

LA TUTELA DEL RISPARMIATORE E LA CRISI FINANZIARIA: UN PUNTO SOTTOVALUTATO

di Emilio Barucci
15 dicembre 2010

Il dibattito sulle origini della crisi finanziaria è animato da diverse tesi. Pur con diverse sfumature vi è accordo circa il fatto che la crisi trovi le sue origini anche in una mancanza della regolazione dei mercati e degli intermediari finanziari.

In questa ricostruzione manca una valutazione dell'eventuale fallimento della regolazione sul fronte della tutela dei risparmiatori. Il malfunzionamento del sistema finanziario sembra essere tutto interno allo stesso (banche) coinvolgendo solo marginalmente le famiglie e gli investitori se non per le sue ricadute postume sull'economia reale.

La ragione di questa interpretazione è che in apparenza il risparmiatore non ha risentito in modo diretto della crisi finanziaria. Ci sono stati casi di truffe ai loro danni ma essi non rappresentano il cuore degli eventi che abbiamo vissuto negli ultimi anni. A ben guardare le cose non stanno proprio così: il risparmiatore è stato primattore nella crisi finanziaria in quanto la sua sottoscrizione dei mutui nel mercato statunitense è all'origine della crisi ed è anche il protagonista in almeno due snodi cruciali degli eventi. In primo luogo anche il piccolo risparmiatore (italiano) deteneva obbligazioni Lehman Brothers e strumenti finanziari più o meno complessi il cui rendimento era legato a quello delle cartolarizzazioni dei mutui subprime. In secondo luogo i salvataggi degli intermediari finanziari da parte degli Stati sono stati guidati in larga parte dall'arbitrio - o meglio dall'emergenza - portando al superamento delle forme di tutela che tradizionalmente vengono riconosciute al risparmiatore nella figura di azionista, depositante, obbligazionista. Non soltanto il possessore di depositi è stato tutelato, anche il possessore di obbligazioni è stato più o meno esplicitamente garantito. Si tratta di un punto cruciale che ha innovato profondamente rispetto alla visione classica sulla tutela dei risparmiatori che merita un'attenta riflessione. Le misure prese sono in continuità con l'impostazione ante crisi - che puntava sulla trasparenza e la responsabilità dell'investitore - o segnano piuttosto un mutamento sostanziale con un ritorno a misure di stampo "paternalistico" e il riconoscimento dell'inadeguatezza del precedente assetto?

Queste considerazioni sul ruolo degli investitori ci suggeriscono alcune "lezioni".

In primo luogo l'origine della crisi suggerisce che il binomio trasparenza-informazione non è un adeguato strumento di garanzia del risparmiatore. Non è sufficiente affidarsi alle scelte responsabili dei consumatori in presenza di prodotti finanziari complessi e di stili di vita o preferenze che possono portare a risultati non efficienti. Le strade che si pongono davanti sono o il ritorno a vincoli stretti riguardo ai rapporti che intercorrono tra risparmiatori e intermediari o vincoli/incentivi riguardo all'operato degli intermediari che impediscano loro di "sfruttare" l'ignoranza del risparmiatore o la sua avventatezza.

La seconda lezione va al cuore di quella che è l'impostazione in materia di regolamentazione finanziaria negli ultimi trenta anni. Questa impostazione si basava sul principio che una decentralizzazione dei controlli in capo agli intermediari unita ad una liberalizzazione/deregolamentazione dell'innovazione finanziaria e dei mercati finanziari fosse in grado di garantire sia un efficiente funzionamento del sistema che la sua stabilità. Negli ultimi venti anni si è passati da sistemi direttivi di controllo nei confronti delle attività degli intermediari a un sistema soft di regolazione che permetteva agli intermediari di operare nei mercati finanziari a patto che fossero in grado di valutare i rischi che si assumevano in modo accurato e che si dotassero di un patrimonio adeguato. Questo processo ha reso vane molte misure classiche di tutela del risparmiatore in quanto i rischi - spesso valutati in modo non corretto - non si sa più dove risiedono anche a causa degli strumenti derivati e di

societ  poste fuori dalla regolazione. La globalizzazione dei mercati e l'innovazione finanziaria rendono inadeguate misure tradizionali quali quelle che impediscono ai risparmiatori di acquistare taluni prodotti finanziari; la tutela del risparmiatore deve essere spostata a monte e deve essere inglobata in una pi 1 generale regolamentazione del sistema finanziario.

