluppo della crisi.

Lo S&P500², il Dow Jones Euro Stoxx³ e l'FTSE/MIB⁴, infatti, hanno subito una forte flessione dal 1^o gennaio 2008 al 10 marzo 2009: le variazioni sono state pari rispettivamente a -65%, -51% e -57%.

Successivamente, dall' 11 marzo 2009 alla metà di giugno 2009, i corsi azionari hanno vissuto alcune settimane di ripresa soprattutto in Italia (+46% per il FTSE/MIB, + 28% per lo S&P500 e + 26% per il Dow Jones Euro Stoxx).

Dopo un mese di andamenti di nuovo negativi⁵, dalla metà di luglio 2009 fino al 29 settembre 2009, i corsi azionari nei principali Paesi avanzati hanno registrato ulteriori incrementi (+32% per il FTSE/MIB, +21% per lo S&P500 e +27% per il Dow Jones Euro Stoxx).

Anche la volatilità dei corsi, che misura il livello di oscillazione degli andamenti nel tempo, dopo aver raggiunto un punto di

² Si tratta dell'indice realizzato da Standard & Poor's nel 1957 che riflette l'andamento di un paniere di titoli delle 500 aziende statunitensi a maggiore capitalizzazione, negoziate sul New York Stock Exchange (Nyse), sull'American Stock Exchange (Amex) e sul Nasdaq. È universalmente considerato l'indicatore più rappresentativo dell'andamento del mercato azionario USA.

³ Si tratta dell'indice che rappresenta l'andamento delle 50 società principali dell'Eurozona ed è considerato il parametro di riferimento sintetico per valutare l'andamento del mercato europeo.

⁴ Si tratta dell'indice che ha sostituito dal giugno 2009 lo S&P Mib dopo la fusione di Borsa Italiana con il London Stock Exchange. È stata mantenuta la stessa metodologia di calcolo e lo stesso numero di titoli che compongono il paniere (40 società che rappresentano circa l'80% della capitalizzazione). Il Mibtel è stato sostituito dal Ftse Italia All Share che rappresenta l'andamento complessivo del mercato, essendo costituito da un paniere di 250 titoli.

⁵ Dalla metà di giugno 2009 fino al 12 luglio 2009 gli indici hanno perso il 12% in Italia, il 6% negli Usa e l'8% nell'area euro.

massimo in corrispondenza del *default* Lehman, si è progressivamente riportata sui livelli di inizio 2008.

Il recente andamento positivo dei mercati e la riduzione della volatilità nei principali Paesi avanzati vanno ricondotti principalmente ai segnali di miglioramento, o quanto meno di inversione della tendenza recessiva, dello scenario macroeconomico, nonché alle politiche di sostegno dell'economia adottate dai Governi finalizzate ad attenuare l'impatto della crisi di liquidità e di concessione del credito.

La Commissione Europea ha stimato un tasso di crescita negativo nel 2009 per i principali Paesi dell'Unione, ma ha prospettato per il 2010 un aumento del Pil, dovuto principalmente all'attesa di ripresa delle economie in Asia, in Giappone e negli Stati Uniti, oltre che ai citati interventi di sostegno pubblico.

Per quanto riguarda l'Italia, secondo la Commissione Europea le aspettative di ripresa del Pil vanno ricondotte al miglioramento del clima di fiducia nel settore manifatturiero e alla crescita dei consumi favorita dal basso livello di inflazione.

* * *

La crisi e le regole

La crisi ha dimostrato *ex post* che le regole che governano la finanza internazionale non sono adeguate a cogliere tempestivamente i rischi di stabilità e liquidità del sistema.

Va premesso che il diritto dei mercati finanziari è uno dei settori dell'ordinamento più sensibili al fenomeno della internazionalizzazione. I mercati finanziari sono ormai operativamente integrati e su di essi operano soggetti attivi su scala mondiale.

Questa crescente integrazione tra i mercati mondiali ha innescato un moto di convergenza verso una base di regole comuni che consentisse di non far scomparire le piazze finanziarie meno competitive sul piano dei costi della regolamentazione.

In questo processo è tuttavia prevalsa nelle sedi internazionali la cultura giuridica propria dei Paesi anglosassoni, privilegiati nei negoziati dalla maggiore forza delle rispettive comunità finanziarie.

Normazione per principi generali, prassi di vigilanza attente alle esigenze dell'industria, fiducia incondizionata nell'autodisciplina e nell'innovazione finanziaria contraddistinguono l'approccio anglosassone della *common law*, che fa proprio ed esalta l'obiettivo di preservare la posizione competitiva del sistema finanziario⁶.

