

Banche e finanza: crisi sistemiche e possibili soluzioni

Andrea Baranes e Leonardo Becchetti

La recente crisi dei mercati finanziari ha rivelato come la bassa informazione dei clienti, i potenti incentivi dei manager e la spinta a fare profitti nell'intermediazione finanziaria abbiano determinato una profonda e potenzialmente letale crisi degli operatori finanziari e bancari. Tale crisi per ora ha solo sfiorato il sistema bancario italiano, a seguito di una sua politica assai prudente. Per il futuro si auspica una più seria regolamentazione e una rielaborazione del concetto di responsabilità sociale.

Il nuovo scenario finanziario internazionale: dalla crisi dei subprime alle fluttuazioni dei prezzi di petrolio e materie prime

La finanza rappresenta da sempre il punto di incontro tra chi ha idee imprenditoriali e chi ha le risorse necessarie per finanziarle. Le banche, in particolare, hanno storicamente assolto l'importante funzione di raccogliere e aggregare risparmi presso le famiglie, trasformare la struttura delle attività, offrire servizi di liquidità e destinare i risparmi ricevuti al finanziamento delle attività più redditizie, agendo in tale modo da volano per l'economia. In maniera per alcuni versi analoga, le borse valori permettono a imprese e investitori di incontrarsi direttamente sui mercati finanziari, creando un altro importante canale di reperimento di fonti di finanziamento in capitale di rischio e in obbligazioni.

L'annullamento dei costi di trasporto delle "merci senza peso" occorso con la rivoluzione tecnologica degli ultimi decenni ha globalizzato il mondo della finanza, rendendo più facile il trasferimento di fondi da un capo all'altro del pianeta, ma anche la trasmissione di instabilità e shock. Il sistema finanziario globale ha pertanto vissuto in questi ultimi decenni numerose crisi di assestamento che hanno scosso l'economia mondiale. Ricordiamo quella che ha colpito il Sud-Est asiatico nel 1997, le altre crisi regionali o nazionali (Russia, Messico, Argentina), la bolla della *new-economy*, per arrivare a quella dei *subprime* e delle materie prime. Per valutare la portata di quest'ultima crisi, basti pensare che il FMI stima le possibili perdite legate ai *subprime* nell'ordine dei 1.000 miliardi di dollari USA.

Un caratteristica distintiva della crisi dei *subprime* è quella di non essere esplosa a seguito di scandali, di particolari shock relativi a una crisi economica di un paese o una regione, né ad alcun fenomeno naturale distruttivo (un'inon-

Andrea Baranes

CRBM Campagna per la Riforma della Banca Mondiale

Leonardo Becchetti

Dipartimento di Economia

Università Roma2 Tor Vergata

Consumatori, Diritti e Mercato

numero 3/2008

Focus

dazione o una siccità che potessero causare un aumento dei prezzi dei prodotti agricoli). L'attuale situazione internazionale è interamente endogena e strutturale al sistema finanziario.

La nuova crisi, come quelle precedenti, trova le sue cause remote nell'enorme quantità di risorse liquide disponibili a livello globale, che vanno a caccia di investimenti redditizi. La creazione di questa abbondante liquidità è stata in parte favorita da una stagione di politiche monetarie espansive, durante la quale non sono stati infrequentati periodi di tassi d'interesse reali negativi, che hanno favorito investimenti finanziari con risorse reperite tramite indebitamento.¹ L'eccesso di domanda e l'offerta di *asset* finanziari con buone prospettive redditizie, limitata almeno nel breve periodo, genera pertanto fenomeni di "inflazione finanziaria", che portano ad aumenti eccezionali del valore delle attività finanziarie di volta in volta preferite dagli investitori.

Il primo episodio di "inflazione finanziaria" è stato quello dell'esplosione dei titoli *high-tech* sul Nasdaq fino al crollo avviato nel marzo 2000. Interessante ricordare come, ancora in prossimità del crollo, il consenso medio I/B/E/S (ovvero l'insieme degli analisti finanziari internazionali che fanno previsioni sull'andamento del rapporto prezzo-utili) implicava tassi di aumento dei profitti medi del 20% per queste società, profitti d'altronde necessari per rendere ragionevole la formulazione di valutazioni elevate dei prezzi attesi dei titoli di società che al momento producevano, in maggioranza, solo perdite. Dopo la crisi del Nasdaq, la liquidità ha alimentato la crescita dei prezzi degli immobili, fino allo scoppio della crisi dei mutui *subprime*.

A seguito dell'esplosione della bolla dei mutui americani, la liquidità ha cercato nuove forme di investimento quali il petrolio o le materie prime alimentari, causando un aumento significativo dei loro prezzi. Secondo un rapporto della Banca Mondiale, e secondo un'opinione condivisa da molti, una delle cause principali dell'aumento dei prezzi dei prodotti agricoli è da ascrivere alla crescente domanda di biocarburanti, oltre che alla crescita economica dei paesi emergenti. Prevedendo che questo trend proseguirà nel prossimo futuro, molti operatori finanziari hanno deciso di investire nelle materie prime alimentari e nei corrispondenti prodotti derivati. I dati della Banca dei Regolamenti Internazionali confermano questa tendenza di fondo, mettendo in evidenza il "break strutturale" nel volume di derivati scambiati su petrolio e alimentari, rispetto a quelli sui metalli di base e sui metalli preziosi occorso negli ultimi tempi. Mentre nel secondo caso (metalli di base e metalli preziosi), dal 1998 al 2007, assistiamo a una crescita "graduale" del numero dei contratti scambiati (triplicati da 5 a 15 milioni), per il petrolio e le materie prime agricole, a fronte di un trend simile fino a inizio 2005, il numero dei contratti cresce quattro volte dal 2005 al 2007 per il petrolio e cinque volte per le materie prime agricole, raggiungendo in quest'ultimo caso gli 85 milioni a metà 2007. Si tratta ovviamente di evidenze statistico-descrittive e non di analisi più approfondate econometriche, ma appare comunque difficile giustificare questo differenziale

