



Debito pubblico, mercati e regolamentazione.

Una rassegna

di *Sergio Ristuccia*

“**I**l recupero di affidabilità dell’Italia, in primo luogo del suo debito pubblico” passa, naturalmente, attraverso un sentiero molto stretto. Per far questo “bisogna portarsi tutti all’altezza dei problemi da sciogliere e delle scelte da operare”. E dunque, “non si tratta di obbedire al ricatto dei mercati finanziari, o alle invadenze e alle improprie pretese delle autorità europee, come dicono alcuni, forse troppi. Si tratta di fare i conti con noi stessi, finalmente e in modo sistematico e risolutivo; ho detto e ripeto che lasciare quell’abnorme fardello del debito pubblico sulle spalle delle generazioni più giovani e di quelle future significherebbe macchiarci di una vera e propria colpa storica e morale”.

Così, in termini lapidari, si è espresso il Presidente della Repubblica Giorgio Napolitano nel suo discorso al Meeting di CL del 21 agosto. A fronte di queste parole appare ancor più disperatamente umiliante per il Paese il tornito e “pacato” discorso di Silvio Berlusconi, Presidente del Consiglio, alla Camera dei deputati il 3 agosto scorso. Vi erano profuse in grande abbondanza le “semplificazioni propagandistiche e comparazioni consolatorie su scala europea” di cui lo stesso Napolitano parla nel discorso. Né fa però grande figura il centro-sinistra, sempre molto timido nell’affrontare il tema del debito pubblico, senza parlarne compiutamente e chiaramente al Paese, senza neppur far valere la buona cura del debito affidata ai buoni “tecnici” come fu (malgré lui meme: ha sempre sostenuto che non esistono ministri tecnici) il compianto Ministro dell’Economia Tommaso Padoa Schioppa. Potrebbe fare una certa impressione non trovare una voce “Debito” nel glossario di due anni di Politica Economica e Finanziaria pubblicato nell’aprile 2008, quando si concluse la breve esperienza del Governo Prodi. Ma se si va alle voci “Generazioni” (Patto fra le), a quella “Risanamento dei conti pubblici” e a quella “Lavoro e Previdenza” si intende la costante centralità attribuita alla questione del “debito”. Tanto che vale ricordare alcuni passaggi.

“La combinazione di deficit elevato, esaurimento dell’avanzo primario e risalita del debito pubblico configura una condizione insostenibile dei conti pubblici, rendendoli più vulnerabili all’aumento dei tassi di interesse, alle pressioni del mercato internazionale e al giudizio delle agenzie di rating” (Lettera di introduzione al DPEF 2007-2011).

Oggi (2008), “ogni cittadino italiano, compresi i neonati, sopporta ogni anno 1300 euro di spesa per il pagamento degli interessi sul debito. Ciò limita la possibilità di destinare maggiori risorse alla riduzione delle imposte o agli investimenti, materiali o immateriali. Il debito – accumulato in gran parte durante gli anni ottanta e fino a metà degli anni novanta – penalizza le attuali generazioni”. Di qui la necessità di riprendere il percorso di riduzione progressiva del debito e di accompagnarlo con nuovi “patti” fra generazioni. Uno di questi, secondo Padoa Schioppa, avrebbe dovuto essere un Patto sul welfare di cui il cd. Protocollo firmato con le parti sociali nell’estate 2007 doveva essere un anticipo. I protocolli sono precari, legati alle politiche dei Governi che si susseguono e si smentiscono. Ma in certe situazioni occorrerebbero percorsi che portassero a risultati di maggior coesione.

In ogni caso bisognerebbe fare, in realtà, una storia del debito pubblico non solo per tenere a mente momenti e attori della sua crescita abnorme e dannosa ma per metterlo in correlazione con le “politiche” fatte o mal fatte finora e con i beneficiari o destinatari di queste politiche. Si tratterà di sapere in qual misura il debito è servito, se è servito, a finanziare investimenti o invece è andato a finanziare provvedimenti di distribuzione di redditi e a favore di quali ceti o categorie di persone. Forse emergeranno con evidenza le ragioni per cui dal debito ha tratto vantaggi un’ampia parte della popolazione per cui rimborsarne una parte e ridimensionarlo è, più o meno, questione di tutti. Così come tenerlo nelle sue dimensioni è comunque una palla al piede per tutti. Un problema che va affrontato anche se si potesse prescindere dalla crisi. Una crisi che, una volta arrivata a certi stadi, colloca proprio un debito pubblico come quello italiano sulla prima linea dei fattori di aggravamento della tempesta.

