

Fattore umano e rischio sistemico: un *memento* *

MARIO SARCINELLI

1. Introduzione

Nel primo capitolo di una sua giustamente celebrata opera, Charles Kindleberger (1991, p. 3) qualifica quella delle crisi finanziarie internazionali come «una pianta sempre verde». In effetti, guardando alla storia degli ultimi quattrocento anni, è difficile non avvertire un senso di continuità, anzi di invincibile fatalità nella sequela di disastri che muove dalla “mania dei tulipani” sviluppatasi in Olanda nella prima metà del secolo XVII alle più recenti difficoltà accusate dai sistemi bancari dell’Asia sud-orientale nella parte centrale del 1997. Pur nella particolarità dei singoli episodi, un filo rosso lega tra loro i nodi di una lunga teoria di eventi che hanno in varia misura generato o anche solo minacciato di generare, attraverso un meccanismo di propagazione, un serio danno al funzionamento del sistema finanziario e dell’economia globali.

Parlare, quindi, di rischi sistemici e di conseguenti crisi nell’alveo della finanza internazionale non è certamente cosa nuova. Nondimeno, le rilevanti trasformazioni strutturali di cui i mercati sono oggetti e soggetti nello scenario della globalizzazione spingono a tentare alcune riflessioni su quelle che appaiono essere le odierne fogliazioni della “pianta sempre verde” dei rischi sistemici. A questo tentativo si rivolgono le note che seguono. Il lavoro muove da considerazioni introduttive di ordine semantico e teorico e procede quindi all’approfondimento del ruolo del fattore umano nella prevenzione e nel controllo delle alee di propagazione dal “micro” al “macro” dei focolai di crisi.

□ Banca Nazionale del Lavoro, Roma.

* Ringrazio di cuore il dottor Giovanni Ajassa senza il cui aiuto né questo scritto né le note per il Gruppo di lavoro che ne sono alla base avrebbero mai visto la luce.

Proprio nel fattore umano può essere rintracciato l'elemento chiave per identificare i tratti comuni delle minacce sistemiche e per renderne più efficaci la diagnosi e la cura. Secondo questo approccio, l'analisi cerca di illustrare alcuni esempi di come – presso le imprese globali, gli organi deputati alla loro vigilanza e il più ampio mercato – la coerenza organizzativa e la qualità del governmento societario, la condivisione degli obiettivi e della cultura e un'adeguata trasparenza possano costituire strumenti rilevanti per contenere i rischi sistemici e contrastare l'eventuale sviluppo di effettive crisi finanziarie.

In appendice al breve saggio si riportano, infine, le raccomandazioni recentemente formulate da due autorevoli istituti internazionali – Group of Thirty e Institute of International Finance (IIF) – in tema di contenimento dei rischi sistemici.¹ Si potrà a tal proposito rilevare come l'attenzione al fattore umano, ovvero la valorizzazione di un approccio sviluppato dal "basso verso l'alto", sia largamente condivisa.

2. Questioni semantiche e coordinate teoriche

Il concetto di "rischio sistemico" vede in buona sostanza convergere le interpretazioni degli studiosi. Tra tutte, la presente nota adotta la definizione recentemente data dal Gruppo dei Trenta (1997, p. 3) nei termini del «rischio che un improvviso e inatteso evento possa danneggiare il sistema finanziario in misura tale da arrecare nocumento all'attività economica nel suo complesso».

Accanto all'accezione del Gruppo dei Trenta – che attinge largamente a precedenti elaborazioni prodotte in sede BRI (Bank for International Settlements 1992) – può essere utile ricordare un paio di specifiche, ancorché lievi varianti. La prima, stilata da un gruppo di economisti di scuola monetarista (Bordo, Mizraç e Schwartz 1995) definisce come rischio sistemico una situazione ove disturbi prodotti in una parte del sistema finanziario determinino alterazioni altrove,

¹ Cfr. Group of Thirty (1997) e Institute of International Finance (1997). Le riflessioni contenute in questa nota traggono spunto dal contributo offerto dall'autore in qualità di componente del gruppo di studio che ha provveduto a elaborare il rapporto del Group of Thirty. Ugualmente, un apporto di analisi e riflessioni è stato anche offerto dalla Banca Nazionale del Lavoro quale istituto partecipante all'indagine promossa dall'Institute of International Finance.

innescando una generalizzata corsa alla liquidità che mette a repentaglio la stabilità dell'economia reale sino a rendere inevitabile l'intervento delle autorità monetarie. Senza spingersi sino al gradino dell'azione di ultima istanza delle banche centrali, secondo Davis (1992) il termine rischio sistemico descrive un disturbo sui mercati finanziari che causa variazioni inattese nei prezzi e nelle quantità dei crediti e delle attività: ciò produce un pericolo di fallimento delle imprese finanziarie e a sua volta minaccia di diffondersi in modo tale da mettere in disordine il circuito dei pagamenti e danneggiare la capacità del sistema finanziario di allocare efficientemente il capitale.

La convergenza delle interpretazioni sulla semantica del termine cede invece il passo a una maggiore varietà di ipotesi allorché l'esame volge all'identificazione teorica delle determinanti dei rischi sistemici e delle crisi sui mercati finanziari internazionali. A questo riguardo può essere utile distinguere tra vecchi e nuovi approcci (Bordo, Mizraç e Schwartz 1995).

I modelli di stampo tradizionale si articolano in schemi di matrice monetarista – focalizzati sul legame tra panico bancario e fallimento di un'importante istituzione finanziaria (Friedman e Schwartz 1963, Cagan 1965) – e analisi (Fisher 1932, Minsky 1977, Kindleberger 1991) che affondano le proprie radici nel pensiero dei Classici per sottolineare l'immanente fragilità che il sistema finanziario denuncia nei confronti di manie speculative e l'attitudine del mercato a procedere secondo cicli ove a fasi di "superattività" (*overtrading*) sistematicamente succedono periodi di forti cadute nei corsi delle attività finanziarie e di contrazione degli scambi.

