

La crisi finanziaria: nuovi o vecchi confini tra il mercato e lo Stato Sociale?¹

di Filippo Cavazzuti

30 novembre 2008

(di prossima pubblicazione in “Politica Economica”)

1. Introduzione²

1.1 Una cautela in premessa a fronte dei rischi di troppo affrettate analisi della crisi finanziaria e reale in corso e delle conseguenti proposte di intervento che non possono acriticamente replicare quelle adottate nel corso della Grande Depressione.

Ricorda C.P. Kindleberger che nel maggio del 1969 nel corso di un dibattito televisivo Milton Friedman e Paul Samuelson sostennero due opinioni del tutto contrapposte sull'origine della Grande Depressione. Il primo sostenne che la crisi era dovuta ad errori di politica monetaria; il secondo che la crisi era il risultato di una serie di eventi storici accidentali. Erano allora già passati quaranta anni dall'inizio di quegli avvenimenti ed ancora i due grandi economisti non trovavano ancora un accordo.

A sua volta, Kindleberger, stimolato anche da quel confronto, si impegnò in una ampia ricerca che vide la luce soltanto nel 1972³ ove sostenne, come naturale, una terza tesi: il venire meno dell'egemonia non soltanto economica del Regno Unito.

Chissà se in futuro il dibattito sulle origini della crisi in atto - che si annuncia lunga, complessa e assai severa - consentirà di godere ancora una volta del brillio di interpretazioni contrapposte o invece gli economisti scadranno nel cupo girone infernale del pensiero unico?

Per interpretare il presente è opportuno rileggere anche il passato, ma con gli occhi e le informazioni di oggi anche al fine di contribuire alla costruzione di un futuro possibile che in particolare tuteli il capitale umano delle famiglie a fronte di eventi ancora una volta imprevisti e/o imprevedibili non assicurati e/o non assicurabili dal mercato dei capitali.

¹ In queste note ho sviluppato tre articoli apparsi in www.nelmerito.com, il 21.10.08 - 30.10.08. 26.11.08.

² Da un libro forse dimenticato (il cui sottotitolo è “la miseria genera l'odio”) si apprende e si condivide che “per sicurezza sociale s'intende la protezione dell'individuo, organizzata dallo Stato, contro i rischi ai quali l'individuo rimarrà esposto anche quando le condizioni della società saranno nel complesso le più soddisfacenti possibili”. Cfr. W.B. Beveridge *L'impiego integrale del lavoro in una società libera*, Einaudi, Torino 1948, (Londra 1948), p. XVII.

³ C.P. Kindleberger, *La grande depressione nel mondo 1929-1939*, Einaudi, 1982, p. 7 e ss.

Certo è che la crisi in corso ha scosso e messo in dubbio anche le più ferme convinzioni di molti. Si pensi alle reazioni negli Usa di alcuni uomini politici rivolte all'adozione delle misure straordinarie (e sicuramente eterodosse) *“per stabilizzare il nostro sistema finanziario...and protecting tax- payers”*, come ha ripetuto più volte il segretario del tesoro americano Henry M. Paulson jr. innanzi alla Commissione finanze del Congresso americano⁴. Sollecitazione volta a fare approvare l' *Emergency Economic Stabilization Act of 2008* (meglio noto come TARP- *Troubled Assets Relief Program*) che ambiva a non interrompere il flusso di credito alle famiglie ed alle imprese.

La reazione di molti fu del tipo *“non posso in coscienza votare questo piano che cambia profondamente il ruolo dello stato nell'economia”*, oppure *“il mio timore è che il governo cambi per sempre la faccia del libero mercato americano. Poiché credo fermamente nei principi del libero mercato e nella libertà, mi opporrò a questa legge”*. Così si espressero molti membri del Congresso americano apprestandosi a bocciare il piano Paulson il 29 settembre del 2008 cui seguì un profondo tonfo delle borse mondiali. *“Those whom the gods would destroy, they first make mad”*, ha commentato W. Buiter riferendosi al voto contrario del Congresso Usa⁵.

Dal canto suo, il Fondo Monetario⁶ ha stimato che l'ammontare dei salvataggi messi in atto dal Piano Paulson potrebbe oscillare tra 700 e 1400 miliardi di dollari. Se a questo ammontare si aggiungono gli oneri previsti per i paesi europei aderenti all'euro – in base agli impegni assunti dai loro governi nel fine settimana 11-12 ottobre 2008⁷ – il salvataggio complessivo potrebbe ammontare (comprendendo l'analogo impegno assunto dal Regno Unito⁸) a 2.250 miliardi di euro (tav. 1).

Che tutto ciò comporti la fine del capitalismo e della economia di mercato – così come paventato da alcuni membri del Congresso americano, e da pochi (forse) sperata – non pare questione fondata.

E' soprattutto l'imperfezione del mercato dei capitali e la dilagante presenza delle asimmetrie informative, ha sottolineato J. Stiglitz (già nel 1991), che sono alla base non della fine del capitalismo, ma dei suoi fallimenti che oggi impongono la riforma della rego-

⁴ *Testimony by Secretary H. M Paulson, before the House Committee on financial services, Hearing on Turmoil in U.S. Credit Markets, 24 settembre 2008, mimeo, p. 2.*

⁵ W. Buiter, *Financial Time*, 29 settembre 2008; *The Wall Street Journal Europe*, *U.S. lawmakers defeat bailout package*, by Greg Hitt, 30.09.08.

⁶ IMF, *Global Financial Stability Report*, 7 ottobre 2008.

⁷ *Sommets des Etats de la zone Euro, Declaration sur un plan d'action concertée des pays de la zone euro*, Parigi 12 ottobre 2008.

⁸ HM Treasury, *Treasury statement on financial support to the banking industry*, 13 October 2008.

lazione dei mercati finanziari e della vigilanza degli stessi . Infatti, *“Il capitale è alla base del capitalismo: non è quindi sorprendente che dobbiamo guardare ai fallimenti dei mercati dei capitali per rendere conto dei più importanti fallimenti del capitalismo, le marcate fluttuazioni nell’output e nella occupazione che ne hanno caratterizzato l’esistenza (...) sono le imperfezioni del mercato dei capitali - imperfezioni che possono, a loro volta, essere spiegate da imperfezioni informative – a rendere conto di molti degli aspetti peculiari del comportamento dell’economia che la macroeconomia cerca di spiegare”*⁹.

Pare di rileggere J. Schumpeter quando scrisse (nel 1911) che il mercato dei capitali *“è sempre, per così dire, il quartier generale dell’economia capitalistica, da cui partono gli ordini ai suoi singoli settori e ciò di cui in esso si discute e si decide, è sempre, secondo la sua intima essenza, la determinazione dei piani dello sviluppo successivo (...) ciò dà luogo ad una quantità di operazioni di arbitraggio e di manovre intermedie che a un primo sguardo possono facilmente nascondere l’aspetto essenziale della cosa”*¹⁰.

Compito della riforma della regolamentazione e della vigilanza dunque è anche quello di informare il mercato rivelandogli *“l’aspetto essenziale della cosa”*. *“The success of a market economy requires not just good incentive systems but good information - transparency (...) this non transparency is a key part of the credit crisis that we have experienced over recent weeks”* ha ripetuto recentemente Stiglitz¹¹.

Più che la fine del capitalismo e della economia di mercato è più probabile che sia messa in discussione – come suggerisce *The Economist*¹² - il dominio intellettuale dell’ *Anglo-Saxon brand* del libero mercato con gli Usa suo *cheerleader*. Oppure, se si vuole riprendere per analogia la tesi di Kindleberger che, come detto, attribuiva la depressione mondiale degli anni trenta al venir meno della funzione egemone nell’economia di allora della Gran Bretagna, si potrebbe azzardare l’ipotesi che la crisi e la recessione in corso siano da attribuire anche al venire meno della funzione egemone degli Usa nella economia mondiale degli ultimi sessanta anni.

⁹ J. Stiglitz, *Informazione, economia pubblica e macroeconomia*, il Mulino, 2002, p. 291.

¹⁰ J. Schumpeter, *Teoria dello sviluppo economico* (Introduzione di P. Sylos Labini), Firenze, 1971, pag.166. Il libro venne pubblicato per la prima volta in tedesco nel 1911. Il pensiero di Schumpeter sulle relazioni tra mercati finanziari e sviluppo economico è stato ripreso da R.G. King e R. Levine, *Finance and Growth. Schumpeter Might Be Right*, in *Quarterly Journal of Economics*, august 1993, pp. 717-737 – poi da altri - e infine nella ripresa del saggio sconosciuto di J. Schumpeter, *Development*, in *Journal of Economic Literature*, marzo. 2005, pp.108 - 120.