¹ Da rilevare come, nel tentativo di uscire dalla crisi, oggi la FED si è vista nuovamente costretta a impostare una politica di bassi tassi di interesse che, pur attenuando il

rischio di fenomeni recessivi, rischia di innescare nuovi cicli di eccessi di liquidità, inflazione finanziaria, crisi.

di crescita del mercato tra i due gruppi di prodotti come il risultato dell'espansione della tradizionale attività di copertura dal rischio. Molto più probabile l'interpretazione legata allo spostamento della liquidità di grandi masse investite dal settore immobiliare a quello dei derivati su questi mercati particolari. Ovviamente questa lettura non esclude quella di variazioni dei prezzi dettate dalla normale dinamica dei mercati, ma ne è anzi il necessario complemento. Gli operatori finanziari, intuendo i possibili trend di crescita sui prezzi di petrolio e materie prime agricole dovuti alla crescita dei paesi emergenti e alla diffusione dei biocarburanti, decidono di puntare su questi mercati amplificandone le fluttuazioni.

La crisi dei mutui *subprime* ha una natura più complessa.² Questi mutui, la cui solvibilità si fondava sulla scommessa di prezzi immobiliari crescenti, sono diventati, assieme ad altri debiti, ingredienti di obbligazioni strutturate. Come è stato riconosciuto *ex post*, se all'inizio è stato sottolineato l'elemento positivo di tali operazioni, rappresentato dalla maggiore liquidità di queste attività finanziarie e dalla possibilità di scambiare e ripartirne il rischio tra diversi operatori, successivamente è balzato all'evidenza l'elemento negativo rappresentato dalla progressiva maggiore distanza tra debitore e creditore. Se il creditore, infatti, si libera subito del mutuo e monetizza il proprio credito con una controparte terza, non ha più interesse a monitorare il cliente, mentre la controparte che acquista il prodotto strutturato che contiene molte altre obbligazioni non è neanche in grado di risalire all'operazione primaria. Ecco che una delle garanzie tradizionali del funzionamento del sistema dei prestiti, il monitoraggio della banca sul cliente, viene a indebolirsi significativamente. Su questo punto, prima dello scoppio della crisi, nella propria relazione annuale del 2007, la Banca per i Regolamenti Internazionali rilevava preoccupata: «*posto che le grandi banche siano riuscite a distribuire in modo più diffuso i rischi insiti nei prestiti da loro concessi, chi sono i soggetti che attualmente detengono tali rischi, e quali sono le loro capacità di gestirli? La verità è che non lo sappiamo*».

Da sottolineare, a nostro avviso, l'enorme asimmetria informativa che si genera intorno a prodotti finanziari complessi tra tre diversi attori: gli operatori specializzati, che costruiscono i prodotti e ne determinano il *pricing* attraverso algoritmi complessi (si tratta spesso di giovani ed estremamente qualificati Phd in Fisica, Matematica o Finanza), il *management* delle banche e i clienti finali. I veri conoscitori delle caratteristiche dei prodotti sono soltanto i primi (le formule di *pricing* di strumenti derivati complessi richiedono nozioni di equazioni differenziali stocastiche e ogni prodotto con caratteristiche innovative richiede l'elaborazione di nuovi modelli o il loro adattamento alla nuova fatispecie). I manager, però, a causa del sistema di incentivi alla *performance* che arriva in tutti i terminali dell'organizzazione, generano una pressione verso la realizzazione di risultati a breve, spingendo gli stessi giovani professionisti a prendere rischi più elevati del necessario. Dal canto loro, i manager non possiedono le competenze

² *Sui meccanismi che hanno determinato la crisi dei mutui vedi l'articolo di R. Tamborini su questo stesso numero, p. 33.*

specifiche per valutare direttamente il rischio connesso alle operazioni effettuate e, quindi, non possono realizzare il più delle volte un'efficace attività di monitoraggio. I clienti finali, infine, soffrono di un'asimmetria ancora maggiore, che non li rende in grado di verificare se il prezzo del prodotto è corretto e se i rischi che assumono acquistandolo sono accettabili.

L'elemento forse più delicato della crisi è rappresentato dall'enorme volume di *Credit Default Swap* (CDS) esistenti oggi sul mercato. I CDS, prodotti derivati che permettono di trasferire a terzi il rischio di credito relativo a una transazione tra due parti, hanno contribuito a fare sì che ancora oggi nessuno sembra sapere su chi possano ricadere le perdite. L'ulteriore e fondamentale elemento di complessità di questo tipo di prodotti strutturati è la difficoltà di definire il valore del sottostante. Mentre una normale opzione o *future* su una materia prima ha come ancora di riferimento quella del prezzo di mercato della materia prima stessa (un dato oggettivo e verificabile), i CDS hanno come sottostante il merito di credito dei clienti che hanno sottoscritto i singoli debiti che, combinati tra di loro, hanno costruito i prodotti strutturati. Ma il merito di credito è un "bene astratto" del tutto particolare e le aspettative sul suo valore sono ancor più sensibili all'incertezza del quadro finanziario globale e alle crisi di fiducia degli operatori.

