

LA RIFORMA DELLA FINANZA AMERICANA

di Paolo Manna

Alla riforma del sistema finanziario e bancario statunitense, battezzata pochi giorni dopo la pubblicazione del nostro articolo di presentazione (che trovate pubblicato sul numero 263 della rivista), *Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, dai nomi dei due deputati relatori, è stato assegnato il ruolo di principale argine alle cause di innesco di una futura crisi finanziaria ed economica mondiale. In altri termini, la riforma dovrebbe essere lo strumento idoneo ad evitare che le società finanziarie e bancarie debbano essere salvate tramite garanzie governative, implicite ed esplicite, quindi a spese delle tasche dei contribuenti e che le loro difficoltà infettino anche l'economia reale. Come sappiamo, la crisi economica ebbe origine dai mercati finanziari americani per propagarsi al resto dell'economia, ma mentre gli europei hanno solo di recente aggiornato la normativa di vigilanza europea, che ora attende il recepimento delle singole legislazioni nazionali, nel breve termine è sulla *Dodd - Frank* che pesa l'intera responsabilità che le crisi siano evitate in futuro.

La riforma americana opera secondo due direttrici, come suggerisce la sua etichetta: la protezione del consumatore finanziario, argomento sul quale la posizione avvantaggiata dell'Europa è innegabile, mentre l'obiettivo più complicato che è stato affidato alla *Dodd - Frank* riguarda la crescente propensione del settore finanziario a mettere a rischio l'intero sistema economico, il cosiddetto rischio sistemico, che discende dalla selvaggia assunzione di rischi eccessivi e non collegati né al finanziamento dell'economia reale né, o solo in parte, all'impiego dei risparmi dei clienti. Il rischio sistemico obbliga ad operazioni di salvataggio condotte a spese del contribuente, pena la caduta agli inferi dell'intero sistema economico. Questa riforma è stata concepita e costruita per rispondere a quest'ultima richiesta?

Prima di proseguire, è necessario un breve riepilogo degli aspetti fondamentali della riforma relativi alla prevenzione dei rischi sistemici, mentre rinvio i lettori all'articolo prima citato per un'illustrazione più dettagliata.

In primo luogo, identificare e regolamentare il rischio sistemico significa affermare che le aziende finanziarie che non rivestono la forma giuridica e organizzativa di ban-

ca sono altrettanto importanti per garantire l'equilibrio del sistema finanziario globale: anche queste ultime, in conclusione, devono essere regolamentate e, come ultima istanza, smembrate e vendute. La *Dodd - Frank* non attua distinzioni tra banche e non banche e ambisce a vigilare sull'intero sistema.

Secondo. E' necessario mettere fine al principio che le banche e le società finanziarie possono diventare troppo grandi e troppo importanti per fallire. La legge introduce ciò che gli americani hanno battezzato "piani per i funerali", ossia procedure di liquidazione che non si alimentano solo con i soldi dei contribuenti ma richiedono che il management incapace o corrotto sia licenziato e che i costi dell'operazione siano sopportati dagli azionisti e dai creditori della società.

Terzo. La *Volcker Rule* rappresenta la parziale reintroduzione della vecchia legge denominata *Glass - Steagall Act*, che separava nettamente le banche commerciali, che alimentano il business con i depositi retail, dalle società di investimento, che in precedenza si finanziavano tramite emissioni obbligazionarie. Tornare al passato non è stato possibile ma il Congresso ha legiferato per impedire alle banche, anche a quelle con ruolo di capogruppo di un gruppo finanziario composito, gli investimenti dei fondi propri - in altri termini i soldi dei depositanti, i cosiddetti *proprietary trading* - se non per volumi minimi, escludendo che questi portafogli di investimenti possano essere introdotti nei futuri piani di salvataggio. Quarto. La riforma ambisce a regolamentare e a rendere trasparente il mercato dei derivati, obiettivi ricercati tramite la standardizzazione contrattuale e la compensazione centralizzata presso le *clearing house*. I derivati più complessi e quelli che le società non sottoporranno agli obblighi di trasparenza non saranno vietati ma potranno essere trattati solo dalle sussidiarie ad elevata capitalizzazione dei gruppi finanziari. Sono esclusi dalle penalizzazioni previste i contratti di derivati destinati all'*hedging* dei flussi commerciali.