In ogni caso, che i mercati – che hanno visioni necessariamente focalizzate sui rendimenti, soprattutto di breve periodo –, guardino all’affidabilità dell’emittente i titoli è assolutamente ovvio. Quando gli emittenti sono i Governi è la loro affidabilità ad essere in questione. Piaccia o non piaccia. Naturalmente l’affidabilità può non essere (anzi talvolta non deve essere) quella fondata sui principi a cui, consapevolmente o no, si rifanno i “mercati”. Ma, di nuovo, spetta ai Governi costruire e affermare la propria autorevolezza anche contro i mercati.

Per ora ci sono soltanto segni abbondanti di timidezza dei Governi. Per non parlare dell’inconsistenza di alcuni.

Una volta chiaro che dal problema del debito pubblico non si può sfuggire come punto di partenza ineludibile, e che nelle crisi dei mercati finanziari non

è possibile andare a trovare soverchie scusanti diviene possibile interrogarsi a fondo sulla grande crisi mondiale in corso e farsi un'idea sugli attori che l'hanno innestata. Crisi che non è finita, anzi, si va aggravando.

I MERCATI, SONO QUESTI MERCATI

Dunque, i “mercati” onnipresenti attori delle cronache politiche di questi giorni. Oggetto di molteplici attenzioni da parte di centri internazionali di osservazione e proposta come il Financial Stability Board, guidato finora da Mario Draghi. Che finora non sembra sia stato molto ascoltato dai Governi riuniti nei vari G 7 o G 20.

Viene facilmente in mente, di questi tempi, quel che della borsa hanno detto figure illustri della scienza economica come John Maynard Keynes, per citare il massimo, o come Federico Caffè. Il primo aveva bene in mente che: “quanto più perfezionata è l'organizzazione dei mercati d'investimento tanto maggiore sarà il rischio che la speculazione [che ha la vista corta] prenda il sopravvento sull'atteggiamento imprenditoriale [che guarda al lungo periodo].” La situazione diventa seria “quando l'imprenditorialità diviene la bolla d'aria in un vortice di speculazione” (Teoria generale, ed. it. UTET, 1971, pp. 318-319). Caffè si disse convinto che “la sovrastruttura finanziario-borsistica, con le caratteristiche che presenta nei Paesi capitalistamente avanzati, favorisca non già il vigore competitivo, ma un gioco spregiudicato di tipo predatorio” (in <<Giornale degli economisti>>, 1971). Giudizi severi che si aggravano oggi se si pensa all'accresciuta “potenza di fuoco” dei mercati finanziari, inimmaginabili ai tempi di questi autori, dopo che hanno adottato gli strumenti raffinati della telematica entro cui il mondo oggi opera. I mercati sono stati, probabilmente, fra i principali fattori di evoluzione dei programmi di software d'avanguardia. In questi giorni è dato raccogliere alcuni dati significativi. Per esempio, sugli high frequency traders, cioè sugli operatori di borsa superveloci, che dispongono di algoritmi che determinano automaticamente ordini di acquisto o vendita in pochi nanosecondi. Ora, questi operatori, detti anche flash traders, gestiscono mediamente la metà degli scambi di Wall Street. La Securities Exchange Commission (SEC) sta indagando su questo tipo di operatori e cerca di costruirne una mappa anche per evitare incidenti clamorosi come quello del 6 maggio 2010 quando l'indice Dow Jones perse in pochi minuti mille punti per un “crollo da ordine algoritmico”. Insomma, un “sell” artificiale innescò una reazione a catena per l'intervento del trading elettronico di altri operatori. Il che, prima di recuperare almeno parzialmente la situazione, provocò vari danni. In realtà, gli operatori che mirano a sfruttare al massimo le potenzialità di guadagno offerte dai mercati finanziari tendono, ancor più che altri, a mantenere la propria esposizione il più vicina allo