Comune agli approcci più recenti è una maggiore attenzione al dato microeconomico e, quindi, al focolaio di potenziale o effettiva propagazione sistemica. In questa chiave di lettura, centrale si rivela il contributo di analisi delle asimmetrie informative intese quali fattori determinanti sia dello sviluppo dei panici bancari (Diamond e Dybvig 1983, Mishkin 1991) sia nella formazione di bolle speculative (Stiglitz 1990).²

L'esistenza di asimmetrie e di incompletezze nell'insieme delle informazioni disponibili ai partecipanti al mercato finanziario globale è alla base della formazione di eventuali focolai di potenziale contagio

² Può a questo proposito osservarsi come tra vecchi e nuovi approcci esista un comune denominatore rappresentato dallo sviluppo dell'idea keynesiana di incertezza. Il senso di una continuità tra le analisi dei Classici e più recenti indagini è rilevabile soprattutto nei lavori di Hyman Minsky.

e ne ritarda l'accertamento da parte della più vasta comunità finanziaria. In questo contesto, l'inesco improvviso e inatteso di un possibile disturbo sistemico trova fertile terreno nella concorrenza, isolata o congiunta, di almeno tre ordini di contingenze (Padoa-Schioppa 1996, Sarcinelli 1996a): *i*) shock improvvisi a carico delle condizioni macroeconomiche o anche solo brusche e generalizzate inversioni delle attese nutrite dal mercato in relazione all'andamento di fondamentali variabili riferite all'economia locale o internazionale; *ii*) difetti nella coerenza e nell'efficacia dei contesti normativi e istituzionali di riferimento per l'attività del mercato finanziario internazionale; *iii*) problemi di governo interno delle imprese operanti su scala globale.

Entrando in qualche modo nel dettaglio delle tre fattispecie enumerate, è evidente che ben poco può dirsi e soprattutto farsi con riguardo all'abbattersi di improvvisi shock di ordine macroeconomico sui mercati e sulla correlata questione della tendenziale e pericolosa unidirezionalità delle aspettative degli operatori.

Il reiterato auspicio nei confronti di una più intensa concertazione internazionale delle politiche economiche, espresso in sede di G-7, oltre che negli interessi e nelle sovranità parlamentari e nazionali, trova un limite oggettivo nel ridotto spazio di manovra che la crescente globalizzazione dei mercati consente all'interventismo delle politiche economiche. Di fronte ai "numeri" dei movimenti internazionali di capitali - ogni giorno sul mercato globale dei cambi viene transato un ammontare di scambi di dimensioni pari all'intero debito pubblico italiano -, le munizioni in mano alle banche centrali in termini di riserve sono certo insufficienti per opporre un adeguato fuoco di sbarramento al montare di una mania speculativa su questa o quella valuta, senza contare la turbativa all'ordinata conduzione della politica monetaria in caso di insufficiente sterilizzazione. Né, anche ad avviso di chi scrive, appare realisticamente praticabile (Garber e Taylor 1995) l'ipotesi di gettare un po' di sabbia negli ingranaggi della speculazione mediante l'imposizione di una "tassa sulle transazioni globali" (Eichengreen, Tobin e Wyplosz 1995) o, peggio ancora, attraverso l'introduzione - per alcuni, il ripristino - di depositi infruttiferi sulle operazioni in valuta estera (Eichengreen e Wyplosz 1993).

Allo stesso modo, è difficile pensare di poter rendere più varie e meno unidirezionali le aspettative degli operatori - che sempre più decidono sulla base delle stesse, immediate informazioni - almeno

sino a quando sarà principalmente un solo polo economico e finanziario - quello americano - a magnetizzare le attenzioni del mercato globale: a rompere questo pericoloso conformismo potrà però contribuire, nel corso dei prossimi anni, la nascita dell'euro e il progressivo consolidamento sulla scena della globalizzazione di un attore economico e finanziario europeo di forza, potenzialmente, quasi uguale (Sarcinelli 1996b).

In margine al rapporto tra le condizioni di quadro generale, i meccanismi di formazione delle aspettative e l'insorgere di rischi di natura sistemica, appare opportuno chiedersi se l'esposizione ai rischi sistemici possa essere stata negli ultimi anni acuita dall'affermazione congiunta della globalizzazione dei mercati, dell'innovazione finanziaria e della diffusione di sempre più sofisticate tecnologie di comunicazione.

A questo riguardo, alcuni autori (Levich 1988, Goldstein 1994) hanno ad esempio sostenuto come la rapida crescita e l'internazionalizzazione dei mercati obbligazionari abbiano aumentato la volatilità dei corsi dei titoli rendendo il sistema maggiormente vulnerabile a fasi di turbolenza delle aspettative. Allo stesso modo, specie dopo la crisi della borsa americana del 1987, una notevole preoccupazione si è appuntata (Gorton e Rosen 1995) sul crescente peso assunto dalle operazioni in strumenti derivati. Anche chi scrive aveva avanzato simili ipotesi negli anni Ottanta (Sarcinelli 1987).

Sul lato opposto, indagini statistiche altrettanto affidabili tendono a dimostrare come i più importanti e recenti episodi di rischio sistemico a livello globale - in primo luogo, il crollo di Wall Street del 1987 (Greenwald e Stein 1988) - non denuncino caratteristiche strutturalmente diverse da quanto mostrato da crisi registrate in epoca precedente all'odierna esperienza di globalizzazione. Allo stesso modo, sul fronte teorico e anche pratico esistono solide argomentazioni (Crane *et al.* 1995) per ritenere che la globalizzazione e la stessa diffusione degli strumenti derivati possano contribuire a migliorare l'allocazione dei rischi nell'economia mondiale attraverso una più estesa ed efficiente distribuzione delle alee in capo alle controparti più adatte a sopportarle.

Un contratto *future* può essere usato con funzioni di copertura (*hedging*) o di speculazione. Movendo da questa banale constatazione si può tentare un bilancio tra le diverse posizioni per affermare come globalizzazione e innovazioni possano ritenersi elementi relativamente "neutri" sotto il profilo della generazione di addizionali rischi

sistemici nella misura in cui questi vengono innescati da shock macroeconomici e trovano alimento in un tendenziale conformismo delle attese degli operatori.