¹¹ J.Stiglitz , *Hearing on the Future of Financial Services Regulation*, Committee on Financial Services, US.Congress, 21 October 2008,mimeo, p.3 e p. 5.

¹² *The economist, Special report*, 11 October 2008, p.6

Storici e ad altri studiosi scriveranno a proposito dell'egemonia dei diversi paesi; qui ci si limita ad osservare che la crisi in corso dovrebbe far discutere soprattutto di ciò che è apparso subito evidente: ovvero dove mettere i nuovi confini tra stato e mercati dei capitali e di quelli finanziari in generale. Nuovi confini rispetto a quelli già esistenti in quanto non è dato di osservare nella realtà dei sistemi economici un mercato finanziario senza eteroregolamentazione e dunque senza l'intervento dello stato regolatore. Invero, qualche segmento dei mercati (come quello gestito dalle banche di investimento) ha percorso la via della autoregolamentazione contribuendo così sia ad innescare la crisi, sia al suo rapido contagio.

Per effetto della crisi finanziaria ci si auspica che il tema dell'autoregolamentazione dei mercati possa diventare un genere accademicamente letterario più che una via da perseguire nelle economie reali.

1.2 Ciò che oggi appare ragionevolmente certo è che ancora non si dispone di una sufficiente conoscenza della quantità, qualità e distribuzione geografica dei “cocci finanziari” che la crisi ha disseminato in giro per il mondo soprattutto con il passaggio dal modello *originate-to-hold*, al modello *originate-to-distribute* (BRI¹³).

Ancora oggi, molto (ma non tutto) si conosce di quanto è avvenuto entro i perimetri giuridici ed operativi delle banche vigilate ed anche quanto è avvenuto sui mercati regolamentati (come le borse valori) ove si concludono contratti multilaterali con obbligo di consegna dei titoli, ma quasi nulla si conosce invece di quanto sia avvenuto sui mercati non regolamentati del tipo *over the counter e/o alternative trading system*. Su questi, in assenza di quasi ogni norma di trasparenza e di eteroregolazione, si concludono contratti bilaterali con o senza obbligo di consegna dei titoli sottostanti di cui ancora non si conosce l'ammontare e la localizzazione. Si aggiunga che il venire meno dei tradizionali confini tra mercati e prodotti creditizi, mobiliari ed assicurativi insieme alla operatività sull'intero scacchiere mondiale di molti intermediari rendono assai incerta e rischiosa ogni funzione di vigilanza e regolazione tesa a disvelare “l'aspetto essenziale della cosa”.

Ad esempio, come valutare il comportamento della Sec che nel gennaio del 2008, a crisi che già si era resa evidente, ridusse con apposito emendamento da dodici a sei mesi l'*holding period* previsto dalla *rule 144* (in vigore dal 1933). Fu un comportamento razionalmente prevedibile e condivisibile oppure, più probabilmente, fu un errore dovuto alla

¹³ BRI, *Rapporto per l'anno 2008*, p. 151.

scarsa conoscenza di quale e quanta finanza si aggirasse allora per il mondo? Può essere che tale emendamento abbia indebolito la tutela degli investitori consentendo all'industria finanziaria di alienare in un minore lasso di tempo i titoli che erano stati collocati senza una offerta pubblica di acquisto¹⁴. E' però vero che, come ha dovuto riconoscere ed ammettere il presidente della Sec, "*the speed of change in the financial marketplace has only accelerated the divergence of the legal framework and reality*"¹⁵.

In Italia, una norma analoga alla *rule 144* fu introdotta – e si spera che venga mantenuta con la previsione dei dodici mesi - soltanto a decorrere dalla metà degli anni duemila (art. 100-bis del Tuf)¹⁶ e la sua assenza dagli ordinamenti previgenti ha forse contribuito agli scandali Cirio e Parmalat.

Per ridurre il grado di incertezza del quadro di riferimento è auspicabile che gli organismi internazionali che si occupano di mercati finanziari (*BRI-Banca dei regolamenti internazionali*, *FSF-Financial stability forum*, *IMF-International monetary found*, *BCE-Banca centrale europea*) procedano il più rapidamente possibile alla costruzione di un nuovo quadro dei flussi dei fondi (e relativi stock) tra mercati, intermediari e paesi evidenziando possibilmente la mappa ed il dettaglio dei "cocchi" finanziari

1.3 Per quanto interessa sviluppare in queste note, prendere qualche distanza dal ruolo del mercato dei capitali per assicurare la tutela del capitale umano delle famiglie contro l'insorgere di rischi imprevisti e/o imprevedibili originati dalle crisi economiche e finanziarie non significa ne prefigurare la fine del capitalismo e neppure quella dell'economia di mercato. Si tratta di riconoscerne i limiti ed i fallimenti delle funzioni dei mercati dei capitali a fronte di rischi non assicurabili dai mercati stessi.

Per contenere l'incertezza del nuovo contesto delle economie reali e dei mercati finanziari originato dalla crisi ed entro cui si muoveranno famiglie e imprese, sono in molti a proporre nuovi organismi di governo delle economie globalizzate. Altri propongono invece politiche protezionistiche come ai tempi della Grande Depressione. Nell'un caso come nell'altro, poco si ragiona invece di come (e se) tutelare in futuro - e in maggiore misura ri-

¹⁴ Ancora nel gennaio del 2008 la Sec affermava a proposito dell'emendamento alla *rule 144* "we believe that the amendments will increase the liquidity of privately sold securities and decrease the cost of capital for all issuers without compromising investor protection". Sec, Release, n.33-8869.

¹⁵ C.Cox, Chairman US Securities and Exchange Commission, *Lessons from the Credit Crisis for the Future of Regulation*, testimony before the US Congress, Committee on Oversight and Government Reform, 23 October. 2008, mimeo, p. 9.

¹⁶ Libero Independent, *Una semplice regola da copiare*, www.lavoce.it, del 24.07.2003.

spetto all'oggi - anche il capitale umano delle famiglie stante una vita sempre più prolungata e dunque sempre più potenzialmente esposta ad eventi tanto imprevedibili quanto non assicurabili dal mercato delle assicurazioni i cui contratti come noto, hanno da tempo un elevato grado di finanziarizzazione. Eventi, si teme, che potrebbero comportare anche nuovi collassi delle istituzioni deputate alla tutela del capitale umano delle famiglie i cui assets e le cui prestazioni dipendono crucialmente dall'andamento del mercato dei capitali.

Non a caso il 14 agosto del 1935 - nel corso del New Deal - il presidente Roosevelt firmò il *Social Security Act* che dispose l'introduzione di indennità, a carico del bilancio pubblico, anche per alcuni rischi di disoccupazione, malattia e vecchiaia, facendo così svolgere allo stato sociale la funzione di copertura di rischi allora imprevedibili e non assicurati e/o non assicurabili dal mercato finanziario.

Non a caso, quasi un secolo dopo e con mossa imprevedibile, il governo argentino per rimediare alle perdite colossali originate dalla crisi ha proposto nell'ottobre 2008 di nazionalizzare il sistema pensionistico del suo paese¹⁷ e il Parlamento ha approvato tale proposta

E' ragionevole ritenere che per lungo tempo a venire i governi, le imprese e le famiglie delle economie che subiscono gli effetti della crisi reale e finanziaria e la concorrenza delle c.d economie emergenti (in realtà emerse da tempo) opereranno in presenza di nuovi rischi e di nuove incertezze: ovvero di eventi la cui probabilità di verificarsi è associabile a un coefficiente desunto dal passato e di altri eventi invece cui (non avendo storia recente) è impossibile associare qualche coefficiente di probabilità e pertanto non assicurabili dal mercato dei capitali. In questo contesto è assai probabile che si riduca la propensione al rischio delle famiglie per meglio tutelare il loro futuro. Se così avverrà, la domanda delle famiglie si indirizzerà verso quei prodotti finanziari caratterizzati da un contenuto rapporto tra rischio e rendimento negoziati sui mercati regolamentati piuttosto che sui nerati alternativi (ATS).

¹⁷ I data 21 ottobre 2008 il Governo argentino ha proposto di nazionalizzare i fondi pensioni del paese istituiti nel 1994; FT, The Lex Column, *Cry Argentines*, cry, 23 October 2008. Da Il sole 24 Ore del 24 ottobre 2008: "tale operazione porterebbe fra l'altro il Governo di Buenos Aires a essere azionista di minoranza di 14 società quotate, molte delle quali però a maggioranza spagnola (tra queste YPF e Telefonica, i cui vertici sono stati convocati dal Ministro argentino della Programmazione Julio de Vido per allontanare i "fantasmi" di una statalizzazione generale dell'economia locale). Ne sono derivati continui crolli dell'indice di Borsa argentino Merval e, a ruota, delle Borse messicana, cilena, peruviana e soprattutto brasiliana". Successivamente il Parlamento ha approvato la proposta del Governo.