zero. Così, nel caso di una vendita ingente, i loro software cominceranno ad inviare ordini di acquisto compensatori tentando di incrociarli con quelli di altri trader veloci. Se non li trovano, la ricerca di stabilità porta a volumi altissimi di scambi e a scarsa liquidità. Il prezzo degli asset precipita. Fino a quando, partendo da livelli molto bassi, tornano gli acquisti. Spesso gli investitori cosiddetti tradizionali accusano i “flash traders” di superare il limite della legalità. Quando, per esempio, fanno “front running”, cioè intercettano, grazie a software sofisticatissimi, gli ordini di vendita di altri operatori e li anticipano. Sono così in grado di riacquistare poi a prezzi più bassi. Tutto ciò si può leggere in un articolo, firmato solo Vi.C., pubblicato su «Il Sole 24 Ore» del 9 agosto (*Gli algoritmi dominano gli scambi*). Così come, due giorni dopo, su «la Repubblica» Maurizio Ricci (*Politica e banche centrali disarmate. Così la speculazione governa il mondo*) conferma queste informazioni riportando l'opinione di un imprenditore miliardario texano, Mark Cuban, secondo il quale i mercati, grazie proprio alla grande espansione delle transazioni computerizzate, si trovano a loro agio nell'orientare i propri comportamenti sui problemi macroeconomici che toccano, alla fine, tutti i titoli. Di conseguenza, “sta diventando sempre più difficile investire in un'azienda in cui credi”. Tutto ciò può ben definirsi come mero “vortice di speculazione” usando le parole di Keynes, se non altro in ragione degli ampi margini lasciati alla spregiudicatezza, per non parlare dell'illegalità più o meno latente. Sta di fatto che i fenomeni sono rigorosa conseguenza della configurazione attuale dei mercati, della fiducia che a tali mercati è stata concessa in misura assai più ampia del giusto e soprattutto dal sistema di potere che finora ad essi sovrintende. In ogni caso, i mercati sono i mercati, sono questi mercati. Naturalmente al momento in cui i mercati prevaricano diventando i soggetti decisivi della vita delle nazioni fa comodo andare a cercare responsabili e capri espiatori. Così è avvenuto per le agenzie di rating quando hanno cominciato ad occuparsi con insistenza dei titoli del debito pubblico dei vari Paesi. I loro giudizi sono divenuti oracoli e parole d'ordine non solo per gli investitori ma per le politiche economiche. Se poi arrivano al downgrading del debito americano, meraviglia e sconcerto appaiono, almeno in un primo momento, senza limiti.

Ma, di nuovo, il mercato è il mercato. Se i titoli del debito pubblico (o sovrano, come piace dire di questi tempi quando di “sovrano” in giro ce n'è assai poco) stanno sul mercato i raders fanno il loro mestiere. E se chi emette titoli è uno Stato il valutatore è legittimato ad entrare in tutti i campi delle politiche economiche pubbliche ritenute rilevanti. Con la conseguenza che dei valutatori di titoli divengono dei quasi-regolatori di tali politiche. Meraviglioso esempio di come, una volta che i legittimi regolatori (cioè le autorità pubbliche nazionali e internazionali deputate) hanno rinunciato a regolamentare in nome della convinzione (esclusivamente ideologica) che i mercati risolvono tutto al meglio, sono gli attori di questo mercato ad assumere un potere re-