Penso di poter affermare, anche con buona sicurezza, che il *Dodd - Frank Act* si posiziona nel corretto campo di gioco. È molto incoraggiante notare che lo scopo della nuova regolamentazione sia esplicitamente indicato e che si svilupperanno sistemi e procedure per regola-

p r i m o p i a n o

mentare le istituzioni finanziarie, banche e società, considerate rilevanti per l'equilibrio del sistema. E' doveroso riconoscere lo sforzo che compie la riforma per strutturare migliori sistemi prudenziali di regolamentazione e per mettere in piedi procedure e strumenti adatti a trattare i rischi sistemici. I requisiti introdotti tramite i "funeral plans", ossia le prerogative delle agenzie di regolamentazione di entrare nella gestione delle società in difficoltà per provvedere alla loro liquidazione e vendita, possono aiutare a sterilizzare gli sforzi che le strutture di governance che reggono le grandi istituzioni finanziarie compiono per impedire la liquidazione delle loro società, che giungono fino a bloccare qualsiasi piano di soluzione che preveda la loro sostituzione, finendo per scaricare i costi sulla collettività. La riforma, in questo caso, funge da implicita tassa sulla complessità organizzativa e della governance dei gruppi bancari e finanziari, uno dei principali problemi di un mercato che ha spesso operato per privatizzare i guadagni e per socializzare le perdite.

Nello stesso filone, sebbene la versione finale che la riforma presenta sia stata molto diluita, opererà la *Volcker Rule* che limita gli investimenti delle grandi e complesse istituzioni finanziarie e produce una restrizione diretta e immediata della complessità degli strumenti finanziari. La *Volcker Rule* previene anche le manovre opportunistiche a spese dei consumatori che derivano dalla distrazione delle garanzie prestate alle banche commerciali che sono in gran parte designate, in linea di principio, a salvaguardare i sistemi di pagamento e di regolamento commerciale e che invece assicurano forme di finanziamento alle società a tassi bassissimi, quasi gratuiti, che alimentano gli investimenti a scopo speculativo. La riforma prevede la concessione delle garanzie alle capogruppo bancarie, che non possono girarle alle società veicolo. Queste garanzie effettivamente abbattano i costi dei business più ciclici e rischiosi come gli investimenti in *proprietary trading* e la conduzione degli *hedge fund* o dei *private equity fund*. Occorre inoltre ribadire che la classica banca commerciale mantiene le caratteristiche di scarsa criticità anche in questi floridi ma rischiosi mercati.

Allo stesso modo è benvenuta l'ampia revisione indirizzata verso il business dei derivati che ha lo scopo di rimuovere il velo di opacità che ha condotto i mercati ad aggregarsi ulteriormente quando i grandi dealer in derivati hanno sperimentato problemi, come successe nel caso di Bear Sterns. La compensazione centralizzata dei derivati e la spinta alla maggiore trasparenza dei prezzi, dei volumi e delle esposizioni dovrebbe abilitare i mer-

cati a trattare meglio il rischio di controparte, in termini di formazione del prezzo dei contratti bilaterali. La riforma spinge anche per la maggiore trasparenza mettendo i soggetti che non sono banche sotto l'attento scrutinio della FED e della SEC.

Nonostante tutti gli aspetti positivi, non può essere taciuto che le oltre mille pagine del *Dodd - Frank Act* compiono, talvolta, uno sforzo solo parziale. La piena entrata in vigore della riforma richiederà infatti almeno 225 nuove regolamentazioni che dovranno essere emesse nel prossimo futuro e che conletteranno undici agenzie federali, alcune ancora in corso di strutturazione. Ciò detto, se l'obiettivo è di fornire un solido e robusto set di regolamentazione contro i rischi sistemici, la riforma risulta ancora incompleta con riferimento a quattro punti.

