

GLOBALIZZAZIONE, MERCATI FINANZIARI ED INVESTIMENTI IN BENI PUBBLICI: SPUNTI PER DI UN DIBATTITO IN CORSO.

di Giuseppe Di Gaspare

1. Liberalizzazione, deregolamentazione e concorrenza nei mercati finanziari.

La svolta della “globalizzazione” ha radici recenti e per certi aspetti poco indagate. Al fondo un mutamento di strategia della centralità finanziaria dell’economia statunitense che dopo l’abbandono della golden exchange standard utilizza la politica monetaria come strumento di affermazione di una nuova centralità finanziaria.

La dinamica innescata da questi mutamenti grazie e tramite la nuova tecnologia telematica è alla base delle attuali problematiche di governance di mercati finanziari globali. Conviene quindi riprenderle brevemente

Dopo la crisi degli accordi di Bretton Woods del 1971 e l’abbandono della convertibilità del dollaro con l’oro, la politica di chiusura dell’economia statunitense, con l’aumento dei dazi doganali statunitensi effettuato dall’amministrazione Nixon già nello stesso anno, si era dimostrata inadeguata a contrastare il peggioramento dei *terms of trade* dell’economia degli Stati Uniti. Il dollaro debole non era stato dunque in grado di favorire la ripresa della produzione interna e delle esportazioni. Le politiche isolazioniste non erano riuscite a ridare competitività alla economia e a contenere il deficit strutturale della bilancia commerciale e dei pagamenti degli Usa.

Nel 1979, con l’avvento della presidenza Reagan, si ha una svolta radicale propiziata dal presidente della Federal Reserve P.A. Volcker, ed ispirata una logica monetarista.

La nuova politica monetaria punta alla valorizzazione del dollaro ricorrendo ad alti tassi di interesse, in modo da favorire l’afflusso di

capitali sul mercato monetario e finanziario statunitense. In breve (dicembre del 1980) il prezzo del denaro (prime rate) arriva al 21,5%. Gli alti tassi di remunerazione del capitale investito e la liberalizzazione dei movimenti dei capitali attirano sulla piazza finanziaria ingenti flussi monetari esteri che vengono investiti in titoli del tesoro statunitense e sul mercato mobiliare riequilibrando e portando in attivo la bilancia dei pagamenti U.S.A. La riduzione delle imposte sui profitti di borsa (capital gain) dal 49% al 20% nel giro di due anni (1979/80) e la riduzione generalizzata dell'imposta sui redditi al 23% nell'arco di un triennio (1980/83) consolidano la capacità di attrazione del mercato finanziario statunitense dei capitali finanziari giapponesi ed europei a breve e medio termine e del mercato azionario.

La valorizzazione della capacità di attrazione del dollaro è stata quindi funzionale ad una strategia di affermazione "globale" del mercato finanziario statunitense. Lo spostamento di ingenti flussi di investimenti esteri verso le attività finanziarie, in particolare, il mercato mobiliare statunitense necessita di sempre nuove occasioni di investimento ed in questo senso "l'innovazione finanziaria" alimenta e a sua volta è alimentata dalla "deregolamentazione" con uno sviluppo a spirale dei mercati finanziari.

Nella sua essenza, la deregolamentazione consiste nella eliminazione di divieti e restrizioni agli investimenti tra i diversi settori del mercato finanziario. Viene nella sostanza destrutturato il precedente sistema di regolazione che era ispirato all'opposto alla logica della separazione tra le diverse attività finanziarie (credito, assicurazioni, mercato mobiliare). Questo sistema basato sulle Securities and Exchange Acts del 1933 e del 1934 con il divieto di investimenti indiretti da un mercato ed altre misure a tutela dei piccoli risparmiatori aveva lo scopo di abbattere il rischio di crisi sistemiche come quella del 1929.

Nel nuovo approccio per agevolare gli investimenti finanziari incentivando la trasformazione degli investimenti monetari in attività finanziarie (da depositi a breve o in i titoli del tesoro americano in capitale di rischio azionario) viene abolito nel 1979 il divieto di investire liquidità bancarie in attività finanziarie del mercato mobiliare con l'abrogazione della legge Glass- Steagall vietava alle banche di credito commerciale di

investire in partecipazioni azionarie. L'abolizione di quel divieto, permettendo alle banche di investire anche mercato mobiliare, contribuisce a convogliare su quel mercato ingenti flussi finanziari.