golativo. Certo, molti hanno ricordato che le agenzie di rating esprimono soltanto giudizi, come molta giurisprudenza americana avrebbe più volte ribadito, e che quindi sta nei gestori degli investimenti in borsa e negli investitori tutti prendere le valutazioni per quello che sono. Ma nessuno spiega come si possa contrastare l'effetto "gregge" dei mercati quando questi, fra l'altro, sono di dimensioni molto superiori a quelle finora conosciute. In realtà, gli effetti negativi dei mercati si contrastano attivando con prontezza i poteri regolativi. Ce n'è voluto di tempo per prendere una misura (beninteso, del tutto tampone e temporanea con il rischio di essere addirittura retorica se presa solo in alcuni Paesi) come la sospensione delle operazioni allo scoperto che, in caso di "vortice di speculazione", sono uno degli strumenti molto usati per fini di speculazione in senso stretto. A questo riguardo Giovanni Sabatini, direttore generale dell'ABI, ha giustamente ricordato le ragioni che giustificano provvedimenti urgenti di blocco delle vendite allo scoperto per cercare di ricondurre a normalità situazioni di mercato fortemente critiche. Traendo la conclusione, avverso alcuni critici di questi provvedimenti, che "occorre riconoscere con oggettività i limiti del modello di regolamentazione anglosassone e avere il coraggio di mettere in discussione i paradigmi su cui questo si è fondato" (*Banche italiane e vendite allo scoperto*, «Il Sole 24 Ore», 17 agosto 2011). Paradigmi: ma forse Sabatini avrebbe voluto scrivere "dogmi"

IL RUOLO DELLE AGENZIE DI RATING

Rimaniamo alle agenzie di rating. L'Amministrazione americana ha molto contestato Standard & Poor's per il declassamento (primo nella storia) del debito pubblico americano. Gli ha contestato l'esattezza dei calcoli. Ed ha avuto ragione. Su questa linea anche Paul Krugman, che pure è da tempo duro critico liberal della politica economica di Obama. Krugman in un articolo pubblicato anche da «La Repubblica» (*Non credete al rating*, 9 agosto 2011) ricorda che le agenzie hanno avuto una grande responsabilità all'inizio della crisi quando avevano continuato ad attestare con tripla AAA il merito di credito dei cosiddetti sub-prime immobiliari. Titoli che costituirono la grande bolla che, nell'esplosione, dettero quanto meno il via alla crisi nel 2008. Mutui ipotecari rivelatisi spazzatura tossica. Senza dire del rating A per Lehman Brothers fino al momento del fallimento. Krugman parla di vera e propria "sfacciataggine" per Standard & Poor's. In ogni caso, passati un po' di giorni, l'agenzia concorrente Fitch (si fa dire "concorrente", dato il carattere oligopolistico del mercato) ha rimediato confermando il suo massimo apprezzamento del debito Usa. Apprezzamento molto seguito dagli investitori che sembra si siano subito dimenticati dell'outlook negativo di S&P. Detto tutto ciò, la questione rimane quella del ruolo delle agenzie e delle regole a cui debbono