Fanno parte dei primi i rischi finanziari associati a variazioni non attese dei prezzi i cui modelli di copertura – a fronte dei fallimenti recenti - dovranno tuttavia essere rivisitati per incorporare gli effetti della crisi. Tali modelli sono stati (forse) utili per segnalare alcuni rischi crescenti di instabilità finanziaria, ma non potevano certo prevedere il se, il quando ed il quanto dello scoppio della crisi ed il fallimento di molti intermediari finanziari come *Lehman Brothers*. E a proposito di questa ultima suona quanto meno beffarda la testimonianza di B. S. Bernanke innanzi al Congresso Usa: ““*we judged that investors and counterparties had had time to take precautionary measures*”¹⁸. E così la crisi finanziaria divenne con rapidità crisi sistemica che ben presto si è estesa alle economie reali.

Appartengono all’insieme degli eventi imprevedibili e non assicurabili sia quelli conseguenti ai comportamenti futuri dei governi per contenere gli effetti della crisi finanziaria anche sulle economie reali, sia quelli sul valore di medio e lungo periodo degli assets; compresi quelli delle istituzioni finanziarie (e loro prestazioni) di *private welfare* deputate alla tutela del capitale umano (principalmente fondi pensioni, assicurazioni e ammortizzatori sociali). Così come è risultato inoppugnabile nel corso della crisi in atto, i contratti relativi a prodotti finanziari collocati nei diversi portafogli non hanno assicurato il contraente contro il rischio di *default* delle istituzioni finanziarie (con merito di credito assai elevato) che avevano emesso il titolo sottostante.

Su questa funzione dello stato assicuratore¹⁹ ritorneremo più avanti anche in considerazione della imprevedibile direzione che prenderanno sia l’industria finanziaria, sia i diversi governi per ri-regolare i mercati dei capitali e riformare le istituzioni di vigilanza oggi racchiuse entro perimetri giuridici e statali ben lontani dall’alta globalizzata. Non è da escludere che anche la rilevanza di alcune o di tutte le diverse funzioni dei mercati finanziari per lo sviluppo delle economie reali subisca una radicale revisione²⁰.

1.4 Per evitare troppo ardite generalizzazioni è opportuno che l’occhio sulla crisi dell’industria finanziaria in corso colga alcune importanti difformità tra le industrie stesse nei più importanti paesi colpiti dalla crisi.

¹⁸ B.S. Bernanke, *Testimony before the Joint Economic Committee*, US Congress, 24 September 2008, mimeo.

¹⁹ Ricorda questa funzione, da molti trascurata, A. B. Atkinson, *The Future of Social Protection in a Unifying Europe*, First Kela Lecture, Helsinki, 5 November 2004; R. Artoni, *Valutazione della ricchezza e pluralismo in economia politica*, Rivista italiana degli economisti, 2007/2, p. 194..

²⁰ Per le funzioni dei mercati finanziari si veda: R. Levine, *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, in "Journal of Economic Literature", June 1997, n.2; BCE, Bollettino mensile ottobre, 2005, *Valutazione della performance dei sistemi finanziari*, pag. 79-94; BCE, Bollettino mensile agosto 2008, *Il ruolo delle banche nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria*, pp. 91-106..

A questo fine faremo ricorso (solamente in via strumentale) ad una distinzione adottata nella recente letteratura accademica (che indaga sulle relazioni tra istituzioni giuridiche e sistemi economici²¹) ove si sostiene che le origini delle legislazioni dei diversi paesi (*legal origins*) continuano ad esercitare rilevanti effetti economici e che esse sono centrali sia per comprendere la varietà dei sistemi capitalistici²², sia per spiegare il perché gli investitori godono di una più forte protezione nei paesi di *common law* rispetto a quella goduta nei paesi di *civil law*²³. Opportunamente gli autori avvertono che nella loro analisi è stato adottato “*a broad conception of legal origin as a style of social control of economic life (...) we argue that common law stand for the strategy of social control that seeks to support private market outcomes, whereas civil law seeks to replace such outcomes with state-desidered allocations*”²⁴.

Gli stessi autori hanno poi racchiuso i paesi di *common law* entro la categoria dei paesi “*common law-dispute-resolving*” poiché in questi si privilegia sia il ruolo del governo e delle corti di giustizia per la regolazione dei mercati e per la soluzione del contenzioso tra gli interessi contrapposti che su questi si manifestano, sia il ruolo della governance delle imprese che fanno appello al pubblico risparmio per la tutela degli azionisti di minoranza.

Si giudica poi con favore l’azionariato diffuso che consente di sviluppare il mercato dei prodotti finanziari da negoziare e da collocare nei portafogli delle famiglie, ma anche in quelli delle più diverse istituzioni finanziarie di *private welfare* come i fondi pensione, le assicurazioni e i fondi comuni di investimento e mutual funds. Pare a noi che difficilmente le istituzioni di *private welfare* potrebbero avere successo sui mercati dei capitali delle diverse economie ed imporsi alle famiglie senza un profondo e liquido mercato domestico degli strumenti emessi dalle imprese stesse. Mercato che non deve racchiudersi entro una “trappola dimensionale” del mercato domestico in cui prezzi troppo volatili non hanno significato economico: a meno di non operare anche sui mercati esteri correndo il correlato rischio di cambio.

²¹ Piace qui ricordare le radici scientifiche di questo ramo dell’indagine economica rintracciabili in :A. De Viti De Marco, *Lezioni di Scienza delle finanze e diritto finanziario*, tenute nella Regia Università di Pavia nell’anno accademico 1886-1887 e raccolte dallo studente Umberto Risi del 2° corso di Giurisprudenza, p. 1. Riproduzione anastatica del dattiloscritto; E. Barone, *Il ministro della produzione nello stato collettivista*, in *Giornale degli economisti*, sett-ott. 1908, Testo tradotto *The Ministry of Production in the Collectivistic State*, in F.H. Hayek, ed. *Collectivistic Economic Planning*, 1935, p.245-90.

²² R. La Porta, F. Lopez—De-Silanes, A. Shleifer *The Economic Consequences of Legal Origins*, in *The Journal of economic literature*, June 2008, pp. 285 – 332; A. Shleifer, *Legal Foundations of Corporate Governance and Market Regulation*, Paolo Baffi Lecture, Bank of Italy, Novembre 2007, preliminary Draft.

²³ La Porta et al. *Law and Finance*, *Journal of Political Economy*, 1998, n.61 p. 1115.

²⁴ La Porta et al, *The Economic Consequences of Legal Origins*, op.cit. p.286.

A loro volta, i paesi di *civil law* sono stati ricompresi entro l'insieme di quelli "*civil law-policy implementing*" poiché in questo caso si privilegia sia il ruolo del governo nel controllo di attività a vantaggio delle famiglie, sia il suo sostituirsi al mercato. Non sfigura in questi paesi sia la funzione del credito bancario alle imprese per il finanziamento dei loro investimenti, sia la presenza e l'operare di assetti proprietari delle imprese assai più concentrati (caso mai tramite le note piramidi societarie) e neppure la modestia del mercato dei titoli emessi dalle imprese che fanno appello al pubblico risparmio. Il *public welfare* finanziato a carico del bilancio dello stato garantisce la tutela del capitale umano della famiglie lungo l'arco della loro vita, senza dover ricorrere al mercato dei capitali. Non deve stupire pertanto che in queste economie le istituzioni per il *private welfare* svolgano un ruolo marginale e del tutto secondario (tav.2).

Concludono gli autori ricordati, ma la dimostrazione è statisticamente assai debole, che i paesi "*common law-dispute- resolving*" meglio sostengono lo sviluppo delle economie reali, rispetto a quelli "*civil law-policy - implementing*". Si tenta così ancora volta, ma con diverso approccio, di rispondere all'antico quesito: *why different rates of growth* ?.

Osserviamo a questo proposito che corollario della conclusione ora riportata dovrebbe essere che, a parità di condizioni, le imprese ad azionariato diffuso (così diffuse nei paesi di *common law*) siano gestite in modo più efficiente di quelle proprietà concentrata (diffuse nei paesi di *civil law*): sarebbe il rischio di scalata ostile a sollecitare il management a massimizzare il valore delle azioni.

E' stato stimato dagli stessi studiosi²⁵ che all'interno del campione oggetto di indagine (49 paesi) la quota di controllo (delle 10 più grandi imprese) sul totale del capitale sociale è, ad esempio, del 20% negli Usa, 19% in UK, 28% in Australia , 40% in Canada (tutti paesi di *common law*, ove sono diffuse le istituzioni dei private welfare), ma del 58% in Italia, 34% in Francia, 51% in Spagna, 58% in Austria, 48% in Germania (tutti paesi di *civil law* ove svolgono un ruolo marginale le istituzioni di private welfare). Ma da questa diversità tra i paesi non discende necessariamente la conclusione della maggiore efficienza delle imprese ad azionariato diffuso rispetto a quelle a proprietà concentrata.