⁶ Negli Stati Uniti ad esempio il settore delle banche d'investimento, che ha innescato il processo di crisi, ha potuto beneficiare di ampi margini di espansione dell'attività, grazie ad una cultura fortemente favorevole alla deregulation. Tale cultura, fiduciosa nella capacità di autodisciplina dei mercati, è stata successivamente e velocemente importata in Europa, in virtù della forza assunta dagli intermediari anglosassoni sui mercati europei e mondiali e del peso avuto dai Paesi di matrice anglosassone nei negoziati per l'emanazione delle regole comunitarie. Le banche di investimento americane hanno espanso la propria operatività sul mercato europeo, tramite

La crisi finanziaria insegna invece che gli assetti istituzionali e normativi devono porre al centro delle regole l'obiettivo della protezione degli investitori, perché solo in tal modo si preserva la fiducia nei mercati, presupposto fondamentale per creare o ripristinare condizioni di stabilità nel finanziamento del mondo produttivo.

L'avvio di un processo anche culturale di revisione di un approccio totalmente favorevole alle liberalizzazioni è la prima conseguenza positiva dei drammatici eventi succedutisi negli ultimi due anni.

Tale processo può oggi svolgersi secondo un *iter* democratico che veda una partecipazione paritaria dei paesi dove si forma il risparmio e di quelli dove tale risparmio viene intermediato.

E' necessaria una forte volontà politica per condurre a termine un percorso che, alla fine, comporterà inevitabilmente una riduzione delle discrezionalità e delle competenze nazionali. La rinuncia alla sovranità nazionale relativamente a taluni ambiti della disciplina e della vigilanza sui mercati finanziari è coerente con il perseguimento di un bene comune per la comunità mondiale.

L'amministrazione degli Stati Uniti sta compiendo notevoli sforzi in questa direzione.

L'Europa ha dimostrato una nuova determinazione con l'approvazione da parte della Commissione Europea lo scorso 23

l'insediamento di società – con sede a Londra - che potevano commercializzare servizi e prodotti in tutta Europa fruendo delle possibilità offerte dalle regole del mercato unico (libera prestazione dei servizi e “passaporto europeo”). La normativa comunitaria lascia, infatti, margini di intervento assai limitati alle Autorità dei Paesi ospitanti.

settembre di un progetto di riforma istituzionale della vigilanza sui mercati finanziari che dovrà portare ad una più compiuta armonizzazione delle regole e degli interventi pubblici, per assicurare condizioni omogenee di protezione degli investitori e prevenire arbitraggi regolamentari.

Gli accordi di cooperazione e scambio di informazioni su basi volontarie e bilaterali, pur ispirati a standard comunitari, non hanno infatti consentito di gestire in modo efficace i complessi problemi generati dalle difficoltà economico-finanziarie di importanti operatori con attività transnazionale.

Inoltre, nei rapporti con gli Stati Uniti si è avvertita l'assenza di un interlocutore unico europeo, fatta eccezione per l'attività svolta dalla Banca Centrale Europea. Rapporti diretti - anche per lo scambio di informazioni utili alla gestione della crisi - sono stati invece instaurati con singoli Paesi europei.

E' da considerare inoltre che attualmente il mercato europeo è caratterizzato dalla polarizzazione degli operatori attivi su base *cross-border* su un numero molto limitato di centri finanziari: il Regno Unito per i prestatori di servizi di investimento ed Irlanda e Lussemburgo per la gestione collettiva del risparmio e la raccolta di capitale di debito e di prodotti strutturati.

Per alcuni Paesi l'industria finanziaria rappresenta un asse portante dell'economia nazionale, per cui è dato ipotizzare una diffusa opposizione a rinunciarvi in nome dell'Europa. Su questo piano si giocherà sostanzialmente la partita delle riforme

istituzionali per le autorità di vigilanza sui servizi finanziari e sui mercati.

Le prospettive di riforma in Europa

Come detto, il 23 settembre la Commissione Europea ha presentato le proposte di regolamento⁷ che istituiscono e disciplinano l'attività delle nuove Autorità di vigilanza europee (*European Supervisory Authorities - ESA*) e del Consiglio europeo per il rischio sistemico (*European Systemic Risk Board - ESRB*). Tali proposte dovranno essere successivamente adottate da Parlamento e Consiglio secondo la procedura di co-decisione.

La Commissione Europea e la presidenza pro-tempore svedese del Consiglio intendono imprimere la massima accelerazione possibile alla riforma, affinché il nuovo sistema possa essere operativo già all'inizio del 2011.