Con ogni probabilità, l'effetto più grave e con i maggiori impatti in questa crisi finanziaria non è legato alle immediate perdite economiche, quanto al crollo della fiducia nel sistema interbancario, misurato dal repentino aumento del differenziale tra tasso Libor e il tasso *Overnight Index Swap* (una delle misure più significative del prezzo al quale le banche si scambiano attività reciprocamente). La liquidità tra le banche e sui mercati, fondamentale per il corretto funzionamento dell'intero sistema, si realizza solitamente utilizzando strumenti di pronti contro termine, ovvero con prestiti di breve durata tra le banche in cambio di garanzie costituite da titoli. Oggi nessuno sa quali titoli siano affidabili e quali meno, le banche non si fidano più delle garanzie delle loro omologhe, e i meccanismi alla base del sistema finanziario rischiano di incepparsi. Questa nuova e inattesa situazione ha spinto le banche centrali europee e americane ad agire energeticamente come prestatori di ultima istanza, intervenendo direttamente nell'acquisto e nella garanzia di obbligazioni strutturate. In questo modo, le banche centrali sono riuscite a iniettare fiducia nel sistema finanziario, al costo però di deteriorare la qualità dei loro bilanci.

Il costoso salvataggio della Northern Rock in Gran Bretagna e della Bear Sterns negli Usa - quest'ultimo mascherato da acquisizione da parte di una banca privata, ma quasi interamente finanziato con soldi pubblici - dimostrano come l'intervento del pubblico sia necessario in situazioni di crisi. È seguita in ordine cronologico la recente crisi della Fannie Mae e della Freddie Mac, due istituzioni che garantiscono circa 5.000 miliardi di dollari di mutui e assicurano il 70% della liquidità del settore immobiliare negli USA. È in questo frangente che l'interventismo delle istituzioni ha raggiunto il suo massimo, arrivando alla decisione di nazionalizzare le due importanti banche. Si tratta, in questo caso, di una logica esistenza di un prestatore o assicuratore di ultima

istanza che, non riuscendo completamente a penetrare l'opacità o non riuscendo a influenzare completamente il comportamento del soggetto salvato, decide di assumerne direttamente il controllo.

Ridefinire la responsabilità sociale delle banche alla luce delle nuove sfide

La crisi finanziaria internazionale, e alcuni episodi specifici che hanno coinvolto alcuni grandi operatori bancari anche in Italia (si pensi alla crisi dei *bond* Parmalat), forniscono importante materiale di riflessione per una rilettura e una rivisitazione del concetto di responsabilità sociale delle banche nel nuovo contesto globale. È ben noto che, in periodi di grande benessere e di crescita dei mercati borsistici, l'atteggiamento dell'opinione pubblica nei confronti delle diseguaglianze di reddito è molto più benevolo che nei momenti di crisi. Il fatto che un manager di un'istituzione finanziaria guadagni centinaia di volte di più dell'ultimo dipendente della struttura è ritenuto accettabile, o perlomeno tollerato, quando la sua gestione arreca benefici per tutti (inclusi i piccoli risparmiatori), mentre è seriamente messo in discussione nei momenti di crisi. Ciò che colpisce particolarmente l'opinione pubblica nella fenomenologia delle crisi è la mancanza di legami tra la remunerazione dei manager e il successo della banca (si pensi ai *golden parachutes*, le liquidazioni miliardarie cui i manager hanno comunque diritto anche in caso di crisi dell'impresa) e alla debolezza dei piccoli azionisti, che sono l'anello più fragile della catena e le maggiori vittime di questi episodi. In un mondo di informazione perfetta, i risparmiatori dovrebbero essere pienamente consapevoli del rischio che si assumono acquistando dei titoli azionari e della relazione positiva esistente tra rendimento atteso e rischio di un'attività finanziaria (i *bond* Parmalat e quelli argentini avevano rendimenti molto elevati). Purtroppo il grande pubblico appare ancora lontano da questa maturità di cultura finanziaria.

Consci del problema, i regolatori - traendo lezioni dalla crisi - sono corsi ai ripari con nuove procedure (si pensi alla direttiva Mifid di Banca d'Italia), volte ad attenuare i problemi di asimmetria informativa. Con la direttiva Mifid, le banche sono costrette a definire un profilo di propensione/avversione al rischio del proprio cliente attraverso un apposito questionario. Successivamente le stesse devono abbinare a tale profilo di rischio investimenti finanziari a esso coerenti, definendo anche per questi una scala di maggiore o minore rischiosità. Questa procedura dovrebbe ridurre la possibilità di comportamenti arbitrari e aumentarne verificabilità e sanzionabilità da parte dei regolatori. Resta il problema delle asimmetrie informative di fronte ai prodotti strutturati. Gli intermediari finanziari sono stati chiamati dalla Mifid a definire scale di rischio anche per questi prodotti ma, al momento, sono in ritardo nella loro definizione.