E infatti, "*Taken as a whole, our evidence implies that family firms perform as well as, if not better than, non family firms*" hanno concluso altri studiosi²⁶ E si sottolinea anche

²⁵ R. La Porta, e al. *Law and Finance*, op. cit. tav. 7, p. 1147.

²⁶ R.C Anderson, D.M. Reeb, *Founding –Family Ownership and Firm Performance. Evidence from the S&P 500.*, The Journal of Finance, June 2003, p. 1324..

che le società controllate dalla proprietà chiedono ai manager di realizzare obiettivi di lungo periodo che consentano, tra l'altro, un più tranquillo passaggio generazionale. Invece, il potere che i manager esercitano nelle società a proprietà diffusa può comportare il non soddisfacimento delle aspettative di lungo periodo degli azionisti e remunerazioni dei manager incoerenti con le performance di lungo periodo della società²⁷.

Ci si può domandare allora anche se i patrimoni mobiliari delle istituzioni di *private welfare* siano più tutelati da manager delle società emittenti che perseguono obiettivi di lungo periodo o da quelli afflitti da *short termism*.

2. Il settembre nero del 2008

2..1 La tav. 1 contiene l'elenco (probabilmente ancora provvisorio) degli istituti coinvolti raggruppati entro i due soli insiemi indicati della letteratura prima ricordata²⁸.

Si noti nella tav. 1 che tra i caduti prevalgono le banche di investimento rispetto alle banche commerciali. Ciò può essere spiegato considerando sia che le prime sono state meno vigilate (dalla *Sec*) delle seconde (vigilate dalla *Fed*), sia che sono state anche le responsabili delle maggiori cartolarizzazioni, oltre ad avere adottato l'effetto leva di grado più elevato.

Oggi ci si può domandare se i *robber barons* di cui si narra nella saggistica americana²⁹ siano stati sostituiti dai manager delle banche di investimento, delle assicurazioni, dei fondi pensioni e così via. Questi, mossi da incentivi perversi come bonus e stock options commisurati anche ai volumi delle montagne di carta finanziaria negoziata, hanno sfruttato a loro vantaggio tutte le imperfezioni dei mercati dei capitali, le diffuse asimmetrie informative, la meno incisiva regolamentazione (se non del tutto assente) in alcuni segmenti dei mercati finanziari (come le banche di investimento) oltre ad avere diffusamente praticato a loro vantaggio le pratiche di *self dealing*.

“Avremmo dovuto monitorare i banchieri ed i traders – ha ammesso sconsolato un anonimo *risk manager*³⁰ – ma ai loro occhi non stavamo guadagnando soldi per la banca(...) I traders ci vedevano di ostacolo, come un impedimento alla loro abilità di guadagnare bonus sempre più grandi”. Pare a noi che quanto abbiamo in precedenza riportato per

²⁷ L. A. Bebchuck, J. M. Fried, *Executive Compensation as an Agency Problem*, Journal of economic Perspectives, Summer 2003, pp.71-92.

²⁸ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Law and Finance*, op.cit, pp.1113-1155; R. La Porta, F. Lopez—De-Silanes, A. Shleifer *The economic consequences of Legal Origins*, op. cit; A. Shleifer, *Legal Foundations of Corporate Governance and Market Regulation*, op.cit..

²⁹ M. Josephson, *Capitalisti rapaci*, Orme editori, 2004. Traduzione di *The Robber Barons*, Usa, 1934..

³⁰ Testimonianza (anonima) riportata in *The Economist*, “Confessions of a Risk Manager”, 9-15 August 2008, p. 69.

i comportamenti di voto del Congresso Usa (“*Those whom the gods would destroy, they first make mad*”), forse vale anche per i manager degli intermediari caduti.

Per ovviare a tali prassi la Banca d’Italia nelle disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche ha disposto che “le forme di retribuzione incentivante ...devono essere parametrize al rischio assunto dalla banca e strutturate in modo da evitare il prodursi di incentivi in conflitto con l’interesse della società in un ottica di lungo periodo”³¹, così come dimostrano anche recenti avvenimenti associati alla crisi in corso.

Ci si domanda se vi sarà ancora un futuro per le banche di investimento (e le loro banche di “investimento - holding company”, come *Lehman*, che si era strutturata in circa duecento *subsidiaries* non soggette a vigilanza consolidata di gruppo³²) ed anche se le banche dovranno tornare a svolgere soltanto le funzioni di banca commerciale per cui sono nate: raccogliere a breve termine e prestare alle imprese a medio e lungo termine trasformando le scadenze.

Tuttavia, poiché non è dato ipotizzare che le innovazioni finanziarie svaniscano all’improvviso, il ritorno puro e semplice al passato non è neppure auspicabile, anche se pare probabile che il (oggi) tanto deprecato modello *originate-to-distribute*, che ha portato sia alla crescita incontrollata degli intermediari non bancarie, sia le banche a non fidarsi l’una dell’altra, trovi attenuazione e convergenza verso il più tradizionale modello *originate-to-hold*.

Pare altrettanto ragionevole che in futuro si adotti un processo di riduzione della leva finanziaria (*deleveraging*) da parte dell’industria finanziaria ed anche una efficace standardizzazione dei contratti e dei prodotti finanziari (in sostituzione di quelli costruiti su misura e sulle esigenze del cliente al fine di lucrare pingui commissioni) in modo tale da rendere comprensibili alla generalità degli investitori (anche famiglie) le combinazioni di rischio e di rendimento associate ad ogni contratto che abbia per oggetto il prodotto per il quale si fa appello al pubblico risparmio o che sia comunque negoziato sui mercati regolamentati.

³¹ Banca d’Italia, *Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche*, Roma, 2008.

³² C.Cox, Chairman US Securities and Exchange Commission, *Lessons from the Credit Crisis for the Future of Regulation*, op. cit. p. 6.

E' ragionevole raccomandare dunque che il tema della standardizzazione dei contratti trovi rapido accoglimento da parte delle istituzioni deputate alla non differibile regolamentazione dei mercati dei capitali e della industria finanziaria.

Il probabile contenimento dell'importanza delle banche di investimento può concorrere a ridisegnare positivamente la futura struttura macroeconomia dei mercati dei capitali e le modalità di offerta di prodotti finanziari con elevato rapporto rischio rendimento da collocare nei portafogli delle famiglie direttamente o indirettamente tramite altri intermediari. In questo contesto è ragionevole prevedere una più contenuta importanza e diffusione dei mercati alternativi (ATS) e della loro funzione in competizione con i mercati regolamentati.

2.2 In quanto segue non figura la storia della recente crisi finanziaria già raccontata dalla *BRI*³³, dalla *BCE*³⁴, dal *FSF*³⁵, dal *FMI*³⁶ e dalla Banca d'Italia³⁷.

Piuttosto cercheremo di raccogliere alcuni dati (i "cocci") della crisi finanziaria al fine di meglio discriminare tra di loro i mercati dei capitali e le loro istituzioni. Mercati finanziari troppo spesso assunti come fossero tutti eguali, riassumibili in un unico modello macroeconomico ed in una indifferenziata microstruttura e comunque convergenti verso un unico modello e dunque da sottoporre da subito a uniforme regolamentazione.

Le informazioni disponibili (tav 1) consentono di osservare che i "cocci" (misurati dal numero degli intermediari collassati e dall'ammontare delle risorse destinate dai governi per i salvataggi delle banche), non sono nel caso di alcuni paesi di *civil law* così cospicui quanto quelli, ad esempio, riscontrabili negli Usa o in UK (paesi di *common law*).

Caso ? Fortuna, menzogna o altro ?

Si potrebbe azzardare l'ipotesi che nel caso di alcuni paesi di *civil law*, abbia giocato il ricordo di quanto avvenne ai tempi della Rivoluzione francese quando si pensò di utilizzare i terreni (spesso quelli espropriati alla Chiesa) come garanzia sottostante per emettere titoli (*assignats*) a favore di una qualche *Caisse Patriotique* che provvedeva a sua volta ad emettere *billets de confiance* di piccolo taglio³⁸. E' poi noto che gli *assignats* persero ra-

³³ BRI, *Rapporto per l'anno 2008*

³⁴ BCE, bollettini di agosto e settembre 2008.

³⁵ FSF, *Rafforzare la stabilità dei mercati e degli intermediari*, aprile 2008.

