

Ripensare le regole della finanza

Bernardo Bortolotti e Fausto Panunzi

Introduzione

Quando l'OCSE annuncia che 20 milioni di posti di lavoro sono a rischio nei prossimi due anni a causa dell'attuale crisi finanziaria, viene spontaneo chiedersi come ciò sia potuto accadere in modo così improvviso. La parola *subprime* era sconosciuta ai più fino a due anni fa. Come è stato possibile che il crollo di un segmento del mercato finanziario americano abbia trascinato il mondo in una crisi di dimensioni così ampie? E cosa ha permesso il propagarsi della crisi a tutto il sistema finanziario mondiale e all'economia reale? Si poteva evitare? Queste domande hanno già impegnato gli economisti e i *policy makers* di tutto il mondo nei mesi scorsi e probabilmente continueranno a farlo per molto tempo. In un convegno, *Back from the Brink: Rethinking Financial Regulation*, tenutosi presso la Fondazione Eni Enrico Mattei il 27 marzo 2009 a sei giorni dal G20 di Londra e organizzato insieme al Centro Paolo Baffi dell'Università Bocconi, alcuni dei migliori economisti, giuristi e esperti internazionali hanno cercato di capire quali lezioni si possono trarre dalla crisi per migliorare la regolamentazione dei mercati finanziari, a partire dalle banche.

Le riflessioni proposte nel corso del workshop sono state numerose e talvolta divergenti, il che non sorprende data la difficoltà del tema e la varietà dei partecipanti e delle istituzioni coinvolte. E' molto difficile – se non impossibile – riportare in modo esaustivo un dibattito complesso e talvolta animato di un'intera giornata di lavori. La discussione ha comunque fatto emergere un consenso sulla diagnosi della crisi e su alcune priorità nel disegno delle nuove regole che cercheremo di sintetizzare in questa nota.

Un punto fondamentale emerso dell'incontro è che la soluzione della crisi passa attraverso la soluzione del problema delle banche. In questo senso, la controversia attuale sulla priorità da dare agli interventi di stimolo fiscale rispetto alle nuove regole della finanza sottovaluta che entrambe le misure vanno di pari passo: difficilmente l'espansione della spesa pubblica potrà infatti essere efficace se non accompagnata da misure per risolvere il *credit crunch*. Ricordiamoci che l'ultima grande crisi finanziaria originata negli Stati Uniti, quella derivante dalla bolla tecnologica, non ha avuto conseguenze reali soprattutto perché le banche non avevano titoli "tossici" nei loro bilanci e quindi il credito ha continuato a fluire regolarmente e l'economia è uscita dalla crisi.

Nel caso attuale invece il crollo dei titoli legati ai mutui *subprime* ha ridotto il valore dell'attivo di molte banche che erano fortemente esposte su questi titoli. Al fine di rispettare i coefficienti di capitalizzazione imposti dalla regolamentazione prudenziale, le banche avevano in teoria due strategie a disposizione: aumentare il capitale proprio oppure ridurre l'attivo. La prima strada si è subito rivelata impercorribile. La scarsa trasparenza sui bilanci delle banche impediva agli investitori di valutare l'esposizione nei confronti di questi asset "tossici". In presenza di asimmetrie informative, nessun investitore è disposto a rischiare il proprio capitale in azioni di dubbio valore. Inoltre, anche ignorando i problemi informativi, una iniezione di nuovo capitale proprio avrebbe beneficiato in primis gli obbligazionisti e i detentori di debito *senior*. Infatti, tali titoli valgono molto poco in caso di fallimento dell'impresa e una immissione di capitale, rendendo meno probabile il fallimento, aumenta il valore di tali titoli. Questi elementi hanno di fatto bloccato la possibilità di ricapitalizzazione delle banche, alle quali è rimasta solo la strada del *deleveraging*, cioè della riduzione dell'indebitamento mediante la vendita dei propri attivi sul mercato. Ma la

vendita dell'attivo può essere una strada percorribile per una singola banca. Quando, invece, tutto il settore bancario cerca di percorrerla contemporaneamente, il valore delle attività si riduce a tal punto da rendere tale strategia del tutto inefficace. Chiuse le due uniche vie d'uscita, non rimaneva che l'intervento pubblico per salvare il settore bancario, e così è stato.

Il workshop ha fatto emergere una concausa istituzionale della crisi: una regolamentazione inadeguata. Nel disegno delle architetture della regolamentazione, non si è prestata attenzione a come essa avrebbe influito sul sistema, e in particolare cosa sarebbe successo se i requisiti regolamentari non fossero stati rispettati. La crisi si è quindi portata dietro il fallimento dell'approccio tradizionale della regolamentazione bancaria, che deve essere completamente ripensata. La discussione ha fatto emergere tre principali direttrici su cui orientare il cambiamento.