A seguito di queste misure, la capitalizzazione del mercato azionario Usa (Wall Street) passa dai 1.16 trilioni di dollari del 1979 ai 15,97 del 1999. Ancora più accentuata è la crescita del mercato dei derivati.

Nel nuovo "mercato dei derivati" si affermano nuovi prodotti finanziari che, a differenza delle azioni non incorporano un diritto di proprietà con valore riferito all'andamento economico della società quotata. Sono in genere contratti, cosiddetti "derivati", nei quali il valore del rapporto obbligatorio si riferisce – deriva - da qualcosa di esterno al contratto, una variabile non disponibile dalla parti, come ad esempio la performance di un altro asset, che può essere un valore mobiliare, un indice, un tasso. Il mercato ove si scambiano questi nuovi strumenti è un mercato altamente volatile i cui andamenti sono valutati in genere con riferimento a indici sintomatici e analogici, piuttosto che analitici, i cosiddetti bench-marking ed in effetti questi titoli sono sempre meno collegati a riferimenti e parametri dell'economia reale come le azioni delle società industriali e di servizi che pertanto non valutabili sulla base dei parametri economici (bilancio, andamento del settore,...).

La deregolamentazione e innovazione finanziaria spingono alla crescita il mercato finanziario statunitense, e per effetto della sua onda di espansione, globale una ampia gamma di prodotti derivati e ibridi si afferma sui mercati finanziari. Si cerca in vario modo di confezionare nuovi prodotti apparentemente in grado, almeno nelle intenzioni dei proponenti, di cumulare i vantaggi dei tradizionali strumenti finanziari senza i relativi svantaggi. In fondo si cerca un "ibrido ideale" con possibilità di alto rendimento come l'azione, a scarso rischio come il premio assicurativo e liquidabile facilmente senza perdite come l'investimento bancario.

La deregolamentazione riducendo inevitabilmente le garanzie istituzionali che assicuravano l'equilibrio sistemico dei mercati ha aperto la strada, nel contesto del nuovo mercato dei titoli derivati, a quelle crisi del mercato mobiliare manifestatesi dapprima nel 1987 e ancora, dopo lo

scoppio delle bolle speculative della new – economy, agli inizi degli anni 2000.

2. Asimmetrie informative e spiazzamento della vigilanza nei mercati mobiliari

Emblematico dei rischi che comporta questo nuovo assetto “fluidico” dei mercati è il caso ERON.

L'assenza di un controllo contabile standardizzato sugli investimenti in prodotti derivati da parte dell'Autorità che detta le regole contabili alle società di capitale statunitensi (*Financial accounting standards board*) consente di mettere in un cono d'ombra il conteggio delle perdite sui derivati perché considerate operazioni fuori bilancio in quanto i derivati sono giuridicamente dei contratti aperti. Le perdite possono poi essere spostate con intestazioni fiduciarie con il metodo del “Trust” con il quale la titolarità formale del rapporto passa in capo alla società fiduciaria appositamente costituita. Altro metodo, per occultare le perdite, è quello di “scorporarle” ed “esportarle” con lo strumento della scissione societaria o della cessione del ramo di azienda, cui quei contratti vengono riferiti, conferendole a società estere in modo da non dovere consolidare le perdite nel bilancio del gruppo. la collocazione dei derivati in società collegate offshore (fuori dal controllo delle autorità finanziarie statunitensi) consente di limitare la possibilità di informazione e di controllo da parte dell'Autorità di vigilanza sul mercato mobiliare la Security Exchange Commissione (S.E.C.). L'operazioni avvengono spesso, con l'avallo delle società di consulenza e di revisione che certificano i bilanci, che qualificano tali operazioni “troppo complesse ed innovative”.