Viceversa, globalizzazione e innovazioni possono avere specifica rilevanza nell'accensione e propagazione di rischi sistemici con riferimento ai modelli e alle incoerenze regolamentari e ai problemi di governo aziendale delle imprese globali. Come in seguito si cercherà di evidenziare, in entrambi i casi i margini per apprezzare e contenere le alee di propagazione sistemica risultano strettamente correlati alla correttezza delle impostazioni organizzative adottate da operatori e supervisori e all'efficacia delle prassi, oltre e forse più che alla rigida applicazione di mere regole o di meccanismi apparati. In una parola, nel confronto con le nuove sfide della globalizzazione e delle continue innovazioni di tecnologia e di prodotto, il miglior antidoto allo sviluppo di rischi sistemici sono la qualità e la convinta cooperazione del fattore umano. Ma quest'ultimo, a sua volta, non è potenziale generatore di rischi con valenza sistemica, almeno in particolari condizioni?

3. Fattore umano e rischio sistemico: le imprese

La globalizzazione e le innovazioni hanno rapidamente eroso quasi dappertutto le frontiere geografiche e istituzionali entro il sistema finanziario mondiale. Si ampliano le varietà delle combinazioni produttive offerte nell'intermediazione di fondi. Si affacciano sulla scena dei mercati globali nuovi attori, provenienti spesso da aree relativamente vergini rispetto alla pratica e alla vigilanza dell'attività finanziaria.

Nel nuovo scenario, il controllo dei rischi sistemici pone alle grandi imprese globali e alle autorità preposte alla supervisione dei mercati sfide in buona misura comuni. Preliminarmente, è infatti possibile osservare come la preoccupazione di prevenire e contenere contagi dovrebbe essere ben presente anche ai responsabili di un conglomerato internazionale, almeno nella misura in cui il rischio di propagazione degli effetti di un evento avverso si riferisce al "sistema" delle controllate e affiliate interne ed estere e il dissesto di un'unità periferica possa mettere a repentaglio l'esistenza dell'intero gruppo.

Su questa base, il terreno delle problematiche comuni a imprese e supervisori comprende una questione centrale di ordine informativo e "culturale". Seppur con le dovute differenziazioni, sia ai consigli di amministrazione dei grandi conglomerati sia alle autorità di vigilanza occorre: *i)* avere adeguata consapevolezza, statica e dinamica, della mappa dei rischi in cui complessivamente si incorre, curando la globalità delle informazioni e una conoscenza aggiornata delle modalità tecniche di operatività delle unità gestite o vigilate; *ii)* disporre di strutture organizzative coerenti, in termini di cultura condivisa e di corretta incentivazione delle risorse umane, con i prefissati obiettivi di controllo dei rischi.

Per rendere maggiormente intellegibile la comunanza o, almeno, la contiguità delle problematiche tra controllati e controllanti è utile richiamare l'esempio della crisi della banca d'affari Barings, travolta nel marzo 1995 dalle perdite accumulate da un proprio operatore di Singapore attraverso speculazioni sul contratto *future* sull'indice Nikkei della borsa di Tokyo.

I dissesti di Barings e, più indietro nel tempo, di Herstatt, le ferite inferte a Daiwa, a Sumitomo, a NatWest e a tante altre più o meno gloriose "case" finanziarie internazionali³ non hanno dato luogo a devastanti crisi sistemiche ovvero a momenti di generalizzato disordine nel sistema dei pagamenti internazionali. Nondimeno, i casi menzionati hanno, in ragione della molteplicità dei legami intrattenuiti dalle citate istituzioni a livello globale, certamente portato una seria minaccia di propagazione sistemica, generando momenti di diffusa apprensione nella comunità finanziaria.⁴

Alla base della crisi di Barings è certamente possibile rintracciare l'esistenza di carenze organizzative a livello di gestione (Bank of England 1995), di controlli interni e di vigilanza. In particolare, alla direzione della banca a Londra come pure alle autorità di vigilanza inglesi mancavano gli strumenti informativi e forse anche tecnici per

³ Entro questa successione di incidenti e di istituzioni l'autore non può esimersi dal ricordare la grave crisi che sul finire degli anni Ottanta investì la Banca Nazionale del Lavoro in seguito al comportamento fraudolento tenuto da alcuni funzionari della filiale di Atlanta nella concessione di crediti non autorizzati per un ammontare complessivamente superiore, al lordo degli interessi accumulati, ai 2 miliardi di dollari.

⁴ Nella prevenzione del rischio sistemico, l'atteggiamento mentale che deve prevalere è quello che si ha nei confronti di macro-rischi ecologici, ad esempio le temute conseguenze del buco dell'ozono. La relativa improbabilità dell'evento o la mancanza di una sufficiente evidenza scientifica o statistica non deve indurre a noncuranza e a scetticismo. Quando il disastro ecologico o finanziario si è prodotto, resta solo spazio per recriminazioni e rimpianti ...

conoscere e comprendere cosa avvenisse di preciso presso le sale operative di filiali estere quali quella di Singapore.

Nel caso della gloriosa banca inglese, alle asimmetrie informative si sono sommate differenze di natura culturale: i manager londinesi esprimevano competenze e valori tipici della finanza d'impresa mentre i giovani trader localizzati presso le unità estere seguivano pulsioni e tempi propri di un'attività speculativa sviluppata su orizzonti di ben più breve periodo; a loro volta, queste differenze trovavano riscontro in sistemi di incentivazione economica relativamente sperequati che, attraverso l'assegnazione di cospicui compensi (bonus), premiavano l'acquisizione di profitti speculativi senza tuttavia prezzarne i relativi rischi. Analoghe disparità e incomprensioni (Large 1997a, p. 9) acuiscono le difficoltà per i supervisori inglesi nell'accertare e aggiornare il profilo di rischio di Barings come di altre istituzioni finanziarie basate a Londra, ma operative su scala globale. A questi inconvenienti di ordine tecnico e culturale si aggiungeva l'ancor più grave problema della frammentazione su scala nazionale e funzionale delle competenze tra le diverse autorità chiamate a vigilare sulla medesima realtà aziendale.