³⁶ IMF, *Global Financial Stability Report*, 7 October 2008

³⁷ Mario Draghi, *Un sistema con più regole, più capitale, meno debito, più trasparenza*, audizione al Senato della Repubblica, 21 ottobre 2008 e anche *L'attuale crisi e oltre*, Jackson Hole, 22 agosto 2008; *Politica monetaria, aspettative e mercati finanziari*, Dublino, 11 luglio 2008;

³⁸ C.P. Kindleberger, *Storia della finanza nell'Europa occidentale*, Cariplo – Laterza, 1987, p. 139.

pidamente valore come oggi i titoli *subprime* e altri “titoli tossici”. Ma forse la memoria collettiva di quei paesi non è così lunga per spiegare la distribuzione dei “cocci” tra i paesi stessi.

Altra spiegazione potrebbe ricavarsi dando uno sguardo ad alcuni indicatori della struttura finanziaria dei paesi nell’area dell’euro (ove prevalgono i paesi di *civil law*) e negli Usa (paese di *common law*).

Questi indicatori³⁹ descrivono – seppure in modo assai sintetico - una delle ripartizioni dei sistemi economici più nota da tempo: quella per cui si giunse a definire (e molti a criticare) il sistema dell’area dell’euro (escluso dunque il Regno Unito) di tipo *bancocentrico*. In questo prevalgono sia le imprese con proprietà concentrata, sia il credito bancario nel finanziamento delle imprese stesse (137% del pil nell’area dell’euro contro il 62% negli Usa); in opposizione ai mercati anglosassoni *incentrati sul mercato* ove prevalgono sia i titoli di debito emessi dalle imprese stesse (26 % in Usa contro l’8% nell’area euro), sia le imprese a proprietà diffusa e una elevata dimensione della capitalizzazione del mercato azionario (112 % del pil in Usa contro il 75% nell’area dell’euro).

Il sistema finanziario di tipo bancocentrico insieme alla modesta presenza delle istituzioni di private welfare avrebbero dunque contribuito a rendere meno esposta la finanza privata dell’area dell’euro alla recente turbolenza dei mercati finanziari.

Si eccipisce al riguardo che questo modo di confrontare i due sistemi finanziari è obsoleto in quanto il continuo processo di innovazione finanziaria, le modifiche normative e la globalizzazione hanno condotto a rendere sempre più sfumati i confini tra i mercati del credito, quello dei valori mobiliari e quello dei prodotti assicurativi. Anche il venir meno in molti paesi (sia dell’area dell’euro che di altra area) della separazione tra banca e impresa insieme alla trasformazione delle banche da puri intermediari creditizi in intermediari polifunzionali che operano su ogni segmento dei mercati dei capitali ha consentito al sistema bancario di assumere rischi diversi da quello tradizionale associato esclusivamente all’esercizio del credito.

E’ però vero che come osserva il FMI⁴⁰, nell’area dell’Euro lo spostamento dalla banca tradizionale verso altri intermediari non bancari è stato più moderato di quanto sia avvenuto negli Usa e nel Regno Unito e anche il recente aumento dei mutui erogati per

³⁹ BCE, Bollettino agosto 2008, p. 92.

⁴⁰ IMF, *Global Financial Stability Report*, 7 October 2008, p. 83.

l'acquisto della casa è stato principalmente sostenuto dalle banche commerciali e non dalle banche di investimento.

Il grado di finanziarizzazione delle economie che hanno adottato l'euro sarebbe dunque minore di quello adottato altrove.

Ci si deve domandare tuttavia se il ritorno verso il modello *originate-to-hold* comporti anche un ritorno ai più tradizionali confini tra i diversi segmenti dei mercati finanziari (credizio, mobiliare ed assicurativo) ed alla riproposizione agli investitori di prodotti finanziari più trasparenti, meno complessi e con decisa eliminazione della componente assicurativa da quella finanziaria. Sostiene l'ISVAP, a questo riguardo che "se una prima lezione per il settore assicurativo si può trarre dagli eventi di questi mesi essa attiene ai rapporti tra assicurazione e finanza(...) ma la finanza rimane il mezzo e non il fine: l'attività delle compagnie dovrà sempre di più ad essere focalizzata sulla copertura dei rischi di individui, famiglie e imprese, ovvero la tipica e tradizionale attività assicurativa"⁴¹.

3. Dopo il 1929: interventi "per" la tutela del mercato dei capitali e/o "sostitutivi" dello stesso. E dopo il settembre 2008?

3.1 Molti economisti⁴² hanno richiamato la grande crisi del 1929 per assimilare gli effetti della Grande Depressione ai paventati effetti della crisi finanziaria di oggi.

Qui non si pretende di riassumere in una breve storia i molteplici provvedimenti degli anni trenta del secolo passato e neppure di confrontare la profondità e le determinanti della crisi di allora con quelle di oggi⁴³. Qui interessa invece ricordare soltanto alcuni (tra i tanti) provvedimenti allora adottati, ma ritenuti esemplificativi dei diversi modi di intervenire da parte dello stato per ridisegnare i confini tra lo stato stesso e il mercato dei capitali. Esempi di interventi che abbiamo raccolto a seconda che siano *per il rafforzamento del mercato dei capitali* (come nella letteratura citata si ritiene avvenga nei paesi di *common law-dispute resolving*) oppure siano *sostitutivi del mercato stesso* (come si ritiene avvenga nei paesi di *civil law-policy implementing*).

⁴¹ Senato della Repubblica, Commissione finanze e tesoro, *Indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale e sui suoi effetti sull'economia italiana*, Audizione dell'Isvap, 23 ottobre 2008, mimeo, p. 19.

⁴² Per tutti si veda "un appello all'azione" lanciato dagli economisti europei di La voce info del 1 ottobre 2008 ove si ricorda che "tutti gli europei sanno cosa accadde quando nei bui anni trenta quando i mercati finanziari smisero di funzionare"

⁴³ Si veda R. Artoni, C. Devillanova, *Dal 1929 al 2008*, Università Bocconi, Econpubblica, Short note, n.5, November 2008.

3.2 Sebbene i primi provvedimenti adottati per fronteggiare la crisi finanziaria di oggi siano apparsi tardivi, è però vero che negli anni trenta (segnati anche dal blocco dei finanziamenti per le riparazioni di guerra e - negli Usa - dalla caduta dei prezzi all'ingrosso che annullò gli effetti positivi della riduzione dei tassi di interesse) la risposta dei poteri pubblici tardò molto di più a essere formulata (circa cinque anni dal 1929) e nel frattempo si commisero anche molti errori come il protezionismo (che, secondo Skidelsky era condiviso anche da Keynes⁴⁴) attuato con l'innalzamento dei dazi all'importazione di molti paesi, intesi come rimedio universale efficace per tutti i paesi⁴⁵.

Si confidava allora, con accenti mercantilisti, che rafforzando il mercato interno tramite i dazi all'importazione l'economia potesse riprendere a crescere.

Si auspica oggi che non si torni a politiche protettive e che la globalizzazione cessi di essere considerata al pari di un vero e proprio untore degli equilibri finanziari e commerciali e principale causa della crisi.

Si ricorda che negli Usa si dovette attendere sia il cambio alla presidenza (da Hoover - marzo 1929, marzo 1933- a Roosevelt, marzo 1933, aprile 1945) sia la promulgazione (1932- 34) di leggi *per la tutela ed il rafforzamento* operativo dei mercati finanziari come, ad esempio, quella che istituì la *Sec- Securities and Exchange Commission*, o quella che negli stessi anni introdusse l'assicurazione dei depositi, sia quella per la separazione delle banche commerciali dalle banche di investimento (*Glass-Steagall act* del 1933, poi abbandonato nel 1999).

Tra i provvedimenti invece che *sostituirono* i mercati con l'intervento diretto dello stato va ricordata, ad esempio, sia l'istituzione (gennaio 1932) dell'agenzia federale *Reconstruction Finance corporation*, con lo scopo, tra gli altri, di acquistare titoli azionari e obbligazionari di banche assicurazioni e *trust companies* e per erogare prestiti (nel 1958 l'agenzia fu liquidata); sia quello che nel 1933 su richiesta del Presidente Roosevelt istituì con la veste di agenzia governativa *The Home Owners' Loan Corporation* (HOLC) con lo scopo di finanziare con mutui a lungo termine le famiglie onde evitare il pignoramento; sia quello che nel 1938 istituì proprio *Fannie Mae* - anch'essa con la veste di agenzia governa-

⁴⁴ R. Skidelsky vol. J.M.K. *L'econ omista come Salvatore*, Boringhieri, 1996, vol. II, pag. 464.

⁴⁵ Si veda C.P. Kindleberger, *La grande depressione nel mondo 1929-1939*, op.cit p. 108 e ss.

tiva - allo scopo di facilitare le famiglie Usa nell'acquisto della casa⁴⁶, sia infine la chiusura per quattro giorni delle banche nel marzo del 1933.