Al fondo il caso ENRON ha messo a nudo, nel nuovo assetto globale e deregolamentato, l'inadeguatezza del sistema di regolazione basato sulla circolazione e controllo dell'informazione pensato dopo la crisi del 1929 per un mercato mobiliare esclusivamente nazionale, separato dalle altre attività finanziarie, e incentrato sulle azioni di "public utility companies" imprese industriali.

Nel nuovo contesto del mercato dei derivati si sono resi evidenti i rischi sistemici che la deregolamentazione ingenera con il venire meno dei controlli sui conflitti di interesse.

Così, nel caso ENRON, a seguito della deregolamentazione del settore elettrico, con la soppressione della relativa Autorità di regolazione del settore energetico (FEC), la crescita esponenziale dei derivati, (futures e options) dapprima nel settore energetico e poi in qualsiasi altro settore, ha messo le ali ai piedi alla esplosione finanziaria di una impresa industriale che aveva ancora, nel corso degli anni 80, essenzialmente il suo *core business* nel settore della generazione dell'energia elettrica e del gas.

Le stock options e i bonus (gli alti premi) incassati dal management per risultati finanziari virtuali e il correlato fallimento del fondo pensione aziendale investito in azioni della società evidenzia il conflitto irrisolto non solo tra management e azionisti (crisi della public company) ma anche tra management e gli altri impiegati.

Le modifiche introdotte, dal *Sarbanes Oxley Act* del 2002, rappresentano prime valide misure per normalizzare il mercato finanziario statunitense come: - il rafforzamento delle misure preventive per evitare conflitti di interesse, nelle *public company*, nelle relazioni di gruppo, anche con imprese estere e nella funzione di *audit* interno; il raddoppio delle pene per i falsi in bilancio, ratifica delle stock options (azioni premio) per i manager da parte dell'assemblea degli azionisti (e non più del consiglio di amministrazione); aumento delle ammende e multe per la sottrazione di documenti, separazione societaria nelle società di revisione tra consulenza e certificazione

Al fondo rimane però la fondamentale e strutturale asimmetria informativa del mercato dei derivati e dei titoli tecnologici della new economy.

Se l'andamento della quotazione del titolo non è più correlato, almeno immediatamente, all'economia reale e all'andamento dell'azienda o del settore in cui opera e dei mercati connessi, diviene effettivamente difficile valutare la redditività del titolo. I derivati hanno, in misura molto elevata questo intrinseco attributo di alea, che si può cercare di ridurre con il metodo del bench marking che si basa sulla comparazioni analogica e che fornisce delle induzioni sintomatiche ma non valutazioni analitiche sull'andamento del titolo.

Un metodo induttivo che richiama alla mente la sorte del “ tacchino induzionista” di Karl Popper che, preso atto nel suo primo anno di vita che solo i tacchini del pollaio non venivano mai portati via, era arrivato alla conclusione, il giorno prima del pranzo di natale, che i tacchini non venivano mai mangiati nel corso dell'anno.

3. Correttivi istituzionali del mercato mobiliare

“Le opzioni non mancano per mettere ordine nel caos. – faceva già notare W.Reich , the work of nations, New York,1991, pag.176, - Esistono diversi modi di organizzare i mercati finanziari in modo limitare i profitti che possono essere ricavati da tali giochi speculativi a breve termine preservando al contempo i vantaggi della intermediazione finanziaria. Si può ad esempio aumentare sostanzialmente le imposte sui capital gains quando i titoli sono rivenduti rapidamente e ridurle quando sono conservati più a lungo in modo da remunerare gli investitori più pazienti. Inoltre una tassa leggera potrebbe essere applicata sulla vendita di ciascuna azione in modo da rendere le operazioni puramente speculative meno redditizie. Terza possibilità sopprimere le deduzioni degli interessi sui prestiti effettuati per l'acquisto di azioni; le transazioni in grado di assicurare dei guadagni reali rimarranno sufficientemente attrattive per sopravvivere senza il regalo fiscale supplementare”.