attenersi. A questo proposito vale fare riferimento a qualche riflessione di diritto comunitario, posto che una prima risposta al problema è stata tentata in sede europea nel 2009. Ne scrive Jan Oster sul «Maastricht Journal of European and Comparative Law» (2010, n.4), *Who rates the Raters?*. Le agenzie nascono, sullo sfondo della concezione che i mercati sono capaci di autoregolamentazione, come intermediari finanziari che mirano a compensare le asimmetrie informative fra investitori/sottoscrittori ed emittenti di titoli scambiati sul mercato fornendo valutazioni sui soggetti e sui prodotti finanziari. Naturalmente le valutazioni positive sono un elemento di successo e, quindi, giocano un ruolo importante nel marketing dei soggetti emittenti. La richiesta stessa di rating è già un elemento iniziale di ambiguità, essendo estremamente difficile mantenere una rigorosa indipendenza dagli interessi del cliente. E' vero che nella pratica del rating gli interessi di clienti e azionisti si possono fra loro neutralizzare quanto più crescono le dimensioni del mercato, ma rimangono giochi di peso che possono influenzare le condotte valutative. Senza parlare delle facoltà, concesse alle agenzie di rating, di fornire servizi diversi da quelli strettamente valutativi, come quelli di contribuire a definire determinati prodotti finanziari. Qui avviene quel che spesso è avvenuto per le società di revisione, quando si spingono a fornire servizi di consulenza alle imprese o ad altri organismi economici di cui devono provvedere a verificare conti e bilanci. L'intreccio degli interessi può essere perverso. I casi innanzi ricordati di mala valutazione possono essere riportati a questi intrecci di interessi. Dunque, il conflitto di interessi è l'oggetto principale di interesse di un intervento regolativo. Ma a questo strettamente collegato è quello della trasparenza dei modelli e metodi di valutazione e, ancor più, della qualità delle metodologie di valutazione. Qui torna, su un versante positivo, la questione dell'uso della tecnologia, quella più avanzata ed appropriata, per essere in grado di operare al meglio rispondendo alle responsabilità (civil liability) che le agenzie di rating hanno verso clienti ed investitori. Quest'ultimo specifico punto si dice che non possa essere oggetto di regolamentazione. In realtà, si tratterebbe di favorire una chiamata in giudizio più agevole in materia appunto di responsabilità delle agenzie. A parte le specifiche disposizioni dettate dal Regolamento n. 1060/2009 adottato dopo l'esplosione della crisi dall'Unione Europea – obbligo e requisiti di registrazione, presenza di persone indipendenti nei boards, obbligo di tenere un dipartimento indipendente che curi e verifichi il rispetto delle norme, report annuale per la trasparenza di modelli e metodi usati, remunerazioni non legate al successo commerciale dell'agenzia, obbligo di adottare e rafforzare misure per l'analisi di tutte le informazioni rilevanti che siano via via disponibili aggiornando continuamente le proprie valutazioni ed altro ancora – viene osservato che è significativa la scelta di un Regolamento direttamente esecutivo invece che di una Direttiva rimessa all'applicazione degli Stati membri. Si è trattato di una risposta alla

necessità di un intervento senza articolazioni nazionali. Con la rinuncia, tuttavia, ad entrare in questioni più sostanziali: “This might be ascribed – nota Oster – to a remaining basic confidence in the functioning of the market, but also to the concession that regulatory authorities probably would not have the experience and expertise to do better ratings”. Aggiunge Oster che il regolamento del 2009, per il quale la Commissione ha già elaborato e presentato emendamenti, costituisce il primo esempio di “Europeanization of administrative law” con funzioni e responsabilità distribuite congiuntamente alle autorità nazionali con la supervisione di un organismo comunitario, l’European Securities and Markets Authority (ESMA). La Commissione ha già comunque elaborato proposte di emendamento.

IL RUOLO DELLE BANCHE

A proposito di regolamentazione, più in generale, dei mercati finanziari sono evidenti e vari i passaggi critici da affrontare. Vale soffermarsi, a titolo d’esempio, su alcune questioni. Innanzitutto i confini possibili dell’area regolativa quando si vogliono regolamentare operatori come gli hedge funds che hanno bisogno, quasi per definizione, di spazi ai margini delle regole. C’è da considerare – questione ancor più importante – il rischio sistemico che può essere attribuito oggi alle banche come attori principali dei mercati finanziari. C’è, infine, da intendere come diffondere e ottimizzare il buon uso delle tecnologie sofisticate nella direzione del monitoraggio e della prevenzione.

Sul primo punto vale ricordare che gli hedge funds nascono per operare proprio in modo differente dalle banche e dagli altri investitori istituzionali, cioè al di fuori del controllo e dei vincoli imposti dalle autorità di vigilanza. Il che, secondo alcuni, avrebbe avuto l’effetto di favorire la liquidità del mercato. Per gli HF si pone addirittura la necessità di conoscerne l’esistenza e di farne una mappa come la SEC cerca di fare. D’altra parte, questi fondi sarebbero l’esempio più rilevante di “circumventing innovation”, cioè dell’innovazione che si propone di fronteggiare ed aggirare la regolazione. La questione di una regolamentazione è stata posta ma sembra il campo di prova più arduo per la regolazione dei mercati finanziari che viene auspicata (una rassegna di temi e problemi riguardanti gli HF viene presentata da Alberto Burchi, *La sfida della regolamentazione nel settore degli hedge funds*, in «Bancaria», n. 2 del 2010).