L'esempio di Barings fornisce lo spunto per entrare maggiormente nel dettaglio delle problematiche poste a imprese e supervisori dal contenimento dei rischi sistemici.

Per le imprese, la via primaria da seguire appare quella dell'affinamento dei sistemi interni di governo societario avendo a modello le "prassi migliori" (*best practices*) espresse a livello internazionale.⁵ È quindi una strada che muove dal basso verso l'alto per definire e mantenere costantemente aggiornato un quadro generale di riferimento (*industry framework*) primariamente concentrato su sistemi di controllo interno in grado di contenere gli «eccessi della natura umana» (Group of Thirty 1997, p. 13) nell'assunzione di rischi a carico dell'azienda.

In questo alveo (Sarcinelli 1997b), la logica dei controlli interni sull'attività di una società finanziaria e, tipicamente, di una banca è destinata sempre più a fondarsi sulla disponibilità di adeguati e sistematici flussi informativi in grado di supportare sistemi di preven-

⁵ La sistematizzazione di codici di governo societario stilati sulla base delle prassi migliori espresse a livello di imprese è oggetto di una serie già relativamente vasta di autorevoli indagini. Tra queste (Ajassa 1997) spiccano particolarmente il britannico Rapporto Cadbury, l'americano Rapporto CoSO e l'analisi condotta in Francia dalla Commissione Viénot.

zione ovvero di segnalazione precoce, anche a distanza, di situazioni di crisi in particolari segmenti territoriali o produttivi. La capacità endogena di apprezzamento e gestione della rischiosità trova ora riconoscimento nella facoltà che, con riguardo ai rischi di mercato, le autorità di vigilanza hanno concesso alle banche di adottare propri modelli interni di valutazione e controllo in alternativa al metodo standard ai fini del rispetto dei coefficienti patrimoniali.⁶

In prospettiva, la via del modello interno al controllo dei rischi appare destinata a estendersi oltre il dominio delle sole alee di mercato, con mutuo vantaggio per supervisori e imprese finanziarie. Per gli istituti di credito, soprattutto, l'approntamento di un tale sistema individuale di misurazione e controllo produrrà tre vantaggi primari: *i*) agevolerà il consolidamento secondo modalità trasparenti e condivise di una medesima cultura del governo del rischio (Sarcinelli 1996c e 1997b); *ii*) attenuerà la tendenza, in certa misura pericolosa, a ridurre l'apprezzamento della rischiosità a una valutazione di tipo "bianco-nero", ove la linea di separazione tra la salute e la patologia è rappresentata dal riscontro di un coefficiente fisso di adeguatezza patrimoniale «al di sopra del quale la banca è sicura e al di sotto l'istituto va chiuso» (Goodhart 1996); *iii*) indurrà una diversificazione del comportamento tra intermediari finanziari che dovrebbe attenuare il rischio sistemico (Szegö 1997).⁷

Nondimeno, il crescente affidamento sui sistemi di auto-controllo espone ai rischi efficacemente sintetizzati nella constatazione che «il sogno di ogni contribuente è di essere libero di crearsi il proprio modello per la dichiarazione dei redditi» (Padoa-Schioppa 1996): in altre parole, è solo attraverso la creazione di un insieme coerente di incentivi che il passaggio al metodo interno può avvenire evitando che l'affrancamento dai parametri standard implichi solo un abbassamento, invece di un aumento, del livello di sicurezza dell'attività aziendale. Esempi di tali incentivi, in grado di spingere l'impresa a trovare conveniente l'impegno in un serio esercizio di auto-controllo,

⁶ Il riferimento è fatto allo specifico emendamento apportato alla fine del 1995 all'Accordo sui requisiti patrimoniali siglato in sede di Banca dei Regolamenti Internazionali.

⁷ La critica nei confronti del tradizionale approccio dei coefficienti patrimoniali diviene ancor più radicale da parte di chi (Szegö 1996, p. 137) sostiene che le regole di capitalizzazione di Basilea «create, come Frankenstein, a fin di bene, si sono poi rivelate del tutto controproducenti»: a sostegno di questa tesi vi è, ad esempio, la considerazione di una certa riluttanza a fare pulizia dei crediti inesigibili che le banche mostrerebbero a causa del raddoppio del coefficiente patrimoniale originariamente previsto per gli impieghi in sofferenza.

possono individuarsi in vantaggi di ordine "reputazionale" rappresentati dal miglioramento dei *ratings* concessi alle aziende più sicure (Group of Thirty 1997), nella "personalizzazione" dei requisiti di adeguatezza patrimoniale in funzione delle analisi storiche e prospettive di rischio effettuate dalla stessa impresa (Goodhart 1996, Group of Thirty 1997) o anche nella riduzione della frequenza delle ispezioni o degli obblighi di rendicontazione nei confronti dei supervisor (Large 1997a).

Nell'insieme, la sfida dell'auto-valutazione richiede alle imprese finanziarie globali di effettuare consistenti investimenti in termini di risorse hardware e software. Si tratta di approntare basi informative integrate in grado di intercettare, aggregare e selezionare quantità imponenti di dati relativi alle multiformi dimensioni (funzionali, geografiche, valutarie, ...) dell'attività aziendale.⁸ Allo stesso modo, un impegno cospicuo è anche quello chiesto nell'affinamento e nell'armonizzazione dei principi contabili, nell'accresciuta opera di revisione contabile, individuale e consolidata, da parte di una singola agenzia e in una maggiore trasparenza delle preferenze aziendali nei confronti del rischio (Group of Thirty 1997). Vi è poi la necessità di mettere in piedi efficienti strutture organizzative, ovvero specifiche "unità di controllo", in grado di svolgere un consistente lavoro di regia del complesso dei rischi gestiti movendosi nel rispetto delle politiche aziendali, ma anche al riparo da possibili conflitti di interesse rispetto sia ai responsabili operativi delle attività di intermediazione sia ai massimi "decisionari" aziendali quali il consiglio di amministrazione, il comitato esecutivo, gli amministratori delegati e i direttori generali (Sarcinelli 1997b).