In questo ordine di idee, data la complessità e la variazione dei prodotti e degli strumenti finanziari è possibile ipotizzare una nuova segmentazione dei mercati per tipologia dei prodotti, rendendo più marcata la differenza di regolamentazione in ragione della tipologia dei titoli e degli strumenti

din investimento, accentuando al differenziazione tre il mercato azionario e quello dei derivati. Con riferimento alla tipologia degli investimenti è possibile ipotizzare un mercato che raccolga capitali per investire in progetti di ricerca scientifica e tecnologica. La trattazione di questi titoli già di fatto avviene in un mercato separato come è il NASDAQ ma questa separazione fisica dovrebbe essere accompagnata da una diversa regolamentazione del mercato ove tali trattazioni avvengono. Se organizzata in appositi mercati potrebbe ulteriormente incentivare la nascita di un sistema di valutazione specifico – scientifico ed economico – in grado di orientare gli investitori sul grado di attendibilità scientifica e fattibilità e rendimento economico del progetto. In questo mercato in particolare la fiscalità potrebbe essere orientata e premiare la stabilità dell'investimento scoraggiando le transazioni a breve e rinviando l'a imposizione alla effettiva realizzazione del progetto di ricerca (ottenimento dei brevetti, cessione di licenze, inizio della attività produttiva). Un mercato dei titoli della ricerca scientifica applicata, autonomamente organizzato, sarebbe naturalmente presidiato da una adeguata informazione e valutazione scientifica, richiamando l'attenzione dei più qualificati centri ed istituzioni di ricerca. Avrebbe una forte capacità attrattiva e convoglierebbe capitale di rischio in operazioni il cui esito positivo è non solo individualmente ma anche socialmente utile. Un approccio etico ma realistico dunque che di converso dovrebbe penalizzare, nella fiscalità, quegli strumenti puramente speculativi assimilandoli alla regolazione del gioco d'azzardo e confinandoli anche in questo caso, per una migliore trasparenza in un apposito mercato ad alto rischio con una accentuata.

Un mercato per gli investimenti privati nella ricerca scientifica e tecnologica a medio e lungo termine avrebbe inoltre la capacità di convogliare risorse finanziarie verso investimenti in beni meritevoli che le finanze statali non riescono - nella generale crisi della fiscalità pubblica - a sostenere adeguatamente. La libertà di ricerca sarebbe peraltro assicurata dalla preferenza accordata dal mercato per l'importanza socio economica delle soluzioni prospettate per la attendibilità delle metodologie proposte per le performances dei gruppi di ricerca e delle istituzioni scientifiche che la supportano. E' possibile

ipotizzare forme di regolazioni specifiche per l'ammissione alla quotazione e per il collocamento dei titoli come la compilazione di appositi prospetti informativi sul progetto, la possibilità di offrire certificazioni e studi di validazione metodologica, la valutazione di potenzialità di successo totale e parziale e i criteri su cui si basa, i tempi previsti, l'obbligo di redazione di stati di avanzamento, un bilancio analitico delle spese e la certificazione contabile della loro inerenza in modo da assicurare la destinazione esclusiva delle risorse raccolte alle finalità del progetto. Si potrebbe dare spazio anche in questo campo alla innovazione finanziaria : i titoli in questione differirebbero dalla classica tipologia delle azioni, potrebbero consistere in strumenti finanziari partecipativi a singoli progetti di ricerca con opzioni diversamente graduate e potrebbero essere emessi anche da istituzioni scientifiche fondazioni e università . Risorse finanziarie, destinate a dissolversi ciclicamente negli scoppi delle bolle speculative, verrebbero così utilmente impiegate, ottenendo peraltro lo stesso effetto di alleggerire le aspettative speculative sul mercato finanziario senza dovere ricorrere ai ciclici salassi delle crisi dei mercati mobiliari.

Le maggiori difficoltà alla costruzione di un mercato per la trattazione dei titoli per la promozione delle attività di ricerca scientifica e tecnologica è da ricercarsi nella presumibile ostilità degli operatori del settore, ascrivibile al conflitto di interessi in cui si vengono a trovare gli intermediari del mercato finanziario che traggono i maggiori benefici dalla frequenza delle transazioni e dall'oscillazioni dei prezzi e dei valori che incrementano le dinamiche speculative e di conseguenza accrescono le occasioni di guadagno per l'intermediazione finanziaria. Un mercato con uno scarso tasso di transazioni non è per loro un buon affare.