Per raggiungere tale risultato, sarà necessario superare un approccio condizionato - in positivo o negativo - dalle specificità di alcuni sistemi finanziari domestici, trovando un bilanciamento di interessi che ripartisca in modo equo ed equilibrato sacrifici di tradizioni e prassi di regolamentazione nazionali. Elemento

⁷ Rilevante contributo di studio e di orientamento era stato fornito in precedenza dal c.d. gruppo de Larosière che ha rassegnato le proprie raccomandazioni alla Commissione - oltre che al Parlamento e al Consiglio europeo - il 25 febbraio 2009.

unificante dovrà essere trovato nei principi di tutela dei risparmiatori e di trasparenza e correttezza dei mercati.

L'architettura di vigilanza proposta dalla Commissione Europea si fonda su due pilastri:

1. l'istituzione di un **Consiglio europeo per il rischio sistemico** (ESRC), deputato alla vigilanza macro-prudenziale e alla diffusione, ove necessario, di allarmi preventivi per la stabilità del sistema finanziario UE e di raccomandazioni specifiche, seppur non vincolanti; in tale organismo, che rappresenta una reale innovazione nel panorama europeo, siederebbero i governatori delle banche centrali, il governatore della BCE e i presidenti delle nuove autorità europee di vigilanza finanziaria;
2. l'istituzione del **Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria** (ESFS), costituito da una rete (network) delle autorità di vigilanza nazionali - aggregate in tre nuove Autorità europee di settore⁸ frutto della trasformazione degli attuali Comitati di Livello 3 (CESR, CEBS e CEIOPS) - deputata alla salvaguardia della solidità delle singole imprese finanziarie e alla protezione degli investitori.

⁸ Le tre nuove autorità saranno dotate di personalità giuridica e si chiameranno European Banking Authority, European Insurance and Occupational Pension Authority e European Securities Authority.

Secondo il progetto della Commissione le Autorità potranno emanare regole vincolanti al fine di addivenire ad un “libro unico delle regole europee”.

Esse potranno anche intervenire in caso di manifesta violazione del diritto comunitario, emanando raccomandazioni vincolanti per le autorità nazionali.

Poteri di vigilanza pieni (compresi poteri di natura autorizzatoria e ispettiva) saranno previsti solo nei confronti di soggetti la cui attività è strutturalmente transfrontaliera, quali le agenzie di rating e le stanze di compensazione.

La vigilanza su singoli operatori rimane infatti affidata alle singole autorità nazionali.

Le ragioni sottostanti a detta decisione sono da ricercarsi innanzitutto nella prossimità rispetto ai soggetti vigilati e agli utenti dei servizi finanziari.

Inoltre, per quanto riguarda gli aspetti di solidità patrimoniale degli operatori, è determinante la circostanza che le decisioni di eventuali interventi di sostegno rimangono inevitabilmente a carico dei bilanci statali e quindi dei contribuenti dei singoli paesi, rispetto ai quali la legittimazione impositiva non può che essere ricondotta ai Governi e ai Parlamenti nazionali.

Rimane ugualmente impregiudicata la massima discrezionalità degli Stati nel disegnare i propri sistemi sanzionatori.

Allo stato attuale non è ipotizzabile il trasferimento della sovranità delle decisioni di intervento pubblico dal livello nazionale a quello europeo. Sarebbe infatti necessario prefigurare una riforma strutturale della natura istituzionale delle nuove Autorità, affidando loro competenze dirette su soggetti nazionali individuali e rivedendo contestualmente il sistema generale delle responsabilità istituzionali e politiche.

Nelle nuove Autorità rimarranno quindi centralizzate competenze volte a promuovere regole armonizzate e prassi uniformi di vigilanza e applicazione delle norme.

Continuano ad operare e saranno centrali nella nuova architettura i c.d. “collegi di supervisori”, costituiti dai rappresentanti delle autorità nazionali competenti a diverso titolo sulle attività di singoli operatori transfrontalieri .

Tali collegi fino ad oggi hanno svolto un'attività di raccolta accentrata di informazioni e di massimo coordinamento degli interventi di vigilanza; il loro concreto operare è rimasto però condizionato al consenso e all'iniziativa successiva delle singole autorità nazionali coinvolte nella vigilanza.

Per questi motivi, la riforma sottolinea la necessità di un potenziamento dei collegi, prevedendo che le nuove Autorità europee assumano un ruolo incisivo per favorire il consenso all'interno del collegio, componendo eventuali divergenze ed orientando le decisioni.