Di fronte a questa imponente agenda di impegni, la sfida più importante nel contenimento dei rischi delle grandi imprese finanziarie internazionali appare quindi quella del fattore umano. Infatti, è solo la disponibilità di risorse professionali adeguatamente formate, motivate e incentivate che può garantire il corretto funzionamento del complesso sistema di auto-controllo testé descritto. Ciò implica ad esempio (Group of Thirty 1997) assicurare che le carriere nelle funzioni di controllo dei rischi non siano penalizzate rispetto ai percorsi di sviluppo professionale disegnati per gli operatori attivi

⁸ Persino la struttura informativa migliore potrebbe risultare inutile in caso di frode o di infedeltà da parte di un dipendente; nessun manager dovrebbe dimenticare che, a quanto si narra, la Grande Muraglia cinese venne violata dalle orde mongole per il tradimento di un capo-posto.

nella "prima linea" aziendale e, tipicamente, nell'intermediazione finanziaria. Ugualmente, in termini di formazione, occorre ridurre (Large 1997a) i pericoli di divergenze tra le competenze percepite e quelle effettive in capo a ruoli particolarmente critici nell'assunzione dei rischi e provvedere al continuo aggiornamento e alla circolarità delle informazioni e delle conoscenze in tema di rischi, specie entro l'alta direzione. A livello di comunicazione interna, infine, bisogna favorire la diffusione presso tutto il personale dell'azienda e del gruppo di una medesima base culturale e di solidi e condivisi valori etici di riferimento.

Il vero punto cruciale è quello dell'etica che in un mondo globalizzato e fortemente sensibile all'incentivo economico sembra non avere più quella base socio-culturale che ne ha fatto per secoli il meccanismo di controllo dell'agire umano. L'eterogeneità, l'affievolimento o addirittura la scomparsa delle convinzioni religiose, delle remore dovute ai condizionamenti sociali, dello spirito di corpo o almeno di appartenenza all'azienda per cui si lavora affidano sempre più ai meccanismi di mercato il controllo delle risorse umane. I trattamenti economici, i benefici accessori (*fringe benefits*), le gratifiche non sono i soli incentivi cui risponde o tende a rispondere l'operatore finanziario; a essi si accompagnano i vantaggi reputazionali, a patto che il mercato sia in grado di premiare e di punire in modo efficiente sia sul piano economico sia su quello professionale le prestazioni e i comportamenti. Il mercato, tuttavia, presuppone un atteggiamento cooperativo, di buona fede da parte di tutti i partecipanti; può punire *ex post* comportamenti opportunistici e fraudolenti, ma non può prevenirli. Questa è responsabilità dell'imprenditore o del manager, in qualche, modesta misura anche del revisore e del controllore, ma in un'impresa multinazionale, multiprodotto e, sotto il profilo del tempo, multifuso all'antico problema di individuare *quis custodes custodiet* s'aggiunge anche quello ben più arduo del *quomodo custodes custodient*. L'azzardo morale e i problemi di agenzia sono certamente gestibili, ma non sono verosimilmente ridotti dalla maggiore insistenza sul fattore umano.

4. Fattore umano e rischio sistemico: i supervisori

In un mondo di "primo ottimo" in cui le grandi imprese finanziarie globali avessero già tutte soddisfatto i requisiti teorici di auto-controllo sin qui descritti, diverrebbe difficile trovare spazio per giustificare l'esistenza di una qualche attività di vigilanza per il rischio sistemico; potrebbe rimanere quella volta alla protezione del depositante da rischi conseguenti a shock macroeconomici asimmetrici (Szegö 1997). Nondimeno, riprendendo quanto osservato all'inizio di questa nota, la lunga lista di dissesti aziendali sofferti negli ultimi anni indica come una funzione di vigilanza sia ancora necessaria per tutelare la stabilità e la trasparenza. Ugualmente, la stessa sequela di crisi individuali mostra come, insieme alle imprese, siano anche le modalità di supervisione operanti sui mercati finanziari internazionali a denunciare ancora una relativa distanza da un prototipo ideale di funzionamento.

In un mondo finanziario ove le frontiere geografiche e funzionali tendono sempre più a smussarsi sino quasi a dissolversi, il modello teorico ottimale da contrapporre al mercato e all'impresa globali potrebbe ugualmente essere quello di costituire un solo supervisore globale. Nondimeno, l'ipotesi di creare un unico vigilante planetario lascia in chi scrive più di una perplessità, sia in ragione della pressoché impossibile realizzabilità dell'idea sia del carattere "monolitico e burocratico" (Large 1997b) che tale organismo finirebbe inevitabilmente con l'assumere, imbrigliando le positive capacità di innovazione degli operatori e in definitiva accrescendo, come si diceva dianzi *a contrario*, il rischio sistemico. Ugualmente insoddisfacente appare, tuttavia, la realtà attuale che vede l'elevata frammentazione a livello geografico e funzionale delle competenze in tema di vigilanza ancorché prudenziale ridurre l'efficacia della supervisione e forse rendere la stessa fonte di potenziali minacce: ciò rileva nel caso in cui le incoerenze tra sistemi di vigilanza generino pericolose concentrazioni di attività e/o imprese a più alto contenuto di rischio negli ambiti geografici o funzionali - a volte, veri e propri "paradisi regolamentari" - ove minori sono i controlli; allo stesso modo, insidie addizionali si generano allorché insufficiente si rivela lo scambio di informazioni tra le diverse autorità o deboli si mostrano il grado di vigenza delle norme e l'azione di contrasto nei confronti della criminalità organizzata.