Ed in effetti, mentre i vantaggi degli investitori derivano dalla redditività dei titoli ed in definitiva dalla differenza tra capitale investito e capitale ricavato i profitti degli intermediari sono prevalentemente collegati al numero delle transazioni effettuate. Alcuni dati ci danno ragione delle linee di tendenza e dello spessore e della profondità del fenomeno e della obbiettiva difficoltà a introdurre alternative contrastanti: “ nel 1960, sono state scambiate 776 milioni di azioni sono state scambiate nella borsa di New York., all'incirca il 12% delle azioni in circolazione e ciascuna di

questa azioni è stata detenuta in media otto anni. Nel 1987 al culmine del boom 900 milioni di azioni cambiavano di proprietà ogni settimana, con il risultato che il 97% delle azioni in circolazione erano state scambiate nel corso di quell'anno" (W. Reich, op.cit., p.179).

D'altra parte la tendenza allo spostamento della funzione di regolazione dal mercato all'investimento favorita dallo sviluppo delle reti telematiche potrebbe incentivare questo processo di specializzazione dal mercato regolato all'investimento regolato come previsto nella proposta di direttiva del Consiglio e del Parlamento "on financial instruments markets" attualmente in discussione a livello comunitario. La proposta è particolarmente innovativa perché tende a liberalizzare e al contempo regolare i mercati finanziari con una regolazione di tipo soggettivo sugli operatori di mercato (*market maker* e *investment firm*) alla quale si aggiunge una regolazione dei "luoghi" della contrattazione piattaforme telematiche specificamente regolate e funzionalmente organizzate in un sistema integrato di mercati regolati e mercati organizzati da soggetti privati come un *investment firm* oppure un *market operator*. Queste piattaforme cosiddetti Multilateral trading facility (MTF) sono regolati da norme di carattere generale e non discrezionale nel loro funzionamento e soggette ad autorizzazione da parte delle Autorità di vigilanza;

4. Verso nuove istituzioni per l'economia globale?

E' evidente che i correttivi del funzionamento dei singoli mercati mobiliari (comunitario, statunitense) per quanto essenziali non sono sufficienti a mettere sotto controllo le dinamiche speculative all'interno dei sistemi finanziari i quali, benché "messi seriamente alla prova, finora hanno dimostrato una considerevole resistenza" (rapporto dei governatori delle banche centrali al G.7 di Washington aprile 2002) anche grazie agli accordi di promossi dal comitato di Basilea a partire dal 1988 tra le principali banche centrali sulle garanzie e i parametri di patrimonializzazione degli istituti di credito.

Le iniziative in cantiere puntano ad un miglioramento dei sistemi di scambio di informazione e di collaborazione a livello mondiale tramite lo IOSCO (organismo di raccordo tra la autorità nazionali di vigilanza sul mercato mobiliare). Va richiamata l'attenzione anche su una più attenta strategia di contenimento e controllo della finanza *offshore* e il potenziamento delle azioni antiriciclaggio secondo le linee guida per la trasparenza dei movimenti di capitali proposte della task force appositamente costituita in sede OCSE.

Nella Comunità, il dibattito su istituzioni finanziarie comuni per la vigilanza del mercato finanziario è iniziato con l'ipotesi di un raccordo a rete, come quello del sistema delle banche centrali per la politica monetaria (SEBC), con la proposta dell'unificazione delle borse europee in un "Euroborsa" entro il 2005 (piano Lamfalussy vertice di Barcellona CE del marzo 2002).

La collaborazione, nella vigilanza dei mercati, si estende nella CE all'Antitrust, alle ipotesi comunitarie di riforma ed integrazione in un unico modello a rete dell'attuale sistema organizzato sui due livelli comunitario e nazionale, e alle telecomunicazioni ove l'integrazione delle reti nazionali è ormai molto avanzata.

Le prospettive di ulteriore allargamento della CE ad est rafforzano la consapevolezza di una maggiore coesione nella UE, non solo delle istituzioni economiche, ma anche di quelle politiche e sociali, organizzate secondo un principio di sussidiarietà che riduca l'ingorgo decisionale nel funzionamento delle istituzioni comunitarie.