Primo. La riforma non affronta le aree grigie create dalle differenze di prezzo determinate dalla presenza di ampie garanzie concesse al mercato. Le procedure di salvataggio o di sussidio tramite garanzie permettono ancora a molte società finanziarie di trovare fondi per le loro attività a tassi sotto i livelli di mercato e di continuare a inglobare rischi in misura eccessiva, finanziati dai soldi pubblici.

Secondo. Le società finanziarie e bancarie importanti a livello sistemico saranno in futuro chiamate a sopportare le perdite che genereranno mentre non sono ancora chiari i meccanismi che impediranno di addossare i costi, o parte di essi, agli altri attori che operano all'interno del sistema. Pur nella sua vasta portata di regolamentazione, la riforma balbetta nell'addossare direttamente e con precisione al sistema finanziario la fonte primaria dei fallimenti sul mercato, ovvero il rischio sistemico.

Terzo. In molte delle sue sezioni, la riforma persevera nel voler regolamentare una qualsiasi impresa presente sui mercati finanziari sulla base della sua forma giuridica invece che in funzione dell'attività che svolge. L'impostazione della riforma, ancora ancorata alla tradizione, impedisce alla stessa di essere efficace con le nuove forme societarie e organizzative che sono già nate e nascono come funghi all'interno del mercato finanziario, che anzi saranno incentivate dallo scopo di aggirare le strutture regolamentari previste. Gli studiosi americani parlano di incentivi alla nascita di un sistema bancario e finanziario "ombra", costruito tramite società veicolo che non sono sottoposte alle regole.

Quarto. La riforma compie fondamentali omissioni nel riconoscere che ci sono importanti mercati a notevole impatto sui rischi sistemici, in primis il mercato del re-

primo piano

cupero crediti sui contratti finanziari individuali e con le imprese, che necessitano anche loro di nuove soluzioni di regolamentazione pena la veloce infezione dell'economia reale al momento dell'esplosione di nuove crisi.

L'effetto netto dei quattro punti sopra evidenziati potrebbe avviare un circolo vizioso: le garanzie governative sarebbero concesse anche alle banche e società che non hanno rispettato le regole perché hanno condotto business ad elevato rischio sistemico tramite società che operano al di fuori della riforma, che sarebbero in tal modo incentivate ad assumere altri rischi e così via nel continuo.

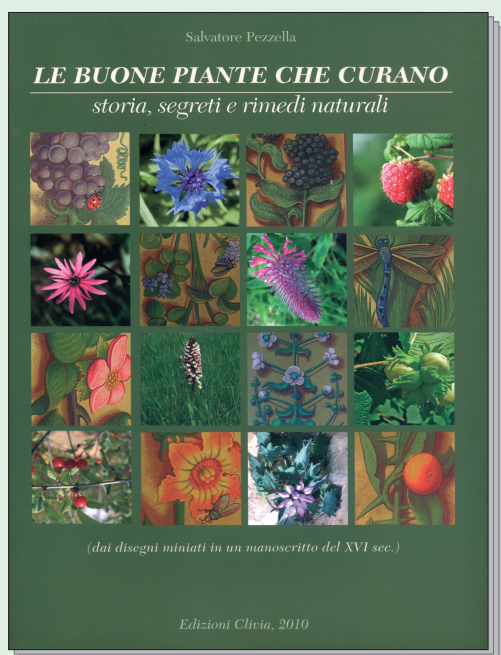
L'allocazione dei rischi da parte dei gruppi finanziari "onesti" potrebbe quindi migrare nel tempo verso le società "ombra" che operano ad alta leva, che si svilupperanno in futuro anch'esse nel sistema bancario ombra che, potenzialmente, seminerà i semi della prossima significativa crisi.