Lo scorso 16 settembre, nel corso di un'audizione alla Camera dei Deputati, ho avuto modo di esporre le mie considerazioni sul progetto di riforma che ho ora illustrato.

Innanzitutto, il progetto costituisce un punto di partenza realistico e pragmatico, anche se certamente non perfetto. Le sue finalità sono per alcuni aspetti ambiziose, ma per la loro realizzazione occorre una forte determinazione politica. È necessario cogliere l'attimo e far partire adesso il motore delle riforme prima che lo slancio in tal senso si affievolisca. Sarebbe un'occasione perduta lasciare che prevalga la forza d'inerzia, adagiandosi sui primi segnali di una ripresa economica ancora incerta.

Come sempre, si dovrà prestare particolare attenzione agli aspetti - solo apparentemente di natura operativa e applicativa - attraverso i quali si imprimono alla realtà connotati più o meno virtuosi; aspetti quali l'organizzazione, il funzionamento, l'indipendenza e il finanziamento delle nuove autorità, le competenze reali delle diverse istituzioni comunitarie anche rispetto ai singoli paesi membri, la scelta delle persone chiamate all'opera e lo spirito con cui opereranno.

* * *

La riforma delle regole globali: i lavori del G20

La riforma a livello europeo si inserisce in un contesto di ampia revisione dell'architettura della vigilanza e delle regole dei mercati globali e di ridefinizione dei ruoli dei vari organismi internazionali nonché dei vari paesi/regioni all'interno di questi organismi.

Si tratta di una tendenza avviata già con la decisione assunta nell'autunno 2008 di dare un ruolo prominente al G20⁹ in materie economiche, ossia in aree trattate in precedenza principalmente dal G8. Tale orientamento è stato confermato dall'allargamento del Comitato Tecnico della IOSCO ai Bric (Brasile, India e Cina) nel febbraio 2009 e, successivamente, dall'ampliamento dei partecipanti e del ruolo del Financial Stability Board.

Inoltre, sono state nuovamente avanzate autorevoli proposte su variazioni da apportare alla *governance* del Fondo Monetario Internazionale e della Banca Mondiale per consentire ai citati Bric ed ai paesi emergenti di assumere un ruolo commisurato al loro peso nel sistema economico e nel commercio mondiale. E' evidente come ciò finirà per determinare un ridimensionamento del ruolo dei singoli Paesi europei che potrà essere compensato solo dall'autorevolezza di istituzioni centralizzate europee in rappresentanza dell'intera Unione Europea (a sua volta nell'insieme una parte rilevante del pil mondiale).

⁹ Il G20 nasce nel 1999 come sede di confronto e coordinamento sui principali temi economici dei governi dei principali paesi industrializzati e delle economie emergenti: Argentina, Australia, Brasile, Canada, Cina, Francia, Germania, India, Indonesia, Italia, Giappone, Messico, Russia, Arabia Saudita, Sud Africa, Corea del Sud, Turchia, Regno Unito, Stati Uniti e Unione Europea.

L'Europa e i suoi membri si trovano di fronte ad un bivio. O mantenere un ruolo individuale che verrà progressivamente eroso o contribuire attraverso istituzioni centralizzate mantenendo all'Europa un ruolo di leadership a livello mondiale.

Le discussioni su tali temi sono infatti nell'agenda dei Governi dei principali paesi industrializzati e delle organizzazioni internazionali ed hanno già condotto al rafforzamento del ruolo di coordinamento del Financial Stability Forum, divenuto Financial Stability Board, che congiuntamente con il Fondo Monetario Internazionale dovrà assicurare che i nuovi standard regolamentari per la prevenzione di crisi future siano attuati in modo efficace ed omogeneo nei diversi paesi.

Una tappa fondamentale nell'ambito del processo globale di riforma delle regole così delineato è stata rappresentata dal G20 di Londra del 2 aprile 2009, all'esito del quale i Capi di Stato partecipanti hanno annunciato l'intenzione di adottare le necessarie iniziative per ristabilire la fiducia, la crescita e il lavoro attraverso la ristrutturazione del sistema finanziario e il rafforzamento della regolamentazione.

In particolare, sono state formulate raccomandazioni con l'obiettivo di: prevedere l'ingresso di paesi emergenti nei principali organismi internazionali, includere nei mandati di tali organismi il monitoraggio dei rischi macroeconomici e finanziari, estendere la regolamentazione a nuovi soggetti e strumenti rilevanti da un punto di vista sistemico, come gli *hedge fund*; attuare nuovi principi in

materia di retribuzioni dei manager; migliorare qualità, quantità e omogeneità a livello internazionale del capitale del sistema bancario; agire contro le giurisdizioni non cooperative, inclusi i paradisi fiscali.

