

Il dilemma delle regole globali

di Giulio Napolitano

Soldi o regole? Il dibattito sulle soluzioni per uscire dalla crisi negli ultimi tempi sembra essersi polarizzato attorno a questa secca alternativa. Da un lato, vi sarebbe la ricetta statunitense, che, attraverso iniezioni pubbliche e private di liquidità, mira a ricostituire la leva delle istituzioni finanziarie. A questa ricetta si opporrebbe quella europea, basata invece sul rafforzamento di regole e controlli per evitare comportamenti opportunistici degli operatori economici e finanziari. Le due ricette metterebbero a confronto non soltanto differenti disegni geo-politici, ma anche opposti saperi scientifici. Gli economisti invocano il primato dell'approccio monetario e finanziario per argomentare che soltanto gli interventi statunitensi risponderebbero in modo efficace alle esigenze di buon funzionamento dei mercati. I giuristi, invece, sarebbero i diretti ispiratori delle soluzioni europee, sulla base dell'idea che soltanto nuove regole coerenti con le preferenze collettive, e magari eticamente fondate, sarebbero in grado di assicurare cittadini e imprese e di attivare così un nuovo sentimento di fiducia nel comportamento degli attori economici.

La fondatezza di questa contrapposizione, tuttavia, appare dubbia, sia sul piano empirico, sia su quello concettuale. Gli Stati Uniti, infatti, non si sono certo limitati a introdurre nuova liquidità nel mercato, ma hanno anche disegnato un nuovo sistema di regole e di controlli sui mercati finanziari, prima a livello parlamentare, con il rapporto sulla regulatory reform della speciale Commissione di supervisione del Congresso, sia con l'iniziativa legislativa del Segretario al Tesoro, volta all'individuazione di un'unica autorità pubblica di controllo sui rischi sistemici.

I Paesi europei, a loro volta, non sono impegnati soltanto nella costruzione di un nuovo sistema di regole e di controlli a livello nazionale, comunitario e globale, come indica il pur prudente rapporto del Gruppo de Larosière, ma anche nell'impiego di ingenti risorse pubbliche, tramite appositi fondi o la sottoscrizione di speciali strumenti finanziari. La combinazione tra i due piani di intervento emerge anche dalle conclusioni del G20 di Londra. Queste, da un lato, riaffermano la necessità di un piano di stanziamenti pubblici, a sostegno della liquidità dei mercati, dei flussi di finanziamento all'economia reale, degli interventi di salvataggio dei Paesi più esposti; dall'altro, sottolineano l'esigenza di un rafforzamento della regolamentazione e della supervisione in materia finanziaria.

Anche sul piano concettuale, la contrapposizione tra interventi finanziari e interventi regolamentari è, almeno in parte, fuorviante. La spendita di denaro pubblico e l'immissione di liquidità nel sistema finanziario ed economico, infatti, richiedono anche l'adozione di nuove regole su come quelle risorse verranno assegnate dai pubblici poteri e poi impiegate dai suoi beneficiari per garantire un rafforzamento della stabilità patrimoniale e un adeguato flusso di credito a imprese e famiglie. A sua volta, l'individuazione di nuovi vincoli e controlli per i mercati finanziari, e, più in generale, per il commercio internazionale è costosa, sia per gli Stati, sia per gli operatori economici. I primi devono sostenere i costi di approntamento e di funzionamento di nuove e più adeguate istituzioni di vigilanza, ivi compresi quelli derivanti dall'eventuale rinuncia ad una quota della loro sovranità nazionale in materia economica. I secondi devono sopportare i costi di conformazione a nuove regole e controlli necessari a tutelare l'affidamento di investitori e risparmiatori.