Certo gli HF non sono estranei alla questione del rischio sistemico. Al contrario ne sono al centro. Ma come si pone, più in generale, tale questione? I soggetti principali chiamati in causa dopo la crisi del 2008 sono, in realtà, le grandi banche. Certo, si può anche non condividere appieno l’analisi di Paolo Mottura riguardo le origini della grande crisi di questi anni che egli cominciò

tempestivamente con l'esame della vicenda dei mutui subprime, che negli Stati Uniti funzionò da detonatore (si vedano gli articoli su «Bancaria» 2009). La recente e già molto ampia letteratura sulle cause della crisi porta a ricognizioni e interpretazioni dei fatti più ampie che però non paiono smentire i termini con i quali Mottura riassume il suo pensiero. «La crisi finanziaria è stata (e ancora è) – suo giudizio – una crisi da eccessi di indebitamento e, quindi, una crisi del debito e dei debitori» ed ha assunto un'«estensione trasversale: la condizione di (troppo) elevata leva finanziaria caratterizzava contemporaneamente i settori dell'economia reale (famiglie, imprese, pubbliche amministrazioni: debitori e creditori delle banche) e gli intermediari finanziari (banche e non banche). L'attenzione è stata prevalentemente puntata sull'altezza della leva finanziaria degli intermediari, perdendo di vista le condizioni di leva dei settori reali». Tanto più che nel mondo anglosassone mancando «una distribuzione dei redditi a favore delle classi meno abbienti ed essendo comunque, in quanto consumatrici, motore della produzione, era diventato assolutamente necessario sostenere i consumi con il credito. A ben vedere, la sostituzione credito-reddito – vera scelta politica e di politica economica su come distribuire il potere d'acquisto – ha co-determinato l'innalzamento della leva finanziaria sia nell'economia reale sia nel settore finanziario». Questa giusta attenzione all'analisi sociale e delle politiche verso il ceto medio meriterà opportuni approfondimenti, soprattutto per quanto rileva agli effetti delle strategie regolative. Così, comunque, Mottura nelle premesse dell'articolo recente *Rischio sistemico. Serve una regolamentazione strutturale?* (in «Bancaria», giugno 2011).

Fra gli intermediari finanziari sono le banche ad essere soggetti cruciali: sono le banche, infatti, i produttori, ormai in assoluta maggioranza privati, «di un bene pubblico, cioè della moneta, e quindi anche del credito e della liquidità». Essere privati significa assumere la veste di soggetti lucrativi, come sono in primo luogo le società per azioni o le equivalenti forme giuridiche di altri ordinamenti giuridici. Ma ciò non contraddice il fatto di essere produttori, le banche, di beni pubblici. Anzi è sicuramente condizione di efficienza. Purché il lucro o profitto lo si realizzi a certe scadenze, come soprattutto alla chiusura dei bilanci consuntivi dove si tirano le somme di un'intera gestione nei suoi molteplici aspetti. Sarà certo necessario aggiornare le discipline contabili di tipo prevalentemente statico promuovendo «la contaminazione tra cultura della contabilità (e delle norme) e cultura finanziaria dell'incertezza (che sembra oggi necessaria)», come propongono Massimo De Felice e Franco Moriconi sul cui contributo (*Una nuova finanza d'impresa*, Il Mulino 2011) torneremo poco più avanti. Ancora, sarà necessario considerare se non valgano anche per le banche valutazioni del tipo «bilanci di missione», in accezione seria e puntuale, per tenere conto dei risultati ottenuti per gli stakeholders delle banche.

Ma che succede con l'avvento generalizzato della banca globale o universale in parallelo con l'affermazione di una scatenata innovazione finanziaria fondata sulle opportunità offerte dalla tecnologia d'avanguardia? Il conseguimento del profitto, che può volere il suo tempo, volge drasticamente verso lo shortism dei mercati, la creazione di valore si contamina con la logica dello scambio a breve dei titoli e diviene altra cosa.