Non è, dunque, una sorpresa il fatto che, a seguito di questi avvenimenti, le banche abbiano dovuto ridefinire la propria politica di responsabilità sociale d'impresa sia per impulso esterno (la direttiva Mifid appunto) sia per decisione spontanea.

Negli ultimi anni sono così cresciute le voci di critica delle organizzazioni della società civile internazionale e dei clienti delle banche che, pur riconoscendo l'importanza delle dotazioni infrastrutturali per lo sviluppo, chiedono una maggiore trasparenza e sostenibilità. Inoltre, l'estremizzazione del principio della massimizzazione del benessere dell'azionista (e la sua anteposizione a tutti gli altri criteri di valore) ha reso evidente in molti scandali bancari l'effetto potenzialmente negativo sul benessere dei depositanti, mettendo a rischio quella risorsa fondamentale che è alla base del funzionamento della banca stessa: la fiducia dei clienti.

Da questo punto di vista non è necessario pensare soltanto all'evento estremo della fuga dagli sportelli, ma anche a conseguenze importanti, anche se meno gravi, in termini di fiducia nei prodotti della banca come, per esempio, la ridotta adesione ai fondi pensione per la costruzione del secondo pilastro previdenziale.

Sotto la pressione di queste critiche e consapevoli del rischio di perdita di fiducia, molte banche hanno cercato di dare maggior forza e visibilità ai propri percorsi di responsabilità sociale e ambientale. Alcune di tali iniziative hanno avuto e stanno avendo una positiva ricaduta sul sistema bancario, mentre altre un carattere più "cosmetico".

La rete internazionale della società civile BankTrack ha pubblicato, a fine 2007, un'analisi delle linee guida dei 45 gruppi bancari più grandi al mondo. Se, da una parte, emerge che l'attenzione alle grandi questioni ambientali e sociali sta aumentando, dall'altra il quadro appare ancora molto incompleto. Per fare un esempio, 31 banche su 45 hanno pubblicato qualche riferimento al problema delle emissioni di CO₂ e dei cambiamenti climatici ma, malgrado gli enormi problemi connessi al sovrasfruttamento dei mari e degli oceani, solo una banca ha sviluppato una *policy* riguardante la pesca e le attività connesse. Analogamente, solo 4 banche su 45 hanno sviluppato delle *policy* sia per il settore minerario sia per quello riguardante petrolio e gas, due settori con enormi impatti sulla sostenibilità globale.

È auspicabile in futuro nel mondo bancario e finanziario un approccio organico alla questione degli impatti ambientali e sociali. Il mondo bancario potrebbe in questo senso giocare un ruolo attivo e propositivo per un cambiamento, per esempio aumentando il peso in portafoglio delle risorse prestate per il finanziamento delle energie rinnovabili.

Una questione per alcuni versi speculare, ma altrettanto importante all'impiego in attività con forti impatti sociali e ambientali, è legata all'accesso al credito. Le fasce più deboli della popolazione difficilmente riescono ad accedere ai prestiti bancari, per mancanza di garanzie reali. I moderni processi finanziari, e in particolare quelli di fusione e acquisizione dei gruppi bancari, rischiano talvolta di aumentare queste difficoltà. Gli istituti bancari, infatti, una volta raggiunte grandi dimensioni, tendono a dedicarsi a operazioni di grande portata e a perdere i legami

con il territorio, creando però per questo spazio per istituti ispirati ai modelli del credito cooperativo e delle banche popolari e più vocati alla realtà locale. D'altronde, per definizione, i prestiti alla piccola clientela o il microcredito rappresentano le attività a minor valore aggiunto per una banca, perché il costo fisso della valutazione del cliente e della gestione della pratica di fido non viene ammortizzato dal volume di interessi su prestiti di piccole dimensioni. Semplificando, è molto meglio per una banca concedere un prestito da 1 milione di euro che 100 da 10.000, se comunque il portafoglio crediti della banca e il rischio di fallimento del grande prestito non impatta troppo sul portafoglio crediti della banca.

Ultimamente, sulla spinta del successo della Grameen Bank sancito dal premio Nobel per la pace assegnato al suo fondatore, Mohammad Yunus, l'attenzione dei grandi istituti bancari verso il microcredito è significativamente aumentata. Il Microcredit Banking Bulletin ha censito a fine 2007 più di 3.000 istituzioni di microfinanza operanti a livello mondiale. Le grandi tendenze di fondo del fenomeno sono quelle dello sviluppo di due diversi tipi di organizzazioni: quelle *not for profit* sul modello Grameen e quelle *for profit* sul modello di alcune grandi istituzioni di micro-finanza sudamericana (come il Bancosol in Bolivia). Il *trade-off* osservato tra i due modelli è che le istituzioni *for profit* hanno un più agevole accesso ai finanziamenti in capitale, proprio grazie alla diffusione di numerosi fondi d'investimento specializzati in microfinanza (alla ricerca di rendimenti redditizi), hanno un maggiore stimolo all'efficienza organizzativa, ma praticano tassi mediamente più elevati sulla clientela e hanno una *performance* sicuramente inferiore in termini di *outreach*, ovvero di capacità di facilitare l'accesso al credito degli strati più poveri della popolazione.

Inquadrare correttamente gli elementi critici del sistema

La crisi di fiducia dell'opinione pubblica nei confronti dei mercati finanziari si traduce spesso nell'attacco nei confronti della "speculazione" e in una forma di "luddismo finanziario", che vede le cause della crisi negli strumenti (l'avversione verso i derivati) piuttosto che nel loro cattivo uso da parte degli investitori e degli intermediari.