All'ordine del giorno, non solo del dibattito scientifico, è anche la rivisitazione delle istituzioni finanziarie nate con gli accordi di Brenton Woods.

La proposta di riforma del FMI e della WORLD BANK J. Stiglitz, (*the globalisation and its discontents*, 2001) ha di mira robuste, ma selettive, linee di credito ai paesi emergenti basate sulla fattibilità economica dei progetti e sulla remunerazione anche a lungo termine dell'investimento con il superamento della attuale fallimentare politica dei finanziamenti a breve, collegati a impegni, solo formali, di rigore nelle politiche di bilancio da parte degli stati, che finiscono per accrescere le fortune *offshore* di *elites* locali irresponsabili, con aggravamento della situazione

debitoria del paese che si scarica, inevitabilmente, sulle condizioni già precarie di vita delle popolazioni di quei paesi.

Va nella stessa direzione anche la proposta del finanziere filantropo Soros sull'emissione, da parte del F.M.I., di nuovi diritti speciali di prelievo (DPS) da autorizzare dai paesi membri a da concedere sulla base di programmi economicamente validi, vagliati da una commissione indipendente internazionale di esperti e sottratti all'intermediazione dei governi corrotti e alla logiche politiche degli aiuti internazionali. Un'esigenza dicotomica di separazione del credito dalla politica, peraltro, già riscontrata nella richiesta di "valutazione di appartenenza" dei sistemi di credito agevolato "al complesso strutturale e funzionale delle imprese" a fronte del rischio che "tenda invece a venire assorbito nel complesso dei soggetti e delle funzioni proprie del sistema politico". (G. Berti, Problemi giuridico istituzionali del credito agevolato, in diritto e stato riflessioni sul cambiamento, Padova, 1986, p.552)

In questo ordine di idee e di contesti "Per migliorare la qualità della vita pubblica nei paesi afflitti da governi corrotti repressivi e incompetenti" si propone (Soros) l'adozione di misure di anticorruzione con obblighi di informativa e trasparenza posti a carico delle società quotate che trattano petrolio e risorse naturali il cui rispetto dovrebbe essere assicurato dalle Autorità di vigilanza sul mercato mobiliare (SEC). Il codice anticorruzione approvato dall'OCSE denuncia le pratiche di riciclaggio incentrate sulla esistenza dei centri finanziari off-shore in grado di impedire la identificazione della provenienza delle risorse trasferite in modo da assicurare copertura e riciclaggio alla circolazione illecita di capitali provenienti dalle e destinati alle più svariate attività criminali: dalla corruzione al traffico della droga al finanziamento del terrorismo internazionale.

Al fondo di molte proposte di riforma dei mercati finanziari e del commercio mondiale troviamo oggi una nuova tensione etica: la scommessa di coniugare la disponibilità di capitali e le occasioni (bisogni) di investimento dei paesi insufficientemente sviluppati.

Tutte le proposte di riforma "etica" dei mercati finanziari condividono questa impostazione di fondo per un migliore impiego della risorsa

capitale, scoraggiando e rendendo più onerosi gli investimenti puramente speculativi disancorati completamente dall'economia reale.

Vanno in questa direzione, nella misura in cui ipotizzano mercati differenziati, anche per il regime fiscale, le proposte di controllo delle transazioni speculative a breve per evitare effetti amplificativi di crisi localizzate la cosiddetta "Tobin tax". Ad essa, nella sostanza, si avvicina la proposta di tassare le emissioni inquinanti nell'atmosfera, "Carbon tax", per uno sviluppo sostenibile a tutela dell'eco-sistema (accordi di Kyoto).

La diffusione del commercio elettronico, come modalità di transazione iperspaziale e ipertemporale, può ridurre nel breve periodo i costi di intermediazione facilitando gli scambi anche con i paesi emergenti.

Un altro terreno di incontro tra finanza e occasioni di sviluppo è costituito dal recente allargamento dell'Organizzazione per il Commercio Mondiale (O.C.M.) alla Cina e ora alla Russia e dalla conseguente, anche se non lineare, accelerazione della riduzione delle barriere commerciali per le esportazioni dai paesi poveri.