Ciò significa anche, in termini culturali e scientifici, che giuristi ed economisti hanno bisogno gli uni degli altri. Il metodo interdisciplinare della Law and Economics, nato cinquant'anni fa negli Stati Uniti, si conferma, dunque, anche di fronte alla crisi finanziaria ed economica, quanto mai prezioso. In una bella intervista, Richard Posner, uno dei padri fondatori della Law and Economics ed esponente di spicco di quella Scuola di Chicago a lungo considerata la più fiera avversaria di ogni forma di intervento pubblico, ha avuto l'onestà intellettuale di riconoscere la

gravità della crisi in atto e di richiamare la responsabilità dei pubblici poteri di «vigilare per limitare i rischi assunti dalle banche». Soltanto così si può ridurre il rischio di un «crollo finanziario», che, a sua volta, «può innescare una depressione» lunga e grave. Negli ultimi mesi, in diversi interventi pubblici, Posner, nonostante l'antica fiducia nella capacità di autoregolazione del mercato, non ha esitato ad attribuire le principali responsabilità dell'attuale crisi agli stessi operatori economici, prima ancora che alla cattiva regolazione o alla spregiudicatezza dei decisori politici. Sarebbe d'altra parte paradossale - egli osserva - esonerare il mercato da ogni responsabilità con l'argomento che lo Stato non ha fatto abbastanza per regolarlo, come invece sembra ritenere il premio Nobel per l'economia Gary Becker nel blog su cui i due studiosi si scambiano settimanalmente opinioni e riflessioni.

Le posizioni di Posner e di Becker ben esprimono la problematicità e la varietà delle posizioni della Law and economics, persino all'interno del suo orientamento più conservatore. Gli eccessi di confidenza nelle capacità di autoregolazione del mercato, d'altra parte, erano stati da lungo tempo denunciati da studiosi formati nella ben diversa scuola di Law and Economics di Yale, sotto il magistero di Guido Calabresi: basti pensare alle dure critiche di Susan Rose-Ackerman e di Jerry Mashaw ai processi di deregulation e di regulatory reform introdotti negli Stati Uniti negli anni Ottanta e Novanta. Il dibattito tra i diversi orientamenti di Law and Economics, dunque, è stato senza dubbio più ricco e articolato di quello svoltosi tra gli economisti puri. In questi ultimi, come ha recentemente rilevato uno dei più brillanti studiosi della nuova generazione, Dani Rodrik, si era imposto un pensiero unico, che aveva la pretesa di imporre soluzioni univoche a qualsiasi problema di agenda politica, sull'assunto della loro superiore efficienza, in quanto tale indiscutibile, perché oggettivamente apprezzabile.

La crisi finanziaria ed economica oggi in atto ha invece evidenziato l'esistenza di una pluralità di fallimenti del mercato e della regolazione. Nasce di qui l'esigenza di un sistema migliore di regole, che possa contribuire a ripristinare un più corretto funzionamento dei meccanismi di mercato e a ridurre i rischi di nuove gravi crisi sistemiche in futuro. L'idea di una funzione ordinatrice del diritto rispetto all'economia, d'altra parte, è al centro degli insegnamenti della scuola ordoliberalista affermata in Germania già nella prima metà dello scorso secolo. A questa scuola si deve la paternità culturale dell'affermazione in Europa del modello dell'economia sociale di mercato e di una moderna disciplina antitrust, sia a livello comunitario, sia a livello nazionale. L'aspirazione alla costruzione di un ordine giuridico del mercato, in grado di assicurarne il corretto funzionamento e insieme la responsabilità sociale, di cui si sono fatti portatori anche importanti studiosi italiani, tuttavia, oggi non può più realizzarsi con gli strumenti del passato, fondati su regole imperative destinate ad imporsi automaticamente ai suoi destinatari. Nello scorso secolo, di fronte a sistemi economici fondamentalmente chiusi all'interno dei confini nazionali e tendenzialmente stabili nelle tecniche di produzione e di commercializzazione, la conformazione giuridica del mercato era senza dubbio più facile. Le regole dettate dagli Stati potevano così indirizzarsi a un numero relativamente ridotto di operatori e avere ad oggetto comportamenti imprenditoriali facilmente prevedibili. Lo spazio per strategie elusive, in questo contesto, era necessariamente ridotto. Il dogma della prescrittività del diritto poteva così trovare un effettivo riscontro nella realtà economica e sorreggere in questo modo l'ambizione dello Stato alla definizione di un compiuto ordine giuridico del mercato. Oggi non è più così, perché l'integrazione globale dei mercati (nonostante i segnali di deglobalizzazione emergenti dalla crisi) e il tasso di innovazione economica e finanziaria rendono l'oggetto della regolazione infinitamente più mobile e fuggitivo. La costruzione di regole efficienti ed efficaci, come insegnano l'analisi economica del diritto e la teoria dei giochi, richiedono allora l'individuazione di meccanismi regolatori più complessi e articolati, fondati su tecniche di incentivazione e su strumenti flessibili e adeguatamente calibrati di intervento pubblico.