Consapevoli delle difficoltà e dei rischi dell'attuale situazione (Padoa-Schioppa 1995 e 1996), nel corso degli ultimi anni le autorità di vigilanza bancaria e di controllo dei mercati mobiliari hanno intrapreso a livello internazionale uno sforzo congiunto di coordinamento. L'obiettivo è quello di innalzare la trasparenza delle operazioni finanziarie effettuate su scala globale, di affinare i parametri di riferimento, di favorire gli scambi di informazioni e di migliorare le difese e i sistemi necessari per controllare e contenere i rischi.⁹

Nel complesso, il processo di trasformazione che coinvolge le funzioni di supervisione è veramente notevole. Da forme di vigilanza strutturale si è passati a modalità prudenziali di controllo e ai più recenti "modelli interni" che per essere veramente efficaci debbono vedere il singolo supervisore agire "a distanza" (*at arm's length*) sia nei confronti delle imprese sia degli altri supervisori. La parola chiave di questo scenario non può che essere quella dell'interdipendenza (Large 1997b).

Il collegamento tra autorità di vigilanza e settore finanziario risulta particolarmente necessario per permettere al supervisore di mantenere costantemente aggiornato il suo bagaglio di conoscenze tecnico-operative ed evitare di perdere contatto con le continue innovazioni prodotte dal mercato. Non deve quindi stupire l'ipotesi (Group of Thirty 1997) di istituzionalizzare scambi professionali ed esperienze cooperative di formazione tra controllori e controllati. Una maggiore vicinanza al mercato è essenziale per acuire la capacità dell'autorità di vigilanza di percepire nuove forme potenziali di rischio e consentire, in tal modo, l'esercizio di interventi di "medicina preventiva" piuttosto che di "controllo epidemico".

Sul fronte della profilassi come su quello del controllo di affezioni già sviluppate si coglie poi l'importanza di realizzare un adeguato grado di interdipendenza tra i supervisori.

Ex ante - prima dell'eventuale innesco di un contagio sistemico - la cooperazione tra le autorità di vigilanza serve sia per assicurare il flusso di informazioni necessario per garantire trasparenza e stabilità,

⁹ Auspicato a livello di G-7 nei Vertici tenuti a Halifax nel giugno 1995 e a Lione un anno più tardi, il lavoro di cooperazione e di coordinamento internazionale e interfunzionale sul terreno del controllo dei rischi (Large 1996) viene portato avanti da un nutrito gruppo di organismi tra cui spicca il Joint Forum, costituito dalle tre organizzazioni che raccolgono le autorità nazionali di vigilanza sulle banche (Comitato di Basilea), sui mercati mobiliari (International Organization of Securities Commissions - IOSCO) e sulle compagnie di assicurazione (International Association of Insurance Supervisors - IAIS).

sia per realizzare un processo di armonizzazione, attraverso i confini nazionali e funzionali, delle procedure, delle tecniche e dei requisiti in cui si estrinseca la funzione di controllo preventivo: in questo quadro, la tendenziale omogeneizzazione delle modalità di vigilanza potrà anche consentire una riduzione del dispendio non piccolo di risorse imposto alle imprese finanziarie multinazionali dall'assoggettamento a molteplici obblighi nei confronti di una pluralità di autorità di controllo.¹⁰ Più in generale, la collaborazione tra i supervisori è necessaria per rimuovere le incoerenze tra le norme primarie e secondarie che nei diversi ambiti geografici e settoriali regolano aspetti particolarmente delicati dell'operatività del sistema finanziario globale: sono questi i casi, ad esempio, della migrazione a modalità di regolamento lordo delle transazioni¹¹ e della riduzione, attraverso la definizione di comuni standard, delle differenze espresse nei vari paesi dalla legislazione relativa alla sistemazione delle insolvenze (Group of Thirty 1996).

Ex post, di fronte all'effettivo sviluppo di un episodio di crisi sistemica, la cooperazione internazionale e interfunzionale tra le autorità di vigilanza diviene particolarmente rilevante per l'identificazione di un "supervisore guida" (*lead regulator*) responsabile del coordinamento delle operazioni nella fase dell'emergenza. A questo riguardo, l'esperienza storica indica come nei casi più difficili, in cui la propagazione sistemica è già avanzata, il rimedio ultimo non possa essere altro che quello dell'iniezione di dosi supplementari di liquidità. Basti ricordare l'allentamento delle condizioni monetarie in Occidente dopo la crisi borsistica di Wall Street del 1987 e le ripercussioni inflazionistiche che ne seguirono. Nello scenario antinflazionistico proprio dell'Europa di Maastricht, la riluttanza delle banche centrali ad accelerare la crescita della moneta si combina con l'apprezzamento dei problemi di azzardo morale e di opportunismo provocabili dall'accettazione incondizionata del ruolo di prestatori di ultima istanza.

¹⁰ A questo riguardo, un sondaggio recentemente condotto su un campione di 66 istituzioni finanziarie operanti su scala globale (Group of Thirty 1997) ha evidenziato come quasi la metà dei soggetti coinvolti provveda a compilare più di 500 rapporti l'anno da destinarsi a vario titolo alle autorità di vigilanza.

¹¹ Un efficace esempio di cooperazione delle autorità di vigilanza nella prevenzione di rischi sistemici può essere identificata nella costruzione, promossa dalle banche centrali europee, del sistema TARGET di regolamento lordo delle transazioni in base monetaria di elevato importo. Nello sviluppo del TARGET, oltre alla collaborazione tra i supervisori, un compito importante viene affidato al coinvolgimento delle imprese che saranno gli utenti del sistema (Sarcinelli 1996a).

Pertanto, seppur con nuove varianti, i termini del problema posto alle autorità di vigilanza dal contenimento di un incipiente contagio sistemico rimangono identici a quanto evidenziato dalla lunga storia passata delle crisi finanziarie ed efficacemente riassunto nell'affermazione (Kindleberger 1991, p. 14) che «il prestatore di ultima istanza dovrebbe esistere, ma la sua attività dovrebbe essere opportunamente dosata». Lo stesso prudente dosaggio dovrebbe, ad avviso di chi scrive, governare il ricorso ad altri strumenti di controllo dell'espansione del contagio quali i blocchi delle contrattazioni o altri meccanismi automatici di "interruzione dei circuiti" (*circuit breakers*) delle negoziazioni sui mercati finanziari (Sarcinelli 1996a). Seppur preferibile all'astensione da alcun intervento, l'utilizzo di tali terapie di pronto soccorso va limitato ai periodi, ragionevolmente brevi, in cui il contenuto informativo dei prezzi e la stessa stabilità delle infrastrutture di mercato rischiano di venire compromesse dal rapido diffondersi del focolaio di affezione sistemica.