Furono tutti provvedimenti che ridisegnarono i confini tra stato e mercati dei capitali.

E ancora si ricorda che con i *Securities Acts* del 1933 e del 1934 la difesa dei diritti di proprietà sui mercati azionari fu portata negli Usa sotto la legislazione e la regolamentazione federale. Il controllo sociale degli affari passò così dalla forma “*judiciary*” alla forma “*administrative*”⁴⁷.

In sintesi, l'esperienza ora ricordata mostra una combinazione di provvedimenti statali *per rafforzare* il funzionamento dei mercati finanziari e di altri che hanno *sostituito* il mercato stesso.

Negli anni successivi alla seconda guerra mondiale lo stato si è gradualmente ritirato dal mercato e la deregolamentazione dei mercati finanziari (iniziata nel 1986 consentendo alle banche commerciali di operare sul mercato azionario) ha preso il sopravvento. Nel 1999 (amministrazione Clinton) con il *Gramm-Leach-Bliley- Act* (che abolì il *Glass-Steagall Act*), la deregolamentazione giunse al suo punto di non ritorno con la incontrollata emersione del sistema finanziario non bancario con le vesti di banche di investimento che si autoregolamentavano.

3.3. Nell' Italia degli anni venti e trenta dell'altro secolo l'evoluzione dei fatti finanziari non fu molto diversa da quella ora accennata per gli Usa. L'Italia, ad esempio “*che aveva disapprovato i dazi che colpivano i propri cappelli di paglia e di feltro e l'olio d'oliva, prese provvedimenti contro l'importazione di automobili statunitensi (e francesi) nel giugno 1930*”⁴⁸ favorendo così anche l'industria nazionale dell'auto (Fiat in testa), ma ponendo così le premesse per l'indebolimento dell' economia italiana nel contesto internazionale.

Invece, gli interventi dei pubblici poteri più rilevanti operarono soltanto in *sostituzione* dei mercati

⁴⁶ Fannie Mae, fu privatizzata nel 1968. Freddie Mac, invece, fu istituita nel 1970 allo scopo di fornire liquidità, stabilità e convenienza al mercato dei mutui immobiliare nord americano, con particolare attenzione alle famiglie meno abbienti..

⁴⁷ E.L. Glaeser , A. Shleifer, *The rise of Regulatory State*, Journal of Economic Literature, June 2003, pag. 408.

⁴⁸ C.P. Kindleberger, *La Grande depressione*, op. cit. p.112.

E' ampiamente noto che in Italia negli anni venti e trenta prima si intervenne per regolamentare in via amministrativa il settore del credito con la legge bancaria del 1926, poi con la sua sostanziale revisione nel 1936 e con la creazione dell'IMI nel 1931 (istituto di diritto pubblico), poi ancora con l'istituzione dell'Iri nel 1933, con il proponimento (poi disatteso) che fosse di durata limitata nel tempo⁴⁹.

Si trattò di interventi assai "pesanti" in *sostituzione* del mercato anche per far fronte agli effetti cui venne sottoposto il sistema economico e creditizio italiano a seguito della politica economica del regime fascista tesa alla stabilizzazione monetaria agendo sul cambio della lira (quota novanta) nei confronti della sterlina. Politica che venne considerata un errore da parte degli industriali di allora e che ebbe anche qualche effetto recessivo sull'economia reale⁵⁰.

Anche per gli effetti dei provvedimenti che portarono alla *sostituzione* dello stato al mercato finanziario e con la amministrativizzazione del sistema bancario che seguì alla legge bancaria, non deve sorprendere che la Consob sia stata istituita soltanto nel 1974 (quaranta anni dopo la Sec) insieme ai primi tentativi di dare maggiore trasparenza ai mercati finanziari, dovendosi recepire, seppure con grave ritardo, le direttive europee per la creazione del mercato unico europeo dei capitali e dei servizi finanziari

Gli esempi riportati dei provvedimenti adottati in Italia negli anni venti e trenta – a parte l'aumento dei dazi all'importazione prima ricordato - hanno la stessa natura di quelli che il governo Usa e alcuni governi europei (UK in testa) hanno adottato per il salvataggio delle banche di oggi. Sono tutti interventi *sostitutivi* del mercato.

Con riferimento alla crisi di oggi, l'insieme dei provvedimenti difetta ancora di interventi *per il* migliore funzionamento del mercato stesso con il rischio che la rivisitazione della regolamentazione abbia come obiettivo la progressiva chiusura entro i confini nazionali della operatività dell'industria finanziaria.

⁴⁹ Creato nel 1933 l'Iri avrebbe dovuto smobilizzare le partecipazioni possedute, ma nel 1937, con Regio decreto legge del 24 giugno, venne previsto che, "in relazione al fine di assicurare l'esercizio in via permanente da parte dell'Istituto della gestione delle partecipazioni che esso detiene e di quelle che potrà assumere", l'Iri "ha il compito di provvedere con criteri unitari alla efficiente gestione delle partecipazioni di sua pertinenza" (art.1, comma 1). Si precisava, tuttavia, che "le partecipazioni ed attività che lo Stato non abbia interesse a conservare saranno gradualmente smobilizzate (art.1, comma 2). Tuttavia, questa ultima disposizione scomparve con il decreto legislativo 12 febbraio 1948, n. 51 che promulga il nuovo statuto dell'Iri - ove si afferma soltanto che "l'Iri gestisce le partecipazioni ed attività patrimoniali da esso possedute" - e non venne mai più ripresa, neanche al momento (il 1992) della trasformazione dell'Iri in S.p.A.

⁵⁰ Ai più giovani va ricordato che "quota 90" significava - nel 1926- la stabilizzazione del cambio di 90 lire per una sterlina che l'anno prima l'Inghilterra ne aveva fissato il ritorno alla parità con l'oro. Si veda F. Cotulla, L. Spaventa (a cura di), *La politica monetaria tra le due guerre*, Collana storica della Banca d'Italia, Laterza, pp. 138 e ss.

Il che porta a concludere che non esistono modalità di intervento dei pubblici poteri che evolvono nel tempo cancellando dal prontuario terapeutico ricette precedenti.

E poiché non si dispone neppure di una teoria della nascita, della evoluzione e della regolazione dei sistemi e delle istituzioni finanziarie⁵¹ non rimane altro che - per intervenire - procedere alla ricognizione degli interessi contrapposti (tra emittenti e investitori, per esemplificare) che si manifestano nella realtà dei mercati finanziari empiricamente osservabili e per individuare le soluzioni legislative e regolamentari capaci di meglio contemperare il soddisfacimento di tali interessi contrapposti, tutti egualmente degni di tutela..

Si deve oggi confidare che dopo gli interventi dello stato soltanto *sostitutivi* del mercato, si giunga presto ad un nuovo assetto regolamentare *per* il mercato che ridia alle famiglie duratura fiducia sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti degli intermediari finanziari sui mercati dei capitali. Tale compito spetta al sistema politico nazionale e sopranazionale, pur nella salvaguardia di alcune specificità strutturali dei diversi mercati dei capitali e delle diverse industrie finanziarie che su questi operano.

4. Indizi per la difesa dello Stato Sociale.

4.1 In quanto segue abbiamo assunto che sia la presenza o l'assenza sui mercati finanziari di investitori (diversi da quelli pubblici) per il *private welfare* - come le assicurazioni e i fondi pensioni e altri ammortizzatori sociali - un importante fattore di discriminazione dei paesi di *common law dispute resolving* rispetto a quelli di *civil law policy implementing*.

Come hanno reagito questi alla crisi finanziaria in atto?

I fondi pensione Usa, il cui patrimonio è investito per il 40-50% in azioni, costituiscono uno dei più importanti *player* dell'industria dei servizi finanziari⁵² e, come ha testimoniato il CBO-Congressional Budget Office Usa, "*The turmoil of financial markets has affected many aspects of the economy, including pensions*": Il minore valore degli assets è stimato in circa il 10% tra il 2007 ed il 2008. Aggiunge il CBO che sebbene le famiglie Usa detengano modesti patrimoni mobiliari diversi dai fondi pensione, nell'aggregato tuttavia questi assets hanno un peso significativo: il 15% del reddito complessivo degli anziani con più di 65 anni contro il 18% dei piani pensionistici⁵³.

⁵¹ Già lo ricordava Fausto Vicarelli (a cura di) in *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, il Mulino, 1979, pp. 5-6.

⁵² Rob Bauer et al., *The Performance of U.S. Pension Funds*, Ssrn, April 2007, mimeo.

⁵³ CBO, Testimony of P.R. Orzag (director) before the Committee on Education and Labour, U.S. House of Representatives on "*The Effects of Recent Turmoil on Financial Markets on Retirement Security*", 7 October 2008.