L'opzione necessaria della ri-regolazione, dunque, deve risultare coerente sia con scelte valoriali sia con assetti di mercato così profondamente mutati, se vuole davvero porre rimedio ai fallimenti emersi con la crisi e ridurre il rischio che quelle future, pur connaturate al sistema

capitalistico, producano effetti sistemici così devastanti come quelli generati dall'attuale. Da questo punto di vista, pertanto, appaiono indispensabili almeno tre tipi di misure, ciascuna delle quali risponde ad una precisa logica di buona regolazione economica.

Il primo tipo di misure mira a estendere l'ambito materiale della vigilanza pubblica. L'obiettivo è quello di sottoporre ad adeguati vincoli e controlli tutte le possibili fonti di rischio sistemico, non soltanto quelle rappresentate dai tradizionali operatori creditizi. La soluzione più semplice, naturalmente, è quella di estendere l'ambito di applicazione di alcune regole, in materia di requisiti minimi di capitale, di limitazione all'esposizione debitoria o di costituzione di riserve obbligatorie, agli altri intermediari finanziari. Bisogna, tuttavia, tener presente che ciò comporterà inevitabilmente un costoso rafforzamento dell'apparato regolatorio. Le conseguenze, inoltre, potrebbero essere la riduzione della diversificazione degli operatori finanziari o una nuova elusione delle regole, date l'eterogeneità e l'elevata mutabilità delle forme giuridiche degli intermediari. Potrebbe allora risultare utile operare anche sul piano oggettivo, estendendo la regolazione ai singoli strumenti finanziari, a cominciare dai credit-default swaps. Non bisogna poi dimenticare che molti problemi sono stati causati da operatori, come le banche commerciali, già oggi pienamente sottoposti alla vigilanza pubblica. I fallimenti della regolamentazione e dei controlli pubblici sono derivati sia dalla cattura dei regolatori da parte dei regolati, sia dalle indebite pressioni e distorsioni della politica. Per questa ragione, diventa fondamentale rafforzare l'indipendenza delle autorità sia dai soggetti privati, sia dagli organi elettivi. Inoltre, potrebbe risultare utile l'introduzione di meccanismi automatici, che, ad esempio, rendano più stringenti i vincoli al crescere delle dimensioni degli intermediari, così riducendo il rischio di crisi sistemiche e la generazione di situazioni in cui gli attori diventano "too big to fail".

Il secondo tipo di misure deve mirare all'intensificazione del livello di collaborazione e di integrazione tra le autorità di controllo. Si tratta, infatti, di porre rimedio a difetti di coordinamento e di ridurre i costi di transazione istituzionale che possono pregiudicare la tempestività e l'appropriatezza degli interventi pubblici di prevenzione del rischio. In molti Paesi, il problema si manifesta già a livello nazionale, dove le competenze sono disperse tra una pluralità di regolatori, ora settoriali (nel campo bancario, assicurativo e dei valori mobiliari), ora locali (si pensi al caso statunitense, dove esistono regolatori settoriali in ciascuno Stato federato). Il problema si pone poi naturalmente a livello internazionale, sia all'interno delle grandi organizzazioni "macro-regionali", come l'Unione europea, sia a livello globale. In questa prospettiva, i primi passi non possono che basarsi sulla costituzione di strutture federate, basate sulla cooperazione e sull'integrazione tra le autorità nazionali, sia nella fase ascendente della definizione delle regole, sia in quella discendente della loro concreta applicazione. Da questo punto di vista, vanno dunque accolte con favore sia le proposte contenute nel rapporto de Larosière, eventualmente con un più chiaro e diretto coinvolgimento della Banca centrale europea, sia quelle dirette a rafforzare il grado di istituzionalizzazione e le basi di partecipazione del Financial Stability Forum, opportunamente trasformato in uno stabile Board.