Le operazioni fuori bilancio proprie di una funzione di tesoreria enfatizzata a funzione di profitto, è difficile che rimangono sempre neutrali confronto alla gestione complessiva. Come si mantiene in questo quadro l'equilibrio necessario della gestione della banca fondato su due condizioni essenziali (si tratta di ricordare i rudimenti): che il patrimonio netto sia in grado di assorbire interamente i rischi delle attività detenute e che la liquidità sia in grado di far fronte alle eventuali richieste di estinzione delle passività? In realtà, seppure l'equilibrio è "fondato sulla stabilità prospettica di crediti e debiti proiettati nel futuro, la visione del banchiere è sempre esposta a un errore di prospettiva: privilegiare la redditività corrente a discapito degli equilibri finanziario e patrimoniale futuri". Sono parole di Mottura. Errore accentuato, è stato detto e giustamente ripetuto in questi ultimi anni, dalla necessità di esibire buoni risultati a breve; risultati a cui sono stati legati bonus e stock options dei manager. L'analisi a cui ci stiamo riferendo è ampia ed attenta a molteplici aspetti che implicando un discorso specialistico non è questa la sede per riassumere. Quel che sembra utile riportare sono le conclusioni. La proposta, innanzitutto, mira non ad un ulteriore approfondimento della micro vigilanza prudenziale (per paradosso, il regolatore-vigilante rischia sempre di trasformarsi, almeno nella percezione del pubblico dei depositanti e investitori, in un garante. Il che sostanzialmente finisce per deresponsabilizzare gli stessi banchieri) ma ad una macro vigilanza di sistema. Il che significa prendere atto che le banche globali, soprattutto di grandi dimensioni (le SIFI: Systemically important financial institutions), non tanto tendono a condizionare il sistema ma a inglobarlo. Internalizzando parti rilevanti e, in sostanza, "vanificando le funzioni di controllo dei mercati intra-sistemic". Di qui varie indicazioni: il recupero di una più ampia diversità istituzionale, cioè delle forme istituzionali, delle banche, un maggior spazio al mercato nelle transazioni intrasistemiche, una riconsiderazione della scatola degli attrezzi finanziari oggi a disposizione delle banche e così via. Insomma, "coerentemente con l'affermazione che la grande banca globale ha internalizzato troppe transazioni, occorre prospettare un percorso a ritroso (...). L'obiettivo da perseguire la graduale sostituzione dei controlli interni con quelli esterni, attivabili da agenti indipendenti. Lungo questa linea si dovrebbe prendere in considerazione l'opportunità che le stesse strutture proprietarie delle subsidiaries di gruppo, normal-

mente controllate al 100% dalla capogruppo, venissero quotate e aperte a terzi investitori, potenziali agenti di controllo proprietario”.

In conclusione, se è vero che la stabilità finanziaria è stata minata da un eccesso generalizzato di indebitamento, ritrovarla e garantirla dipenderà non solo “dalla capacità del regolatore di progettare e attuare un buon ‘ordinamento’ del sistema e degli intermediari, ma anche da una radicale rifondazione della cultura finanziaria che è strabicamente focalizzata, da un lato, alla leva sull’indebitamento e, dall’altro, alla generazione di valore per gli azionisti”.

L’ultimo argomento da toccare è quello dell’importanza della tecnologia e dell’ottimizzazione del suo uso. Completando il ragionamento sulla contaminazione fra cultura contabile, cultura finanziaria e cultura giuridica De Felice e Moriconi suggeriscono che il ponte è costituito dalla tecnologia e ricordano che spesso è stata la regolamentazione a fare da volano per un suo uso fortemente innovativo ai fini di valutazione e controllo. Il problema della contaminazione “è un fatto naturalmente culturale, ma anche drammaticamente organizzativo. Le strutture operative cominciano a richiedere figure professionali trasversali, cioè ‘contaminate’. (...) Il processo di controllo del rischio pone problemi che richiedono alte competenze in più ambiti, tradizionalmente specifici di culture diverse”. Per formarle viene suggerito, secondo il metodo pragmatista del “fare e formare”, l’insegnamento per problemi. Un tipo di insegnamento che andrebbe testato e realizzato anche in altri campi, più o meno contigui. In ogni caso, una prospettiva pragmatica di multidisciplinarietà che qui va raccolta con convinzione.