In conclusione, applaudiamo la riforma *Dodd - Frank* nella sua ambizione e nel suo tentativo di riscrivere la regolamentazione finanziaria: essa rappresenta il culmine

di parecchi mesi di sforzi sinceri da parte dei legislatori, dei loro staff, di regolatori prudenziali, degli accademici, e, naturalmente, dell'industria finanziaria e tanti risultati sono stati raggiunti. Ma non può essere sottaciuto il fatto che il più ambizioso tentativo di ridefinizione della regolamentazione del mercato finanziario non è ancora riuscito ad annullare gli incentivi che spingono le istituzioni finanziarie a mettere a rischio la stabilità del sistema finanziario e lascia qualche margine di incertezza su come saremo in grado di risolvere le crisi future; corre quindi il rischio di risultare anacronistica fra ben poco tempo.

Ma, pur condividendo in larga parte i dubbi, in considerazione della necessità di riparare il massiccio fallimento dell'impianto regolatore ante crisi finanziaria, quali altre scelte si potevano operare? Prendere posizione a favore del lavoro svolto dal Congresso invece di propendere per quello precedente svolto dagli imperfetti organi di regolamentazione già esistenti non dovrebbe essere difficile. ■

Gruppo Economisti d'Impresa - www.gei.it



Il libro "Le buone piante che curano: storia, segreti e rimedi naturali", di Salvatore Pezzella (Perugia, Edizioni Clivia, 2010) contiene circa 600 "monografie" di piante officinali con cui l'Autore si è posto di raggiungere lo scopo di rendere al lettore notizie scientifiche e informazioni approfondite sulla flora del centro Italia e, in particolare, di quella esistente in Umbria. Il volume (formato grande, pagine 600 e altrettante foto a colori dei vegetali desunti nel loro habitat naturale) potrebbe rappresentare un "vademecum" per tutti, soprattutto per i giovani che desiderano saperne un po' di più sulla vegetazione che li circonda e, non ultimi, per i molti estimatori della Fitoterapia, quella scienza che attinge al mondo della natura verde, allo scopo di un impiego migliore dei vegetali nell'impari lotta contro le malattie. Piante ed erbe medicinali (officinali, ornamentali, aromatiche, ecc.) che l'Autore ha descritto ed esposto nel libro assegnandone il nome scientifico, l'habitat naturale, le parti da utilizzare, i contenuti in principi attivi, le proprietà curative, gli aneddoti tra storia e curiosità, ecc.). All'inizio e alla fine di ogni monografia, l'Autore avverte il lettore che l'utilizzo delle piante a scopo medicinale va fatto dietro consiglio del medico curante o del farmacista, per evitare possibili sinergie tra farmaci ed erbe e quindi spiacevoli conseguenze per la salute. Le piante raccolte nel libro appartengono tutte alla flora italiana e, in particolare le specie botaniche del centro-Italia, come l'achillea, l'agrifolia, l'alloro, l'aloè, l'arnica, l'angelica, la betonica, il biancospino, la camomilla, il carciofo, il cardo mariano, la cedronella, la celidonia, l'aglio,

l'alchechengi, l'aneto, l'assenzio, la bardana, la borragine, la borsa pastore, la ruta, la salvia, il sedano, il tiglio, la cipolla, l'echinacea, il finocchio selvatico, l'iperico, il mais, l'origano, l'ortica, la passiflora, il rabarbaro, il sambuco, il tarassaco, la valeriana, la vitalba, lo zafferano, il ginepro, la genziana, il girasole, la lattuga, la liquirizia, la malva, il marrubio, la melissa, la menta, l'origano, la piantaggine, i fiori d'arancio, il ravanello o pungitopo, il ribes, il rosmarino, il crescione, la betulla, l'alchechengio, l'aquilegia, il germe del grano e tantissime tante altre. Le "monografie" dei vegetali, oltre ai contenuti in principi attivi e all'attività curativa svolta da ciascuna pianta, riportano anche gli aneddoti tra storia, curiosità ed evoluzione empirica della Fitoterapia e delle scienze farmacologiche in generale. Le bellissime foto, a corredo d'ogni monografia, sono state ritratte nel loro ambiente naturale per consentire al lettore di cogliere tutte le caratteristiche di ogni parte della pianta.

salvatorepezzella@inwind.it - www.florapez.net