5. Conclusioni

Nel movimento oscillatorio tra regole e discrezionalità, nel caso del rischio sistemico la posizione del pendolo rimane, oggi come in passato, relativamente incerta.

Nello scenario della globalizzazione e dell'innovazione finanziaria il riferimento a regole prudenziali – coerenti e in buona misura ratificate dall'esperienza diretta di auto-valutazione dei controllati – appare una via obbligata per rendere compatibili stabilità e sviluppo dei mercati e per assicurare un'adeguata prevenzione dei rischi sistemici. Nondimeno, il crescente affidamento a schemi di governo dei rischi costruiti dal basso e impostati sul riferimento ai modelli interni e alle prassi migliori immette un forte elemento di flessibilità nel processo di interazione tra controllati e controllori. Una ben dosata discrezionalità continua, infine, a rappresentare il perno di un efficace sistema di intervento per contenere la propagazione sistemica di focolai di crisi già innescati.

In un mondo in cui la libertà del mercato e il vincolismo della regolamentazione dovranno continuare a convivere salvaguardando contemporaneamente efficienza e stabilità (Sarcinelli 1997a), l'otteni-

mento di un duraturo e proficuo equilibrio tra le diverse istanze dipenderà crucialmente dall'investimento che controllati e controllori sapranno effettuare sul fattore umano, creando un solido retroterra comune di informazioni, di abilità, possibilmente di valori condivisi. Sul fondamento di questa medesima cultura il processo di razionalizzazione delle modalità di supervisione dei mercati finanziari internazionali potrà procedere con decisione, ma anche con la necessaria gradualità, nella convinzione che la gestione e il controllo dei rischi, specie se sistemici, sono e rimangono un'arte più che una scienza.

APPENDICE

LE RACCOMANDAZIONI DEL GRUPPO DEI TRENTA E DELL'IIF

Il tema del contenimento delle alee di ordine sistemico sui mercati finanziari globali è al centro di due importanti e autorevoli analisi recentemente pubblicate dal Gruppo dei Trenta (Group of Thirty 1997) e dall'Institute of International Finance (1997). Con lievi differenze di enfasi, entrambi gli studi concordano nell'evidenziare il ruolo di un approccio mirante a individuare "dal basso" sistemi coerenti e omogenei di riferimento per valutare la rischiosità delle imprese finanziarie operanti su scala multinazionale.

Nel dettaglio, il lavoro del Gruppo dei Trenta si avvale di un sondaggio operato presso un vasto e significativo campione di istituzioni (principalmente banche d'affari e di deposito) di 13 differenti paesi aventi la caratteristica comune di essere protagonisti attivi (*global players*) sui mercati finanziari internazionali. Tra i risultati dell'indagine, di particolare interesse risultano: *i*) la quantificazione intorno al 20 per cento della probabilità che una crisi di proporzioni sistemiche si abbatta sui mercati globali entro i prossimi cinque anni; *ii*) l'individuazione del più probabile focolaio di possibile crisi nel fallimento di una singola istituzione finanziaria, dovuto primariamente a tracolli nelle infrastrutture operative e/o all'indisponibilità di sistemi di controllo adeguati a prevenire eccessive assunzioni di rischio; *iii*) lo stato ancora relativamente interlocutorio e largamente fondato sull'intervento umano dei sistemi di monitoraggio e riassunzione dei rischi a livello aziendale; *iv*) il riconoscimento della pratica assenza di una vigilanza globalmente consolidata in ragione della frammentazione e della pluralità delle competenze tra i supervisori; *v*) l'appoggio all'ipotesi di assegnare compiti di coordinamento a una tra le diverse autorità di vigilanza, specie con riguardo alla responsabilità nell'organizzazione degli interventi di emergenza in casi di effettiva crisi sistemica; *vi*) il sostegno alle azioni dirette alla definizione di parametri guida per la gestione e il

controllo dei rischi da individuarsi nelle prassi migliori espresse dalle imprese finanziarie globali.

Movendo anche da questo preliminare accertamento, lo studio del Gruppo dei Trenta giunge a formulare undici raccomandazioni destinate rispettivamente alle imprese finanziarie (tre), alle società di revisione (due), alle autorità di vigilanza (cinque) e alle assemblee legislative (una, sottoarticolata in quattro punti).

Riguardo alle imprese finanziarie, l'invito precipuo è quello di dotarsi di strutture organizzative interne in grado di assicurare la conoscenza, il monitoraggio e il governo continui dell'intera mappa dei rischi globalmente sostenuti. In questo contesto, è anche necessario un salto di qualità nel contributo dei revisori esterni chiamati, collaborando con le stesse imprese, a migliorare le proprie certificazioni circa lo stato di salute aziendale, ad assicurare la completezza dell'estensione geografica e funzionale della valutazione e ad approfondire le rilevanti tipologie di rischio.

In merito alle autorità di vigilanza, il Gruppo dei Trenta sottolinea con forza l'esigenza di ridurre le incoerenze attualmente esistenti e di promuovere, attraverso un'intensa cooperazione tra controllati e controllori, l'individuazione di una struttura di riferimenti comuni atti a qualificare la sicurezza dell'attività aziendale e delle infrastrutture di mercato e soprattutto a concordare la scelta di un coordinatore tra i controllori delle istituzioni finanziarie globali.

Allo stesso modo, la definizione di un corpo comune di principi e di norme appare necessario, attraverso l'azione legislativa, per armonizzare il trattamento delle insolvenze, la protezione dei clienti e la validità dei contratti di garanzia e dei pagamenti ottenuti mediante il regolamento dei saldi netti.