Il successivo G20 di Pittsburg del 24 e 25 settembre 2009 ha rappresentato la prima, forte opportunità per verificare i progressi effettuati dagli organismi internazionali che emanano standard normativi (*standard setter*) nel dare contenuto agli impegni di carattere generale.

Al riguardo, tuttavia, non si può non rilevare come i progressi si siano rivelati estremamente lenti e comincino ad affiorare le prime ombre sulla volontà di procedere ad un generale riordino dei principi di regolamentazione dei mercati; atteggiamento probabilmente favorito dai segnali di ripresa dei mercati.

I punti principali sui quali si è registrato il consenso dei partecipanti al summit riguardano la volontà di assicurare un modello di crescita sostenibile, la già accennata riforma volta a concedere un ruolo maggiore nelle istituzioni internazionali ai Paesi con possibilità di crescita economica ed in condizione di operare come “locomotive” a livello mondiale, nonché la volontà di una seria cooperazione nella definizione e attuazione delle politiche economiche e macroeconomiche.

Per quanto attiene, invece, alla riforma e al rafforzamento della regolamentazione dei mercati, i Capi di Stato hanno inteso dare

indicazioni ai Ministri finanziari e agli *standard setter* globali in merito a fondamentali materie quali: il rafforzamento dei requisiti patrimoniali degli intermediari; la riforma dei sistemi retributivi dei manager; l'introduzione di un sistema di regolamento e compensazione obbligatorio per i derivati non regolamentati (*Over the counter - OTC*); l'introduzione di misure ulteriori per assicurare piani di intervento in caso di fallimenti che interessano intermediari di natura sistemica; il completamento del processo di modifica e di convergenza globale degli standard contabili internazionali.

Il ruolo della Consob

Per comprendere appieno il ruolo della Consob nella crisi in corso, è utile ricordarne le caratteristiche istituzionali e la relativa evoluzione.

La Consob: profili istituzionali

In Italia, a differenza di quanto avviene in altri Paesi, l'attività di vigilanza sul mercato finanziario non è accentrata in capo ad un unico soggetto, ma è ripartita tra diverse Autorità sulla base di un criterio "per finalità".

La **Commissione Nazionale per le Società e la Borsa** è l'Autorità preposta alla vigilanza sulla trasparenza e correttezza del

mercato finanziario e dei soggetti che vi operano. Ha sede a Roma e una sede secondaria operativa a Milano.

L'**istituzione della Consob** risale al 1974, ma la sua configurazione come Autorità indipendente è stata sancita dalla Legge 4 giugno 1985, n. 281¹⁰.

Successivi interventi legislativi hanno progressivamente esteso le funzioni e i compiti della Consob ed ampliato gli ambiti normativi oggetto del suo intervento.

La disciplina dei mercati finanziari attualmente vigente è infatti il risultato di una progressiva stratificazione normativa che ha avuto inizio tra la fine degli anni '80 e l'inizio degli anni '90 ed è culminata con l'adozione del Testo Unico della Finanza del 1998 (d. lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998) , nel quale sono state trasposte, razionalizzate e coordinate le diverse normative esistenti in materia di intermediari, mercati mobiliari ed emittenti quotati ed è stato definitivamente consacrato il ruolo della Consob quale garante indipendente degli investitori e del mercato.

Lo stesso Testo Unico della Finanza ha subito nel tempo modificazioni e integrazioni, anche sotto l'influsso delle Direttive europee. In occasione del recepimento della Direttiva sugli **abusi di mercato**¹¹, ad esempio, sono stati profondamente estesi poteri e

¹⁰ In origine, la Consob era infatti concepita come una struttura sostanzialmente riconducibile all'apparato politico-amministrativo dello Stato: era priva di personalità giuridica ed i suoi atti erano dunque riconducibili ed imputabili direttamente allo Stato-persona. È soltanto con la L. 281/1985 che alla Consob viene riconosciuta "*personalità giuridica di diritto pubblico e piena autonomia nei limiti stabiliti dalla legge*", con la conseguenza di rendere imputabili esclusivamente ad essa e non più allo Stato gli atti posti in essere.

¹¹ Il recepimento è avvenuto con la Legge 18 aprile 2005, n. 62.

competenze della Consob, risultati così allineati a quelli delle principali Autorità di vigilanza degli altri Paesi occidentali.