Nel caso dei fondi pensione italiani (seppure modesti e marginali) la Covip ha stimato che “nei primi otto mesi dell’anno in corso i comparti azionari hanno fatto registrare cali consistenti, nell’ordine del 10 per cento per i fondi negoziali e per quelli aperti, di ordine ancora maggiore per i PIP...negli stessi otto mesi il rendimento medio generale dei fondi pensione risultato comunque negativo per 3,4 punti percentuali”⁵⁴. La caduta dei corsi azionari potrebbe rivelarsi particolarmente penalizzante per i lavoratori prossimi alla pensione e che dunque potrebbe richiedere un intervento (eterodosso) dello stato a garanzia al valore del portafoglio del lavoratore. Nel caso delle assicurazioni l’Isvap a sua volta, annota che “dall’ultima rilevazione che abbiamo effettuato all’ultimo 30 settembre emerge che il saldo plusvalenze e minusvalenze... ha subito ...un progressivo deterioramento”⁵⁵.

Poiché non si dispone ancora di una consolidata teoria economica che spieghi se queste cadute (se temporanee) avranno effetti permanenti sulle prestazioni o soltanto di breve periodo, il contesto delle attese future rimane dominato da un elevato grado di incertezza che potrebbe determinare una permanente avversione al rischio da parte delle famiglie. Anche per questi soggetti il futuro potrebbe presentare amare sorprese con riferimento al loro tenore di vita

Ma vi è di più. Ha scritto la BCE⁵⁶ che i bassi tassi di interesse di questi anni potrebbero avere indotto alcuni investitori istituzionali (assicurazioni e fondi pensioni) a investire – per avvicinare i rendimenti effettivi agli obiettivi di rendimento nominale – in misura sempre maggiore in attività legate al credito, consentendo così alle banche di collocare ulteriori prestiti sui mercati finanziari secondo il modello *originate-to-distribute*. Ha aggiunto al riguardo la Bri⁵⁷ che “un certo numero di assicurazioni e di fondi pensione, benché protetti dall’uso di criteri contabili differenti, hanno annunciato considerevoli perdite dovute ai mutui *subprime* e ai prodotti collegati” (previsione perfettamente azzeccata nel caso di Aig, oppure già si sapeva?). Si accresce così il rischio di controparte per l’intero sistema dovuto anche al comportamento sui mercati finanziari di istituzioni che operano nel settore del *private welfare*. Le politiche di investimento dei fondi pensioni e delle assicurazioni potrebbero avere contribuito al diffondersi della crisi finanziaria ed alla correlata caduta dei valori degli assets delle istituzioni finanziarie di *private welfare*.

Non si sostiene qui che sulla base di ardite quanto impossibili correlazioni statistiche che ancora nessuno propone, siano state le assicurazioni ed i fondi pensioni Usa a fare

⁵⁴ Covip, audizione innanzi alla Commissione Finanze e Tesoro del Senato, *Indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale e sui suoi effetti sull’economia italiana*, 8 ottobre 2008. mimeo, p.5.

⁵⁵ Senato della Repubblica, *Indagine conoscitiva...* cit, Audizione dell’Isvap, p. 8.

⁵⁶ BCE, bollettino di agosto 2008, p. 94.

⁵⁷ BRI, Rapporto 2008, pag. 6.

esplodere la crisi e neppure che siano gli intermediari più penalizzati. Si osserva, invece, che anche i loro portafogli hanno subito rilevanti perdite contribuendo ad aggravare la profondità e l'estensione della crisi. Ad esempio, il FMI stima che le potenziali perdite – dovute ai titoli tossici - della banche Usa potrebbero oscillare tra 225 e 290 miliardi dollari con riferimento ai *loans* e tra 20 e gli 825 miliardi con riferimento alle *securities*. Per imprese di assicurazione e fondi pensioni le perdite oscillerebbero invece tra 5 e 75 miliardi di dollari con riferimento ai *loans* ed tra 285 e 500 con riferimento alle *securities*⁵⁸. Se fosse vero sono cifre di assoluto rilievo anche se inferiori a quelle delle banche che rischiano di ridurre il tenore di vita dei percettori.

Purtroppo non disponiamo di simili valutazioni per i paesi euro e tanto meno se si adotta la distinzione tra paesi di *common law* e paesi di *civil law*. Ma dai dati elaborati dall'Oecd⁵⁹ emerge quanto sia poco sviluppata l'industria dei fondi pensione e delle assicurazioni sulla vita in molti paesi dell'area dell'euro.

Ancora più carenti sono le informazioni statistiche per le assicurazioni sanitarie. Ad esempio, per il settore di *Private Health Insurance* l'Oecd dispone ancora soltanto di pochi indicatori che si riferiscono alla quota della spesa privata per le assicurazioni sanitarie in percentuale del totale della spesa sanitaria. Questa è il 35% negli Usa, contro il 3,3% in Uk ove opera il NHS, il 3,9 in Spagna e appena 1% in Italia⁶⁰. Ma anche questi pochi riferimenti quantitativi mostrano apprezzabili differenze sull'importanza di queste istituzioni nei diversi paesi considerati.

Considerato il prolungarsi e la severità della crisi ci domandiamo se non sia da apprezzare la modestia del ruolo di queste istituzioni di *private welfare* nei paesi dell'euro.

Invece, per i fondi pensioni e le assicurazioni sulla vita le rilevazioni statistiche – curate dall'Oecd - paiono sufficientemente affidabili ai nostri fini.

La tav. 2 illustra alcuni indicatori che possono concorrere a dare contenuti alla precedente ripartizione dei paesi. Assai utile al riguardo è la raccolta per i diversi paesi delle diverse regolamentazioni dell'attività di investimento cui qui facciamo soltanto rinvio⁶¹.

⁵⁸ IFM, *Global Financial Stability Report*, 7 October 2008, p. 9.

⁵⁹ OECD ha lanciato sul finire degli anni novanta un vasto programma di raccolta di statistiche sui fondi pensioni al fine di meglio comparare gli sviluppi di tali fondi nei diversi paesi. OECD, Stat Extracts; OCDE (2005), *Global Pension Statistics Project: Data, Update. Financial Markets Trends*, March 2005; OECD (2006) *Pension Markets in Focus*, October 2006, issue n.3.

⁶⁰ F. Colombo, N. Tapay, *Private Health Insurance in Oecd Countries*, Oecd Health Working Papers, n.15, 2004

⁶¹ OECD, *Survey of investment regulations of pension funds*, July 2008.

Una rapida osservazione della tav 2 mostra – senza impegno in ardite correlazioni – quanto sia poco sviluppata l'industria dei fondi pensione nei paesi di *civil law -policy implementing* rispetto a quelli di *common law -dispute resolving*.

In Italia, in particolare, i fondi pensioni appaiono particolarmente sottosviluppati rispetto ad altri paesi dell'area dell'euro. La ragione di ciò è da individuarsi non soltanto nella modesta cultura finanziaria delle famiglie italiane, nei costi di informazione e di accesso ai mercati e nella qualità degli intermediari finanziari, ma anche nella composizione del portafoglio delle famiglie caratterizzato da basso rischio e basso rendimento. Ma se le famiglie mostrano una scarsa propensione al rischio finanziario ne consegue che anche gli emittenti siano indotti ad offrire prodotti a basso rischio ed il mercato dei capitali a non svilupparsi. E così (tav. 2), i fondi pensioni italiani investono appena il 9,9% del loro modesto patrimonio in azioni ed il 36,5% in obbligazioni: sebbene la regolamentazione –a differenza di altri paesi - non imponga limiti quantitativi alle diverse componenti del portafoglio se negoziate sui mercati regolamentati⁶².

E' opportuno allora spingere ancora la famiglie ad accrescere la loro propensione al rischio al fine di potenziare la presenza di questo tipo di industria finanziaria?

Forse, nel caso dell'Italia, la presenza della molteplicità delle PMI così poco disposte ad accedere al capitale di rischio, insieme alla modestia della borsa valori italiana ove dominano le imprese a proprietà concentrata altro non sono che lo specchio e la conseguenza di una economia ove la sicurezza sociale è in parte garantita dal bilancio pubblico.

Ci si domanda se tale peculiarità non debba essere valutata positivamente e se la crescita dimensionale delle imprese italiane debba essere ricercata con interventi diversi da quelli tesi all'apertura al mercato dei capitali della compagine sociale. Non si tratta di difendere o rimpiangere il presente, ma di mettere in discussione l'efficacia di un sistema finanziario che induce ed incentiva il debito per il finanziamento degli investimenti delle imprese.