A questo proposito è importante rammentare che, quando si parla di speculazione, si deve distinguere tra la nobile attività di uno *speculator* che si carica il rischio di una controparte (*hedger*) che vuole assicurare il proprio rendimento futuro (è il meccanismo alla base dei derivati tradizionali come i *future*), dal *trading* a breve o brevissimo termine su prodotti derivati di operatori terzi. Se è vero che quest'ultima attività assicura liquidità al mercato, c'è da domandarsi se le ingenti somme che circolano in questi scambi non potrebbero essere utilizzate in maniera migliore.

Il mercato delle valute ha superato un volume di 3.200 miliardi di dollari al giorno. Il totale di beni e servizi scambiati nel mondo è stimato in circa 10.000

miliardi di dollari l'anno. Questo significa che, sul solo mercato delle valute e in una sola settimana, circolano più soldi di quanti ne siano legati all'economia reale in un intero anno. Queste enormi masse speculative provocano una forte instabilità e volatilità sui mercati internazionali.

Ancora, i dati della Banca dei Regolamenti Internazionali sottolineano come il valore "nozionale" dei *credit derivatives* (58 trilioni di dollari) abbia superato quello del PIL mondiale (56 trilioni di dollari). Gli strumenti derivati negoziati al di fuori delle borse valori ufficiali (*Over the Counter* nell'espressione anglo-sassone) sono passati in soli 7 anni, tra il 2000 e il 2007, da un nozionale di 100 trilioni di dollari all'incredibile cifra di 600 trilioni di dollari, circa 12 volte il Prodotto Interno Lordo dell'intero pianeta.

Una crescita simile stanno conoscendo altri intermediari finanziari innovativi, quali gli *hedge funds* e i fondi di *private equity*, che controllano enormi risorse, in particolare grazie a un utilizzo dell'effetto leva, che permette loro di operare sui mercati finanziari con una percentuale ridotta di capitale proprio e facendo ampio ricorso all'indebitamento bancario. Diverse banche, inoltre, investono direttamente nel capitale degli *hedge funds*. Il confine e la separazione tra banca commerciale e banca di investimento, che era stato tracciato in maniera netta dopo la crisi del '29, si è fatto sempre più labile con la progressiva liberalizzazione del settore, rendendo ancora più difficile la distinzione tra capitale produttivo e capitale speculativo.

La conseguenza di queste trasformazioni è che nei grandi istituti bancari i ricavi provengono solo per metà dall'attività creditizia, mentre l'altra metà è costituita da commissioni, in particolare su derivati e titoli strutturati. Per alcune banche, soprattutto negli Stati Uniti, la tradizionale attività di raccolta del risparmio e il suo impiego in attività produttive sta diventando addirittura marginale. Paradossali gli effetti di queste trasformazioni sui bilanci delle banche, sempre più difficili da interpretare per i non addetti ai lavori. Di fronte all'annuncio di una semestrale con utili molto elevati dobbiamo oggi domandarci se si tratta del solido guadagno derivante dall'intermediazione creditizia o se si parla del momentaneo vento favorevole (che potrebbe cambiare da un momento all'altro) che dà segno positivo a scommesse rischiosissime su strumenti derivati. Non sembra che gli operatori dei mercati si siano posti questi interrogativi quando alcuni anni fa esaltavano gli utili dei maggiori colossi finanziari oggi sull'orlo del fallimento.

Il problema dei paradisi fiscali

Un altro problema dei mercati finanziari nei confronti del quale gli sforzi delle organizzazioni internazionali non riescono ancora a realizzare un successo completo è quello del riciclaggio. Il GAFI, la *task force* internazionale per la lotta al riciclaggio cui aderiscono tutti i principali paesi, ha da tempo creato un sistema di direttive contro il riciclaggio e i paradisi fiscali che, se disattese,

fanno scattare un sistema di sanzioni. Il sistema è riuscito a ottenere risultati importanti dai grandi paesi, ma appare molto meno efficace nella lotta contro le piccole o piccolissime realtà.

I paradisi fiscali, caratterizzati dalla mancanza di trasparenza, dalla segretezza e dall'anonimato, sono spesso utilizzati dalle imprese che intendono eludere o evadere il fisco e dalla grande criminalità organizzata.

I flussi finanziari legati alla cooperazione internazionale che i paesi del nord trasferiscono verso il sud del mondo ammontano a 100 miliardi di dollari. Secondo alcune stime prudenziali, a causa della fuga di capitali ogni anno tra i 500 e gli 800 miliardi di dollari seguono il percorso inverso, dai paesi del sud verso il nord del mondo e i paradisi fiscali. Le sole persone fisiche detengono nei paradisi fiscali un patrimonio stimato in 11.500 miliardi di dollari. Non è possibile fornire una cifra relativa alle persone giuridiche, dato che in diversi territori enti come le fondazioni o i *trust* non hanno nemmeno un obbligo di registrazione. Le stime più attendibili segnalano l'esistenza di decine di milioni di tali organismi.

Le conseguenze e gli impatti dei paradisi fiscali sono enormi, tanto nel nord quanto nel sud del mondo. Questi territori minano la giustizia e l'equità fiscale, compromettono il *welfare* e le politiche pubbliche, e favoriscono l'elusione e l'evasione fiscale, la corruzione e la grande criminalità. Per i paesi del sud, le perdite sono dell'ordine delle centinaia di miliardi di dollari ogni anno, soffocando i tentativi di impostare politiche di finanziamento dello sviluppo e di lotta alla povertà.