Ulteriori importanti innovazioni sono state apportate dalla c.d. **Riforma del risparmio**¹², che ha introdotto un sistema organico di regole con il proposito di fornire adeguata risposta alle esigenze di tutela sorte dopo scandali societari che avevano scosso la fiducia del mercato e danneggiato incolpevoli risparmiatori (“Cirio” e “Parmalat”)¹³.

La Riforma ha rafforzato i controlli interni sulla gestione delle imprese, valorizzando il ruolo delle minoranze¹⁴, e ha affidato alla Consob la disciplina della trasparenza delle offerte al pubblico riguardanti i contratti assicurativi a prevalente contenuto finanziario. Infine, sono state previste nuove forme di tutela extragiudiziale dei risparmiatori danneggiati, realizzate attraverso l’istituzione presso la Consob di un’apposita **Camera di conciliazione e arbitrato**¹⁵.

¹² Legge 28 dicembre 2005, n. 262.

¹³ La legge, in virtù di prevista delega (art. 43), è stata ulteriormente perfezionata dal c.d. “Decreto Pinza” (Decreto Legislativo 29 dicembre 2006, n. 303), che, raccogliendo anche molte istanze sollevate dalla stessa Consob, ha risolto problemi nati da esigenze di coordinamento tra il Testo Unico della Finanza, il Testo Unico Bancario ed altre leggi speciali.

¹⁴ In tali ambiti, la legge fa ampio rinvio alla potestà regolamentare della Consob, chiamata a disciplinare, tra l’altro, le modalità per l’elezione di un membro effettivo del collegio sindacale da parte dei soci di minoranza ed i limiti al cumulo degli incarichi di amministrazione e di controllo che i membri dell’organo di controllo di società quotate o diffuse possono assumere presso le società che fanno ricorso al capitale di rischio.

¹⁵ La Camera di conciliazione e arbitrato, il cui funzionamento è stato disciplinato con regolamento della Commissione del 29 dicembre 2008 (delibera n. 16763) e i cui membri sono stati nominati il 29 luglio 2009 (delibera n. 16972), è un organo collegiale composto da cinque membri scelti tra magistrati, professori universitari, dirigenti

Gli interventi della Consob durante la crisi

Durante la crisi, in conformità al ruolo attribuitole dal Legislatore, la Consob è intervenuta più volte al fine di assicurare la correttezza e la trasparenza delle negoziazioni, adottando provvedimenti coerenti con quelli delle principali autorità estere, a cominciare dalle restrizioni introdotte per le vendite allo scoperto.

Interventi sul mercato: Vendite allo scoperto

L'obiettivo dei provvedimenti volti a limitare o a vietare la possibilità di vendere allo scoperto titoli azionari è sostanzialmente quello di mitigare brusche correzioni dei corsi e garantire un corretto e ordinato processo di formazione dei prezzi, riducendo le possibilità di abusi di mercato. Tali provvedimenti hanno, inoltre, un importante valore segnaletico che può contribuire, in un contesto di forti turbolenze, a ripristinare un clima di maggiore fiducia sui mercati.

In situazioni di particolari tensioni, le vendite allo scoperto possono infatti esasperare *trend* ribassisti, generando fenomeni di panico, disorientando gli operatori, determinando disordine negli scambi ed eccessi di reazione.

pubblici e professionisti per amministrare le procedure conciliative e arbitrali relative a controversie sorte tra investitori e intermediari in materia di trasparenza e correttezza nelle relazioni contrattuali.

I provvedimenti adottati dopo il *default* Lehman hanno contribuito a contrastare pressioni ribassiste; si tratta comunque di misure che si giustificano solo in circostanze eccezionali e non possono essere considerate risolutive.

L'esperienza maturata dimostra che provvedimenti di tal genere, per essere pienamente efficaci e per evitare la possibilità di arbitraggi regolamentari e la concentrazione di pressioni speculative sulle piazze finanziarie che adottano un approccio più liberista, necessitano del più elevato coordinamento sul piano internazionale e di una integrale e univoca applicazione da parte di tutti.

I provvedimenti adottati dai paesi Europei non sono stati, invece, uniformi, sia per tempistica che per contenuti e portata.

La Consob ha adottato progressivamente, a partire dal 19 settembre 2008, una serie di misure in materia, modulandole in funzione dell'andamento dei mercati, fino ad arrivare all'ultimo provvedimento del 28 luglio 2009, che prevede, soltanto per le società che entro il 30 novembre 2009 abbiano deliberato un aumento di capitale, che la vendita delle azioni debba essere assistita sia dalla disponibilità che dalla proprietà dei titoli.