Dal micro al macro: verso una nuova regolamentazione prudenziale

Nei mesi scorsi è diventato chiaro che, a fronte delle perdite nell'attivo, rese più evidenti dalla contabilità basata sul *fair value*, le banche non avevano abbastanza capitale proprio per compensarle. La regolamentazione ha portato ad un'insufficiente livello di capitale proprio. L'emendamento agli accordi di Basilea I introdotto nel 1996 e le nuove Basilea II hanno consentito alle banche di ridurre la frazione di capitale proprio fino al 2-3% degli attivi non ponderati per il rischio. E' proprio il maggiore affidamento alla leva che ha portato il settore bancario ad avere come benchmark un ROE, cioè il tasso di rendimento del capitale proprio, pari al 25%. A livelli così bassi di capitalizzazione, ogni shock negativo sull'attivo rischia di compromettere la solvibilità della banca, creando così ostacoli formidabili al suo rifinanziamento sul mercato.

Usare i coefficienti patrimoniali come strumento di regolamentazione prudenziale può non essere una cattiva idea a livello della singola banca. Ma tale strumento rischia di essere deleterio a livello di sistema. In altre parole, quello che può essere desiderabile a livello micro può non esserlo a livello macro. Infatti, se per ripristinare i coefficienti patrimoniali le banche sono costrette a vendere parte delle loro attività, ciò fa diminuire il valore delle attività delle altre banche, obbligando anch'esse a ripristinare i coefficienti patrimoniali cercando di vendere attività, alimentando così una spirale negativa. Occorrerebbe dunque aumentare i margini di patrimonializzazione nei periodi di boom così da poterli ridurre nei periodi di crisi. Alternativamente, si potrebbe chiedere alle banche di sottoscrivere uno schema di assicurazione che consenta di poter attingere capitali nei momenti di crisi di liquidità o di difficoltà di accesso al mercato. In ogni caso, la lezione è di incentivare le banche a mettere da parte risorse nei periodi migliori per poter avere dei margini di manovra in quelli difficili, per quanto possibile attivando sistemi di "allarme" automatici per disinnescare in anticipo crisi di sistema.

I coefficienti patrimoniali come cuscinetto contro gli eccessi di rischiosità degli investimenti del settore bancario hanno mostrato un altro serio limite. Da una parte, le banche hanno reclamato la loro migliore conoscenza, rispetto al regolatore o a qualunque parte esterna, dei rischi legati alle loro attività e questo ha aperto la strada ad un abuso dei coefficienti patrimoniali. Dall'altra, i modelli di rischio non includevano in alcun modo le correlazioni con i rischi incorsi dalle controparti né, più in generale, tenevano in considerazione il rischio sistemico. La regolamentazione dovrebbe invece avere come obiettivo quello di impedire manipolazioni contabili e quello di avere spazio di manovra per le autorità anche in caso di crisi di tutto il settore. Il concetto stesso di ponderazione del rischio dovrebbe essere quindi completamente rivisto. Questa sembra essere la sfida della nuova macroregolamentazione: valutare accuratamente il rischio sistemico e al contempo fornire alle autorità gli strumenti per interventi preventivi e tempestivi.

Quale perimetro per la regolamentazione?

Gli eventi recenti hanno però messo chiaramente in luce che anche il perimetro della regolamentazione dovrebbe essere rivisto, a causa delle esternalità negative che alcune istituzioni esercitano su altre nei momenti di crisi. Infatti, nella fase più acuta del *deleveraging*, cioè quando le banche hanno cercato di liberarsi delle proprie attività più rischiose per rispettare i coefficienti patrimoniali, esse hanno subito l'impatto negativo determinato dal fatto che anche altre istituzioni, come gli hedge funds, erano impegnati a cercare di vendere le stesse attività finanziarie, temendo il crollo dei prezzi e per far fronte alle loro passività. In altre parole, alcune istituzioni finanziarie che sono al di fuori del perimetro della regolamentazione, giocano tuttavia un ruolo importante nell'amplificare la crisi. Può essere pertanto opportuno riportare nell'ambito della regolamentazione anche tali istituzioni.