I paradisi fiscali e i meccanismi associati sono anche responsabili di una concorrenza sleale tra le imprese. Quelle transnazionali, con maggiore esperienza in ambito fiscale e con una produzione indirizzata all'*export*, sono indebitamente avvantaggiate rispetto a quelle di piccola dimensione e che producono essenzialmente per i mercati locali. Ancora una volta i paesi del sud sono quelli che pagano il prezzo maggiore, ma un discorso analogo si potrebbe ripetere per l'Italia e la sua struttura produttiva, costituita essenzialmente da piccole e medie imprese, senza considerare l'impatto dei paradisi fiscali legato alla criminalità organizzata.

Una nuova generazione di intermediari finanziari

Parallelamente a questi eventi si assiste alla nascita di una terza generazione di modelli di intermediari bancari e finanziari, che differiscono da quelli tradizionali perché hanno come obiettivo prioritario quello di promuovere la creazione di valore economico socialmente e ambientalmente sostenibile, posponendo a questo obiettivo quello della creazione di profitti. L'esempio sicuramente più interessante da questo punto di vista è quello della Grameen Bank, una banca che in pochi anni ha assunto dimensioni ragguardevoli ed è diventata un punto di riferimento per analoghe esperienze nel resto del mondo. Allo stesso modello di intermediario finanziario appartengono le cosiddette banche etiche diffuse in diversi paesi europei, dalla Triodos, alla Okobank, alla Banca Popolare Etica.

Queste banche, facendo leva sulla disponibilità a pagare di consumatori e risparmiatori per il valore sociale e ambientale dei prodotti finanziari, riescono a ottenere una raccolta a tassi inferiori rispetto a quelli di mercato. La sfida è quella di ricambiare questa dimostrazione di fiducia da parte dei risparmiatori con un portafoglio di impieghi coerente con la propria *mission*. Al momento le principali direzioni degli investimenti sono quelle della sostenibilità ambientale, delle energie rinnovabili, dell'*housing* sociale, delle imprese sociali e del microcredito.

La caratteristica importante di questa nuova generazione di banche è quella di aver rivelato al resto del mercato che le preferenze di una parte importante dei risparmiatori rendono possibile conciliare orientamento con valore sociale, sopravvivenza e competitività economica.

Le banche etiche rappresentano, dunque, un laboratorio di esperienze che spesso, una volta collaudate, vengono sposate dal resto degli intermediari finanziari impegnati a migliorare il loro profilo di responsabilità sociale di fronte a clienti e opinione pubblica.

Da un punto di vista dei principi, la finanza etica pone una particolare attenzione alla questione dell'accesso al credito dei soggetti considerati "non bancabili". La finanza etica si interroga, inoltre, sugli impatti sociali, ambientali e sui diritti umani delle proprie operazioni. L'attenzione agli effetti non-economici delle azioni economiche ne dovrebbe guidare il comportamento e le scelte. Al fine di potere rispettare questi principi, una delle attenzioni principali è rivolta alla trasparenza e l'accesso all'informazione.

La finanza etica costituisce un'alternativa per clienti e risparmiatori e rappresenta un elemento di stimolo e di lievito per il sistema bancario tradizionale. Nello stesso momento, considerate le somme e gli interessi in gioco, è oggi impensabile che questa esperienza da sola possa fornire la spinta propulsiva necessaria per una riforma delle regole, volta a evitare i fenomeni di crisi descritti in precedenza.

Una prima direzione di riforma: il problema dei requisiti di patrimonializzazione degli intermediari

I segnali che ci arrivano dallo sviluppo della finanza etica sono importanti, ma indubbiamente il futuro della finanza internazionale è nelle mani dei comportamenti degli attori della grande finanza, che a loro volta dipendono dalle regole. Nuovi interventi in questa direzione sono più che mai importanti.

Una prima direzione verso la quale focalizzare gli interventi di riforma appare quella dei requisiti di patrimonializzazione.

Da questo punto di vista, i limiti dell'accordo di Basilea II sembrano essere quelli di non riuscire a puntare i riflettori sulle componenti di maggior rischio del sistema, penalizzando in maniera eccessiva gli intermediari che operano maggiormente nel sociale. Pensato per limitare l'esposizione al rischio delle banche

commerciali, l'accordo chiede alle banche di accantonare delle riserve di capitale proporzionali al rischio di credito di ogni finanziamento. Il criterio fondamentale utilizzato da Basilea è quello della soglia dell'8% tra patrimonio di vigilanza (capitale proprio, riserve, ma anche prestiti subordinati) e portafoglio degli impegni ponderato per il rischio. I clienti della finanza etica, tipicamente soggetti dell'economia no-profit, dell'associazionismo o del mondo cooperativo sono quasi sempre considerati a massimo rischio, perché sottocapitalizzati o sprovvisti di garanzie reali adeguate. Dunque un prestito a operatori di questo settore pesa di più, andando ad aumentare il denominatore del rapporto tra patrimonio di vigilanza e portafoglio impegni. Per essere più precisi e fare qualche esempio, un prestito a una parrocchia o a una cooperativa sociale viene ponderato al 100% e il suo rischio è considerato quasi equivalente a quello di un'obbligazione spazzatura (ovvero ha un *rating* inferiore a BB-). Questo significa imporre dei vincoli molto rigidi alla finanza etica, che pure registra, grazie alla conoscenza del cliente e al rapporto di fiducia che si instaura, dei tassi di sofferenza nettamente inferiori a quelli del mondo bancario tradizionale.³