La verifica del rispetto dei provvedimenti è risultata comunque molto complessa, in particolare laddove sono coinvolti intermediari esteri – molto presenti sul nostro mercato azionario – e ha richiesto alla Consob di attivare oltre 40 iniziative di cooperazione internazionale.

Iniziative di trasparenza

È certamente necessario, per concorrere a ripristinare la fiducia dei mercati, che sia garantita grande trasparenza sulla reale situazione dei soggetti presenti sul mercato e quindi l'attendibilità dei dati e delle informazioni fornite e la loro capacità di rappresentare adeguatamente e compiutamente gli andamenti gestionali. In assenza di informazioni contabili attendibili, gli investitori si troverebbero ad effettuare scelte di investimento sulla base di assunzioni potenzialmente non corrette.

L'applicazione dei principi contabili internazionali emanati dall'*International Accounting Standard Board (IASB)* - resa obbligatoria in Europa dal Regolamento n. 1606/2002 - richiede nella fase attuale particolare attenzione da parte degli amministratori, nella definizione delle scelte che presuppongono un'ampia discrezionalità tecnica, quali la stima dei dati previsionali o la valutazione degli strumenti finanziari illiquidi.

Di conseguenza, Consob, Banca d'Italia ed Isvap hanno adottato, il 6 febbraio scorso, un Documento comune (n. 2/2009)¹⁶ con il quale sono state individuate le aree di bilancio che, risentendo maggiormente degli effetti della crisi, richiedono la massima attenzione nell'applicazione dei principi contabili internazionali e la

¹⁶ "Informazioni da fornire nelle relazioni finanziarie sulla continuità aziendale, sui rischi finanziari, sulle verifiche per riduzione di valore delle attività e sulle incertezze nell'utilizzo di stime"

più ampia e trasparente informativa sulla situazione economico-patrimoniale e finanziaria. Una appropriata trasparenza può, infatti, contribuire a ridurre l'incertezza e le sue conseguenze negative.

Il 2 marzo scorso la Consob ha inoltre approvato una Comunicazione (n. 9019104) con la quale sono state fornite agli intermediari raccomandazioni analitiche sulla condotta da tenere nella distribuzione di prodotti finanziari illiquidi (quali obbligazioni bancarie, derivati e prodotti assicurativo-finanziari). Il documento enfatizza l'importanza di fornire adeguate informazioni, anche comparative, sulla natura del prodotto e sulla struttura dei costi, affinché i risparmiatori siano posti nelle condizioni di effettuare scelte di investimento consapevoli.

È un ulteriore passo sulla via di una rafforzata trasparenza e correttezza nel comportamento degli intermediari a tutela del piccolo risparmiatore, la cui fiducia è oggi drammaticamente minata dalla crisi che ha colpito i mercati finanziari.

Conclusioni

Ricostruire la fiducia è alla base della possibilità di riavviare il ciclo economico, attraverso la ripresa del fluire del risparmio agli intermediari e la conseguente possibilità per questi ultimi di supportare le imprese e i singoli imprenditori, nonché di rifinanziare investimenti in beni durevoli, tra i quali gli immobili.

Siamo tutti chiamati a dare un contributo, svolgendo con il massimo impegno il compito che ci deriva dall'appartenenza al mondo delle istituzioni, affinché il nostro paese possa superare questo difficile momento e riconquistare quella fiducia che dà uno scopo al nostro comune operare e che rappresenta elemento essenziale per concorrere al superamento della crisi, in comunione di intenti tra le diverse Autorità.

E' nostro dovere guardare sempre all'obiettivo ultimo della tutela del risparmiatore, troppo spesso vittima incolpevole o comunque inconsapevole di prassi scorrette e di disegni di espansione a danno ultimo delle componenti più deboli del sistema.

Oggi si riscontra nel mondo una diffusa consapevolezza da parte dei governi e degli Organi legislativi della gravità del momento.

La realizzazione degli impegni politici che i governi dei principali paesi stanno assumendo nelle varie sedi internazionali è fondamentale per dare una cornice di solidità e credibilità al processo di riforma e alle attività di chi le regole le amministra.

Più alti valori etici e sociali non possono e non devono essere mai disgiunti dalla legittima ricerca di risultati economici e di benessere individuale.

La trasparenza e la correttezza dei comportamenti e la consapevolezza degli investitori - missione del quotidiano operare della Consob - rappresentano principi dotati per loro natura di una valenza etica, senza la quale la sfera economica perde la sua

funzione fondamentale di supporto allo sviluppo della comunità umana.