5. Concludendo a favore di una rete di sicurezza sociale dei paesi UE.

Abbiamo ricordato che l'amministrazione Roosevelt adottò anche il *Social Security Act* per uscire dalla crisi facendo assumere allo stato il ruolo di assicuratore di eventi imprevisti e imprevedibili e non assicurabili dal mercato dei capitali.

⁶² OECD, *Survey of investment...*, cit. p.7.

Poiché si sostiene che dopo le recenti crisi finanziarie nulla sarà più come prima (e, come si è ricordato in premessa il contesto futuro sarà caratterizzato da l'insorgenza di eventi imprevedibili e non assicurabili) vale la pena di domandarci se - per non doverci pentire in futuro – non sia opportuno potenziare le istituzioni per il *welfare state* garantite dal bilancio pubblico ridisegnando i confini tra stato e mercati finanziari.

A fronte di eventi imprevedibili, ci si può oggi domandare se la tradizionale funzione dello stato sociale come assicuratore⁶³ possa applicarsi al caso di eventi non ragionevolmente prevedibili originati dalle crisi finanziarie, dagli effetti di queste sull' andamento delle economie reali, sul mercato del lavoro e sulla tutela del capitale umano delle famiglie.

Escluso che sia possibile o auspicabile eliminare alla radice la componente di rischio incorporato in ogni strumento finanziario negoziato sui mercati dei capitali (seguirebbe la precoce e pernicioso scomparsa di ogni innovazione finanziaria) non rimane che apprendere la lezione della crisi in atto e domandarci conclusivamente con quali provvedimenti sostitutivi del mercato mobiliare creare una rete di sicurezza per tutelare al meglio il capitale umano delle famiglie lungo l'arco di tutta la loro vita.

Una rete di garanzie statali sui montanti degli assets delle istituzioni di *private welfare* potrebbe contribuire al mantenere in vita queste istituzioni e ad evitare che le famiglie oltre al lavoro perdano anche il loro risparmio.

Molto si discute di come dare unità e forza all'Europa e molti chiedono un nuovo regolatore dei mercati finanziari di rango europeo per dare maggiore stabilità e trasparenza al mercato finanziario.

Anche la costruzione di una rete di protezione sociale europea che tuteli uniformemente il capitale umano delle famiglie, con istituzioni, prestazioni, garanzie e contribuzioni tendenzialmente eguali in ogni paese dell'euro sarebbe il miglior completamento della unione monetaria ed anche del mercato del lavoro europeo. Un formidabile scudo contro l'approfondirsi delle prossime (speriamo il più lontano possibile) inevitabili e imprevedibili crisi finanziarie e dei suoi effetti sull'andamento delle economie reali, ma anche un impegno delle istituzioni politiche più direttamente coinvolte per la tutela del benessere dei loro cittadini..

In altre parole, per valutare l'opportunità di convergere verso un efficace livello di difesa del capitale umano, vale la pena di continuare a privilegiare – nel campo della sicu-

⁶³ A.B. Atkinson, *The Future of Social Protection in a Unifying Europe*, op. cit.

rezza sociale - gli ordinamenti statali “*policy implementing*” anche per non dover frettolosamente e mestamente abbandonare le ricette dei paesi “*dispute resolving*”.

E’ però vero che con onestà intellettuale anche gli studiosi delle “*economic consequences of legal origins*”, concludono⁶⁴ che come nel caso della seconda guerra mondiale o in quello della Grande Depressione (e oggi possiamo aggiungere la crisi innescata dai sub prime): “*countries are likely to embrace civil law solutions*”, così come attestano molti casi di salvataggio tra i “caduti” raccolti in tav. 1.

La lezione da apprendere dalla crisi del 2008 è dunque rivolta al sistema politico dei diversi stati dell’UE che dovranno disegnare i nuovi confini tra stato e mercati dei capitali guidando la transizione di quello e questi verso nuovi assetti con esclusione dei due casi polari: nazionalizzazione delle attività produttive e disordine dei mercati dei capitali⁶⁵.

Anche in questo caso non si tratta di mettere in discussione il capitalismo e l’economia di mercato quanto di mettere in discussione – come ha suggerito *The Economist* prima ricordato - il dominio intellettuale dell’ *Anglo-Saxon brand* del libero mercato con gli Usa suo *cheerleader*.

⁶⁴ R. La Porta et al. *The economic consequences..* op. cit. 2008, p.327.

⁶⁵ S. Djankov, E. L. Glaeser, R. La Porta, F. López de Silanes, A. Shleifer, *The New Comparative Economics. Transition Economics*, Cepr, Discussion paper, n. 3882, May 2003

Tav. 1- Caduti
(fallimenti e/o salvataggi da 09/ 2007 a 20/2008)

Paesi di civil law-policy implementing*

Benelux: *Fortis Banque Belgium, Fortis Banque Netherlands, Fortis Banque Luxembourg, Dexia, Ing..*

Francia: *Dexia, BnP Paribas, SocGen , Credit Agricole, Credit Mutuel, Caisses d'Epargne, Banque Popolare)*

Germania: *Hypo Real Estate, Hypo Real Estate Bank International AG, DEPFA, DEPFA AG, IKB, Dusseldorf Hypo.*

Danimarca: *Roskilde Bank.*

Islanda: *Glitnir, Landsbanki, Kaupthing ed altre tre banche.*

Svizzera: *Ubs, Credit Suisse*

Paesi di common law-dispute resolving**

USA: *Fannie Mae, Freddie Mac, Aig, Bear Stearns, J.P.Morgan, Lehman Brothers, Bank of America, Barclays, Citibank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley ,Washington Mutual, Wachovia, Wells Fargo, American Home, Mortgage, Indy Mac, Bank of New York, State Street, .*

Regno Unito: *Bradford & Bingley, Abbey National plc, Halifax Bank of Scotland (HBOS), Lloyds TSB, HSBC Bank, Nationwide Building Society, Royal Bank of Scotland, Standard Chartered, Northern Rock,*

Irlanda: *Allied Irish Bank, Bank of Ireland, Anglo Irish Bank, Irish Life and Permanent, Irish Nationwide Building Society, Educational Building Society.*

** comprende i paesi di French, German and Scandinavian legal origin. Ammontare stimato degli interventi (miliardi di €): Germania, 480; Francia, 360; Olanda, 210; Spagna, 150; Austria, 100; Portogallo, 20; Grecia 15 mld. Svizzera \$ 60 mld; Italia, q.b.*

*** comprende i paesi di English legal origin..Ammontare stimato degli interventi: Usa, 700-1400 mld di \$; UK, 500 mld di €; Irlanda, 440mld di €.*

Per la classificazione dei paesi si veda R. La Porta e al., *op. cit.*

Fonti: Audizione del Governatore della Banca d'Italia Maro Draghi, Senato della Repubblica, Commissione Finanze e Tesoro, 21 ottobre 2008; stampa nazionale e straniera.

Tav. 2 Alcuni indicatori dei fondi pensioni autonomi*				
paesi di <i>civil law</i>		paesi di <i>common law</i>		
<i>policy implementing</i>		<i>dispute resolving</i>		
Assets dei Fondi pensione (anno2006)**				
In % del Pil				
Italia	3,0 (22,1)	UK	84,3 (116,2)	
Francia	1,1 (60,0)	Canada	54,0 (77,3)	
Spagna	7,5 ((20,9)	Australia	90,4 (91,3)	
Germania	4,2 (31,9)	USA	75,4 (115,0)	
Svezia	9,4 (n.d.)	Irlanda	49,9 (n.d)	
Olanda	127,2 (129)	NewZealand	12,43 (n.d)	
Belgio	4,25 (37)			
Norvegia	6,83 (31)			
** Fra parentesi Fondi pensione + assicurazioni sulla vita nel 2004				
Composizione % degli assets dei fondi pensione (2005)				
	Bonds	di cui	Azioni	mutual
		<i>privati</i>		<i>funds</i>
<i>Paesi di civil law</i>				
Italia	36,5	20,8	9,9	11,3
Francia	63,4	n.d.	5,3	25,8
Germania	30,7	95,7.	34,5	n.d.
Spagna	60,2	69,7	15,2	9.0
Svezia				
Olanda	38,3	91,5	49,8	-
Belgio	6,7	39,8	9,8	74,9
Norvegia	55,4	59,3	28,9	-
<i>Paesi di common law</i>				
UK	20,2	36,2	40,1	18,0
Canada	22,5	21,1	25,8	39,8
Australia	-	-	21,7	65,9
USA	14,7	40,3	41,3	23,5
Irlanda	-	-	-	-
NewZealand	-	-	-	-

* *Dotati di autonomia giuridica.*

Fonte: OECD, Stat Extracts; OCDE (2005), *Global Pension Statistics Project: Data, Update. Financial Markets Trends*, 88, march 2005; OECD (2006) *Pension Markets in Focus*, October 2006, issue n. 3.