All'estremo opposto, le transazioni di prodotti strutturati effettuate sul mercato non regolamentato (*Over The Counter* o OTC) da società-veicolo legate alle banche o da istituzioni finanziarie non bancarie non vengono di fatto monitorate, mentre è assolutamente insufficiente la regolamentazione per strumenti altamente speculativi quali gli *hedge funds* o i fondi di *private equity* che, ricorrendo all'indebitamento bancario, possono utilizzare delle leve finanziarie enormi. Al momento in cui è stata salvata dal fallimento, la Bear Sterns registrava un rapporto di leva tra capitale proprio e investimenti sui mercati finanziari pari a 35. L'*hedge fund* Carlyle Capital Group, anch'esso recentemente fallito, era a 32. Tutto questo senza che gli *hedge fund*, registrati in massima parte nelle Isole Cayman o in altri paradisi fiscali, siano sottoposti ad alcuna forma di regolamentazione o vigilanza.

Il problema della leva rappresenta una delle cause più importanti della crisi. Per usare un'immagine possiamo pensare a una partita di poker nella quale è possibile acquistare delle *fiches* pagandole un ventesimo rispetto al loro valore nominale (che determina poi il reale ammontare dei profitti e delle perdite dei giocatori). È intuitivo che, con un effetto leva del genere, è assolutamente probabile che, alla fine del gioco, alcuni dei partecipanti accumulino delle perdite superiori alla loro capacità patrimoniale, diventando pertanto non solvibili e mettendo in crisi anche la capacità di riscuotere le vincite dei giocatori più abili o più fortunati.

³ Nel database dei prestiti della Banca Popolare Etica esistono, per fare un esempio, segmenti consistenti di

prestiti alla clientela che non hanno registrato sofferenze o incagli nei dieci anni di storia della banca.

Quali regole per quale finanza?

Interessante rilevare che la soluzione ai problemi descritti non appare poi particolarmente complessa.

La prima proposta, volta ad aumentare la protezione dei risparmiatori rispetto ai rischi delle transazioni sui mercati finanziari, è semplicemente quella di non consentire ad alcun tipo di investitori l'acquisto di prodotti strutturati. Interessante da questo punto di vista l'esempio del Regno Unito che, a seguito di crisi scoppiate in anni passati, proibisce alle amministrazioni pubbliche l'acquisto di questi prodotti.

Come accaduto di recente in Italia, anche in questo paese in passato alcune amministrazioni pubbliche hanno registrato seri problemi di bilancio per l'acquisto di prodotti derivati venduti come prodotti di copertura, ma in realtà con caratteristiche di rischio molto superiori. I prodotti venivano resi ancora più appetibili a causa degli *upfront*, o pagamenti anticipati da parte delle banche di *capital gains* futuri che fornivano liquidità immediata ai clienti. Gli stessi *upfront* si sono rivelati nel caso del Regno Unito uno degli ostacoli maggiori alle cause di risarcimento da parte degli enti locali, che avrebbero comportato necessariamente la restituzione di queste somme anticipate agli intermediari bancari. Come già precisato in precedenza, la difficoltà di capire le caratteristiche del prodotto rende quasi impossibile per il cliente valutarne la congruità del prezzo e il profilo di rendimento-rischio, così i funzionari di bilancio e della tesoreria delle amministrazioni locali si sono rivelati del tutto impreparati a valutare le conseguenze delle loro decisioni di acquisto.

In questo senso, la direttiva Mifid, descritta in precedenza, è un passo importante nella direzione giusta, obbligando gli intermediari a calcolare e abbinare correttamente il profilo di rischio dei prodotti con la propensione al rischio degli intermediari, ma in casi come quelli delle pubbliche amministrazioni, viste le conseguenze su soggetti terzi, le soluzioni devono probabilmente essere più drastiche.

Risposte globali per sfide globali

La liberalizzazione dei mercati, l'innovazione finanziaria e l'informatica hanno dato vita a un unico grande mercato finanziario mondiale. Una trasformazione che non è stata accompagnata da un analogo sviluppo dei sistemi di regolamentazione e controllo, che sono in massima parte ancorati al concetto di Stato-nazione. Parliamo, inoltre, di Stati-nazione in concorrenza tra di loro per attrarre capitali dai mercati internazionali. Una situazione che porta con sé nei casi peggiori il rischio di una vera e propria corsa al ribasso (*race to the bottom*) in materia di normative ambientali, sociali e sul controllo dei capitali, fino ai casi estremi rappresentati dai paradisi fiscali.

È urgente mettere a punto dei sistemi di regolamentazione, supervisione e controllo dei mercati finanziari che possano funzionare efficacemente a livello globale. Questi sistemi dovranno rispondere a istituzioni *ad hoc*, che abbiano come scopo fondamentale la tutela della stabilità finanziaria intesa come bene pubblico globale (*global common*) e che consentano un controllo democratico e una *governance* che risponda all'attuale situazione geopolitica, economica e finanziaria. Da questo punto di vista, la richiesta di maggiore trasparenza e regole da parte di istituzioni come le banche centrali appare del tutto legittima. Le operazioni di parziale salvataggio o di *lender of last resort* verso intermediari finanziari devono essere accompagnate da un obbligo da parte di questi ultimi a una totale trasparenza e *accountability* nei confronti delle banche centrali stesse.