Il terzo tipo di misure riguarda la definizione di global standard più stringenti ed efficaci di quelli oggi vigenti. L'obiettivo è impedire che la concorrenza tra ordinamenti dia luogo ad una corsa al ribasso capace di travolgere qualsiasi valore e tutela e ridurre, così, i margini per pericolosi arbitraggi regolamentari da parte degli operatori. Già oggi, in diversi ambiti del commercio internazionale, ivi compreso quello finanziario, esistono molteplici standard. Essi, tuttavia, sono parziali e incompleti; sono spesso adottati da regolatori privati e non pubblici, sulla base di una rappresentazione parziale di interessi, sbilanciata in favore dei soggetti regolati; sono affidati prevalentemente a strumenti di soft law; prevedono un enforcement limitato e spesso inefficace. Qualsiasi iniziativa volta a ridefinire regole e standard globali della finanza e degli scambi internazionali deve cercare di superare gradualmente questi limiti e difetti. Innanzi tutto, il compito di definire regole e standard va chiaramente attribuito alla responsabilità dei pubblici poteri: dunque, agli Stati, secondo i consueti schemi pattizi; alle organizzazioni internazionali oggi esistenti; oppure a nuove istituzioni sovranazionali, siano esse appositamente istituite o derivino

invece da forme avanzate di collaborazione tra le autorità nazionali. Inoltre, appare necessario modificare i meccanismi di consultazione dei diversi interessi rilevanti. Anche gli interessi diffusi e collettivi dei beneficiari della regolamentazione, infatti, devono essere adeguatamente rappresentati nella fase di consultazione per bilanciare la capacità di influenza e di cattura degli interessi regolati. Infine, i meccanismi di enforcement vanno ripensati attraverso il ricorso ad un mix di incentivi e di controlli e affidando alle autorità nazionali un chiaro mandato all'attuazione e all'implementazione degli standard fissati a livello internazionale.

La definizione di global standard, peraltro, non può certo tradursi in una pervasiva ed omogenea regolamentazione a livello mondiale. Come ha evidenziato Dani Rodrik in un bell'articolo sull'*Economist*, un disegno del genere è destinato a fallire per tre ragioni. La prima attiene a considerazioni di realismo politico-istituzionale. Appare, infatti, estremamente difficile imporre agli Stati una rilevante cessione della propria sovranità economica, come quella che risulterebbe dall'imposizione di una vigilanza internazionale anche su pratiche commerciali e finanziarie meramente domestiche. La seconda ragione riguarda la prudenza regolatoria. Il rischio è quello di trovare un accordo su un corpo di regole, magari anche molto dettagliate, che poi però, dopo breve tempo, possono rivelarsi sbagliate. Ciò costituisce un buon argomento a favore dello sviluppo e della convivenza di una pluralità di modelli regolatori. Una terza ragione attiene alla varietà delle preferenze delle diverse comunità politiche, economiche e sociali. Il punto è che le forme preferibili di regolazione finanziaria differiscono nei vari Paesi a seconda dei livelli di sviluppo e dei modelli di società. La regolazione finanziaria mette così in gioco una serie di trade-off. Più si vuole privilegiare la stabilità, più si deve rinunciare all'innovazione. Più è complessa e articolata la regolazione, più sono necessarie autorità specializzate. Più diffusi sono i rischi di un fallimento del mercato, maggiore deve essere il ruolo pubblico di riequilibrio, secondo i paradigmi dello "Stato salvatore". Si spiega così perché ciascun Paese possa preferire collocarsi su diversi punti della frontiera dell'efficienza. La questione fondamentale, allora, è quella di evitare, attraverso global standard adeguati, il prodursi di esternalità negative, come accade quando i sistemi adottati dai singoli Stati consentono di internalizzare i benefici delle scelte adottate (ad esempio, in termini di sviluppo economico sostenuto da un elevato livello di innovazione finanziaria), mentre distribuiscono all'esterno gli effetti delle eventuali crisi così generate.

La complessità delle prove con cui devono misurarsi le nuove regole che saranno adottate a livello globale, in conclusione, conferma ancora una volta perché sia necessaria l'integrazione tra soluzioni diverse e tra saperi, giuridici ed economici, in grado di dialogare tra loro.