La terza lezione riguarda il ruolo dello Stato nel salvataggio delle istituzioni finanziarie. Con la crisi finanziaria   passato il principio che le grandi istituzioni finanziarie non possano fallire. Il punto   molto delicato sotto tre profili. In primo luogo, se c'  uno strumento di garanzia pubblica non solo nei confronti dei depositanti ma anche degli obbligazionisti e degli azionisti delle grandi istituzioni finanziarie, si va a porre una discriminazione tra questi risparmiatori e le stesse figure di investitori in altre societ  che non godono di queste garanzie. In secondo luogo, questo sistema che sembra a prima vista andare a vantaggio dei risparmiatori accentua i problemi di moral hazard con i managers che saranno portati ad assumere rischi eccessivi. Infine si pone il problema del ruolo che il pubblico deve avere nelle istituzioni finanziarie a fronte della garanzia prestata.

Le soluzioni a questi problemi aperti potranno essere tecniche ma i problemi posti sono centrali ed   auspicabile che portino ad una riflessione profonda.

In primo luogo vi   il tema della capacit  del sistema finanziario di autoregolarsi e della regolazione e dell'autorit  di vigilanza in seconda battuta di garantire la stabilit  del sistema finanziario. In altri termini occorre tornare a sistemi invasivi circa l'attivit  degli intermediari (ed i loro rapporti con i risparmiatori) oppure si pu 2 proseguire lungo la strada della decentralizzazione dei controlli e della responsabilizzazione degli operatori? La risposta probabilmente   nella seconda direzione ma con grande attenzione alla regolamentazione che deve essere ben pi 1 severa rispetto a quella attuale e al sistema di vigilanza che deve essere assai pi 1 efficace. Non occorre inventare cose strane. Le proposte avanzate dal Comitato di Basilea rappresentano un passo nella giusta direzione, bisogner  vedere cosa ne uscir  : il primo documento approvato nel mese di settembre di questo anno sembra segnare un arretramento significativo in favore delle istanze del sistema finanziario. Il motto "  pi 1 capitali e meno rischi" attende di trovare una sua applicazione severa. Ci si attende anche una regolazione che doti le autorit  di vigilanza di una capacit  di intervenire rendendole anche meno suscettibili di cattura da parte degli operatori di mercato. L'istituzione, recentemente approvata dalla Commissione Europea, di autorit  di vigilanza a livello europeo prive di reali poteri non   sicuramente un segnale positivo.

Interventi che sembrano taumaturgici - tassazione delle transazioni finanziarie, limitazione dei compensi - sono del tutto inadeguati allo scopo. La via maestra   pi 1 capitale, controllo del rischio veramente stringente, limitazione delle attivit  fuori da mercati regolamentati.

Sul fronte dei rapporti intermediari-investitori urge un rispetto meno formale delle procedure di garanzia ed una maggiore attenzione da parte dell'autorit  di vigilanza. La revisione della MIFID rappresenta una buona opportunit  , al riguardo il CESR ha avviato una consultazione che dovrebbe portare ad una riduzione del novero dei titoli complessi che possono essere collocati senza precauzioni presso i risparmiatori e ad un giro di vite sulla definizione di investitore professionale che pu 2 operare senza eccessive restrizioni. Le misure vanno nella direzione giusta ma appaiono ancora troppo timide.

Infine il tema pi 1 complesso, quello del ruolo del pubblico nel governare le crisi degli intermediari. Il punto deve essere circoscritto al sistema finanziario e non esteso ad altri ambiti. Si rende necessario un sistema di salvataggio definito ex ante che privilegi in primo luogo strumenti privatistici, cio  a dire nuovi strumenti finanziari che rendano disponibili liquidit  e capitali alle banche nel momento del bisogno per evitare il loro

fallimento. Il sistema di garanzie pubbliche deve essere limitato il più possibile per gli effetti distorsivi che potrebbe creare. Al riguardo bisogna prendere atto che non vi è soltanto un problema di tutela dei depositanti, visto il peso delle obbligazioni bancarie nei portafogli delle famiglie vi è anche il problema della tutela del risparmiatore su questo fronte.

Questi problemi richiedono una riflessione attenta e misure incisive evitando che si sedimenti uno status quo che non appare adeguato a rispondere ai problemi che ci si parano davanti.