Tra le diverse misure pensate negli ultimi anni, una delle più interessanti riguarda forme di tassazione internazionale, come strumento per la raccolta di un gettito da destinare alla tutela dei beni pubblici globali.

Sono ormai moltissimi gli studi e le ricerche che hanno chiarito la fattibilità di una tale imposta, anche limitatamente all'area dell'euro, e risposto a ogni questione di natura tecnica. Tale imposta permetterebbe di riscuotere un reddito da destinare alla cooperazione internazionale e al raggiungimento degli Obiettivi di Sviluppo del Millennio fissati nel 2000 dall'ONU. Si tratterebbe più in generale di uno strumento di politica economica che permetterebbe di restituire alla sfera politica una forma di controllo su quella finanziaria.

Accanto alle imposte sulle transazioni valutarie, negli ultimi anni sono state proposte diverse altre forme di tassazione su strumenti finanziari. Queste misure avrebbero gli stessi effetti positivi segnalati in precedenza.

Considerazioni finali

Sono molte altre le proposte avanzate in questi ultimi anni. Si può pensare a forme di vigilanza e controllo sui nuovi strumenti finanziari, a limitare l'effetto leva di attori quali gli *hedge funds* e i *private equity* o, come avveniva in Germania fino al 2004, addirittura a proibire strumenti quali gli *hedge funds*. Analogamente, si può pensare di rivedere radicalmente la normativa sui prodotti derivati e, in primo luogo, di quelli negoziati al di fuori dei mercati regolamentati. Si può pensare di ridisegnare il sistema di incentivi e *stock option*, di rivedere le regole relative alle operazioni di cartolarizzazione dei titoli e alla gestione del rapporto tra investimento e rischio finanziario.

Una delle misure più urgenti e necessarie riguarda sicuramente l'aumento della trasparenza dei mercati e degli operatori finanziari in moltissimi ambiti, dai paradisi fiscali alle operazioni in derivati, dal segreto bancario ai mercati non regolamentati, fino ai meccanismi di funzionamento e di valutazione del rischio realizzati dalle agenzie di *rating*. Nello stesso momento, è necessario rafforzare le istituzioni e le strutture esistenti, a partire dal *Financial Stability*

Forum e dal *Tax Committee* dell'ONU, ma anche migliorare la cooperazione e lo scambio di informazioni tra governi in materia finanziaria e fiscale.

L'ultima importante considerazione ed elemento di speranza riguarda il ruolo stesso dei grandi intermediari finanziari in questo progetto di riforma. Il 7 agosto 2008, un *report* di Goldman Sachs afferma che gran parte delle cartolarizzazioni e degli strumenti derivati dovrebbero uscire dall'OTC ed essere sottoposti a regolamentazione. Le principali banche americane (JP Morgan, Merill Linch, Citigroup) che hanno fatto sapere di concordare con questa posizione hanno finalmente capito che per risolvere il problema della finanza derivata, che mette a rischio la loro stessa sopravvivenza, non è più possibile affidarsi all'autoregolamentazione. Quando Ulisse capisce il pericolo delle sirene chiede ai marinai di legarlo a un palo della nave. Proprio come per il problema di auto-controllo risolto con successo da Ulisse, le maggiori banche d'affari del mondo hanno capito che è necessario vincolarsi alla regolamentazione esterna. Visto che purtroppo il bene comune non ha abbastanza capacità di imporsi, solo in quella miracolosa congiunzione in cui le situazioni sono veramente compromesse e l'interesse privato degli attori più forti coincide con l'interesse pubblico i problemi si avviano verso la soluzione.

Riferimenti bibliografici

- Adriani, F., Becchetti, L., "Do High-tech stock prices revert to their fundamental value?", *Applied Financial Economics*, 14 (7), 461-476, 2004.
- BankTrack, *Mind The Gap - Benchmarking credit policies of international banks*, BankTrack, dicembre 2007.
- Bagella, M., Becchetti, L., Lo Cicero, M., "Regional externalities and direct effects of legislation against money laundering: a test on excess money balances in the five Andean countries", *Journal of Money Laundering Control*, 7, 4, 2004.
- Campagna Riforma Banca Mondiale (a cura di), "Responsabilità e finanza - guida alle iniziative in campo socio-ambientale per gli istituti di credito e le imprese finanziarie", 2004.
- Cesarini, F., *Le strategie delle grandi banche in Europa*, Bancaria Editrice, 2003.
- Demyanyk, Y., Van Hemert, O., "Understanding the subprime mortgage crisis", *Supervisory Policy Analysis Working Papers from Federal Reserve Bank of St. Louis*, n. 5, 2007.
- Foote, C. L., Gerardi, K., Goette, L., Willen, P. S., "Subprime facts: what (we think) we know about the subprime crisis and what we don't", *Public Policy Discussion Paper from Federal Reserve Bank of Boston*, n. 8-2, 2008.
- isis, Kpmg, "Banking on human rights - Confronting human rights in the financial sector", 2004.
- Van Gelder, J. W., *The do's and don'ts of sustainable banking, a BankTrack manual*, BankTrack, 2006.