Un altro aspetto grave è l'assoluta mancanza di trasparenza sull'effettivo rischio sistemico del sistema finanziario. L'uso di SIV (structured investment vehicle) o altri veicoli il cui bilancio non veniva consolidato con quello dell'istituzione finanziaria di appartenenza, le interazioni con gli hedge funds, non sottoposti alla regolamentazione finanziaria, hanno reso da una parte impossibile per le autorità di supervisione capire la vera magnitudine del rischio assunto dalle banche e dall'altro hanno reso ancora più palesemente inadeguata la loro patrimonializzazione. Sarà quindi fondamentale imporre un nuovo sistema di reporting alle istituzioni finanziarie che consenta di valutare il rischio di sistema.

Banche internazionali e regolamentazione nazionale

L'attività delle banche è sempre di più internazionale, specie a livello europeo. I bilanci delle banche sono quindi determinati dall'insieme delle loro attività in vari Paesi. Ma la supervisione rimane in larga parte a livello nazionale. L'esempio dell'Islanda, con le sue banche che avevano allargato la loro base di depositi anche al Regno Unito e ai Paesi Bassi, mostra come ciò possa creare tensioni. Avere un'autorità a livello europeo potrebbe essere un modo per attenuare tali tensioni.

E' stato più volte sottolineato che le banche sono internazionali da vive, ma tornano nazionali quando muoiono. Più concretamente, il salvataggio delle banche in difficoltà è sempre a carico delle nazioni in cui esse hanno sede legale. Ma gli effetti dei salvataggi (o dei mancati salvataggi, come nel caso Lehman Brothers) vengono percepiti spesso a livello globale. Occorre pertanto identificare una procedura per ripartire a livello internazionale sia l'autorità preposta a decidere sui salvataggi delle banche sia il costo di tali operazioni.

Il falso mito dell'autoregolazione: la caduta dei credit ratings

Si è molto creduto in passato nella capacità del mercato finanziario di autoregolarsi attraverso meccanismi reputazionali o intermediari specializzati che facessero da *gatekeepers*. Si pensava che se non ci si poteva fidare delle persone, ci si poteva certamente fidare delle imprese più blasonate o di istituzioni con una lunga tradizione dietro le spalle. La crisi ha forse definitivamente compromesso la fiducia che il mercato riponeva in queste istituzioni e nelle cosiddette "forme private di regolazione", certamente molto popolari negli scorsi anni. In particolare, l'indice è puntato contro le società di rating.

Molti sottolineano che sia stata proprio l'eccessiva dipendenza dalle società di rating una delle cause scatenanti della crisi. Se il mercato non fosse dipeso così tanto dai ratings, probabilmente strumenti finanziari complessi quali i già menzionati SIV o i *collateralized debt obligations* (CDO) che sono al centro della crisi non sarebbero né stati creati né tanto meno collocati sul mercato. Nel

corso del tempo infatti, le società di rating hanno cessato di svolgere il proprio ruolo “istituzionale” di intermediari della certificazione: man mano che gli operatori cercavano di cartolarizzare quote crescenti di mutui *subprime*, le agenzie concedevano agli emittenti in cambio di laute commissioni la licenza di collocare sul mercato *tranches* di questi strumenti con ratings assolutamente ingiustificati in relazione ai rischi sottostanti. Alcuni dati sono impressionanti. I *credit default swaps* (CDS) le cui quotazioni sul mercato forniscono una misura del rischio di fallimento– di una banca come Bear Stearns mostrano in modo inequivocabile l’aumento progressivo dei rischi di insolvenza, fino a toccare un apice di oltre 700 punti base nel Marzo del 2008. Ebbene, durante tutto questo periodo il rating della Bear Stearns è rimasto stabilmente A-. Un aspetto per certi versi paradossale è che i ratings sono elemento fondamentale nella regolamentazione in quanto contribuiscono alla ponderazione della rischiosità degli assets secondo le disposizioni di Basilea II.

Le agenzie di rating hanno quindi gravi responsabilità nella crisi e nel disegno della nuova regolazione i policy makers dovranno tenerne conto. Non sarà comunque facile sostituirle sia perché sono state per così lungo tempo una colonna portante dei mercati finanziari, sia perché oggi gli Stati hanno disperatamente bisogno del loro aiuto per collocare con successo sul mercato i propri nuovi debiti.

Conclusioni

Una cattiva regolamentazione ha contribuito a rendere la crisi finanziaria più acuta e più globale. Riformare la regolamentazione certo non sarà la chiave per uscire dalla crisi, ma ci aiuterà forse ad evitarne altre nel futuro. E’ vero che spesso le nuove regole servono solo a combattere le crisi del passato. Per evitare ciò è importante che le nuove regole siano basate su un’analisi solida della situazione attuale, scremando ciò che è inessenziale da ciò che invece è sostanziale. Le riflessioni emerse nel workshop tenutosi presso la Fondazione Eni Enrico Mattei possono aiutare a capire in quale direzione camminare.