Nel breve periodo bisogna quindi intervenire su quei comportamenti che possono inquinare il corretto funzionamento del mercato perché perseguono interessi particolari, contraddicendo la naturale funzione del mercato.

Tra questi:

- modifica della disciplina delle operazioni di cartolarizzazione, al fine di rendere queste operazioni trasparenti e corrette in particolar modo quando gli strumenti finanziari vengono sottoscritti o negoziati con piccoli investitori;
- modifica della disciplina dei derivati di credito, quando tali strumenti sono diretti a separare il capitale mutuato dai relativi interessi e vengono emessi da soggetti terzi e negoziati con i piccoli investitori;
- estensione delle regole a livello globale a settori sin qui non regolamentati quali i fondi speculativi (*hedge fund*);
- rapida e piena attuazione al nuovo regolamento europeo che sottopone a vigilanza le agenzie di rating a cui è adesso richiesto di rispettare stringenti principi, inclusi quelli in materia di conflitti di interesse.

Nel medio periodo, e questa per l'Europa è forse la sfida principale, è necessario addivenire ad una nuova architettura istituzionale per la regolamentazione e vigilanza dei mercati. Questo consentirebbe di creare un mercato europeo con regole certe, uguali per tutti e da tutti egualmente applicate con una migliore protezione degli investitori.

Inoltre, un rafforzamento istituzionale europeo potrebbe consentire di rappresentare unitariamente e con autorevolezza l'Unione in tutti quei fori di cui prima si è detto dove, purtroppo, ancora oggi talvolta gli Stati europei compaiono a ranghi frammentati.

Il mio auspicio è quindi che l'approvazione dei regolamenti istitutivi delle nuove autorità europee sia presto seguita dall'impegno a codificare nel Trattato il loro ruolo e status istituzionale.

Tutte le giuste iniziative per colmare vuoti della disciplina non possono però prescindere dall'assunzione di nuovi modelli di comportamento anche individuale che prevengano, considerandoli nemici del corretto operare di un sistema di mercato, azioni e prassi animate da uno spirito di avidità che misura i risultati solo dal punto di vista quantitativo.

Le "bolle" speculative sono un segnale della perdita di razionalità e di contatto con la realtà economica. La Consob ha già da tempo sostenuto, nelle sedi internazionali cui partecipa e

segnatamente nell'IOSCO, la necessità di porre limiti agli eccessi speculativi e manipolativi, in particolare sul mercato delle materie prime. Tali fenomeni, che sfruttano le possibilità offerte dall'innovazione finanziaria e in particolare dagli strumenti derivati, sono suscettibili di creare gravi distorsioni negli equilibri economici e finanziari di molti paesi. Il Governo italiano ha portato tale segnalazione al G20 di Pittsburgh, dove ha trovato massimo consenso e riconoscimento.

Sono fiducioso che i Governi di tutto il mondo non abbandonino il difficile cammino intrapreso e che il nuovo clima di collaborazione veda nell'Europa un interlocutore unitario, coerente e determinato nel quale gli standard comuni trovino un punto di equilibrio nell'obiettivo di tutela del risparmio, che da sempre contraddistingue la cultura giuridica e l'ordinamento del nostro Paese, sin dalla sua Carta fondamentale.

Per giocare un ruolo da protagonisti in Europa e nel mondo è però necessario che l'Italia e i suoi cittadini investano energie e risorse nello sviluppo di uno spirito culturale e professionale che trascenda i confini nazionali.

L'istruzione di base, la conoscenza delle lingue più utilizzate nel mondo, la possibilità di dare ai talenti e alle competenze individuali una dimensione internazionale passano attraverso l'educazione familiare, scolastica e universitaria.

I nostri giovani devono studiare e specializzarsi consapevoli della dimensione globale delle conoscenze e degli ambienti

professionali più importanti. Le istituzioni devono fornire strumenti e opportunità che consentano ai nostri ragazzi di formarsi e prepararsi al lavoro in un ambiente multiculturale e sovranazionale.

È importante che si sviluppino iniziative di scambio culturale e di esperienze con gli altri paesi, per partecipare allo sviluppo di un mondo nel quale le decisioni più rilevanti non sono più adottate nei confini nazionali e i talenti devono poter comunicare con gli altri per essere utilizzati appieno.

Un futuro cui guardare con animo fiducioso richiede armonizzazione di regole e comportamenti virtuosi, ma soprattutto capacità di partecipare alle strategie che governeranno il mondo portando il proprio contributo di cultura e conoscenza.