Sulla stessa lunghezza d'onda si pongono, come accennato, le conclusioni raggiunte dal lavoro dell'IIF e specificamente focalizzate sulla vigilanza dei grandi conglomerati finanziari internazionali. A questo riguardo, l'enfasi dell'analisi si appunta sul passaggio da una supervisione basata sulla natura dell'intermediario (banca d'affari, banca di deposito, ...) a un approccio fondato sulla rischiosità delle operazioni poste in essere (*risk-based supervisory framework*). Un intenso flusso di informazioni dovrebbe poi caratterizzare il rapporto tra le distinte autorità preposte a vigilare sulle componenti di un medesimo gruppo al fine di consentire la determinazione di un profilo globale di rischio del conglomerato. Alle imprese finanziarie, infine, gli esperti dell'IIF rivolgono l'invito a fornire un ampio riscontro pubblico – ai supervisori, agli analisti, alle controparti e agli investitori – delle caratteristiche del sistema adottato dall'azienda per la gestione dei rischi.

BIBLIOGRAFIA

- AJASSA, G. (1997), "Codici di governo: alcuni esempi", in *Proprietà, controllo e governo delle banche, Quaderno di Moneta e Credito*, marzo, pp. 303-09.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1992), *Recent Developments in International Interbank Relations* (Rapporto Promisel), Basel.
- BANK OF ENGLAND (1995), *Report of the Board of Banking Supervision into the Circumstances of the Collapse of Barings*, London, luglio.
- BORDO, M.D., B. MIZRACH e A.J. SCHWARTZ (1995), "Real versus pseudo-international systemic risk: some lessons from history", *NBER Working Paper*, no. 5371.
- CAGAN, P. (1965), *Determinants and Effects of Changes in the Stock of Money: 1975-1960*, Columbia University Press, New York.
- CRANE, D. et al. (1995), *The Global Financial System: a Functional Perspective*, Harvard Business School Press, Harvard.
- DAVIS, E.P. (1992), *Debt, Financial Fragility and Systemic Risk*, Clarendon Press, Oxford.
- DIAMOND, D.W. e P.H. DYBVIK (1983), "Bank runs, deposit insurance, and liquidity", *Journal of Political Economy*, vol. 91, no. 3, pp. 401-19.
- EICHENGREEN, B. e C. WYPLOSZ (1993), "The unstable EMS", *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 1, pp. 51-145.
- EICHENGREEN, B., J. TOBIN e C. WYPLOSZ (1995), "Two cases for sand in the wheels of international finance", *The Economic Journal*, vol. 105, no. 428, pp. 162-72.
- FISHER, I. (1932), *Booms and Depressions*, Adelphi, New York.
- FRIEDMAN, M. e A. SCHWARTZ (1963), *A Monetary History of the United States*, Princeton University Press, Princeton.
- GARBER, P. e M.P. TAYLOR (1995), "Sand in the wheels of foreign exchange markets: a sceptical note", *The Economic Journal*, vol. 105, no. 428, pp. 173-92.
- GOLDSTEIN, M. (1994), "International aspects of systemic risk", Institute for International Economics, dattiloscritto.
- GOODHART, C.A.E. (1996), "An incentive structure for financial regulation", dattiloscritto.
- GORTON, G. e R. ROSEN (1995), "Banks and derivatives", *NBER Working Paper*, no. 5100.
- GREENWALD, B. e J. STEIN (1988), "The task force report: the reasoning behind the recommendations", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, no. 3, pp. 3-23.
- GROUP OF THIRTY (1995a), "Study group on the evolution of supervision and regulation: summary of the inaugural meeting", Washington, dattiloscritto.
- GROUP OF THIRTY (1995b), "The evolution of regulation and supervision in financial services", Washington, dattiloscritto.
- GROUP OF THIRTY (1996), "International insolvencies in the financial sector: discussion draft", Washington, dattiloscritto.

- GROUP OF THIRTY (1997), *Global Institutions, National Supervision and Systemic Risk: A Study Group Report*, Washington.
- INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE (1997), *Report of the Task Force on Conglomerate Supervision*, Washington.
- KINDLEBERGER, C.P. (1988), "The financial crises of the 1930s and the 1980s: similarities and differences", *Kyklos*, vol. 41, no. 2, pp. 171-86.
- KINDLEBERGER, C.P. (1991), *Storia delle crisi finanziarie*, Laterza, Roma-Bari.
- LARGE, A. (1996), "Securities supervision and systemic risk", intervento tenuto presso The City and Financial Conference at Café Royal, Londra, novembre.
- LARGE, A. (1997a), "Effective regulation and the responsibilities of senior management", intervento tenuto presso The Cardiff Business Club, Cardiff, aprile.
- LARGE, A. (1997b), "A proxy for a global regulator: the way ahead for international supervision", intervento tenuto al 27° Yomiuri Symposium, Tokyo, maggio.
- LEVICH, R. (1988), "Financial innovations in international financial markets" in M. Feldstein ed., *The United States in the World Economy*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 215-57.
- MILGROM, P. e J. ROBERTS (1994), *Economia, organizzazione e management*, il Mulino-Prentice Hall International, Bologna.
- MINSKY, H. (1977), "A theory of systemic fragility" in E.J. Altman e A.W. Sametz eds, *Financial Crises: Institutions and Markets in a Fragile Environment*, Wiley, New York, pp. 138-52.
- MISHKIN, F.S. (1991), "Asymmetric information and financial crises: a historical perspective" in R.G. Hubbard ed., *Financial Markets and Financial Crisis*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 69-108.
- PADOA-SCHIOPPA, T. (1995), "The future of financial regulation in the face of growing market freedom", *Economic Bulletin*, Banca d'Italia, no. 20, pp. 77-81.
- PADOA-SCHIOPPA, T. (1996), "Intervento del Presidente del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria", *Bollettino Economico*, n. 27, pp. 79*-92*.
- SARCINELLI, M. (1987), "Sconsigliabile opporre resistenza alla globalizzazione dei mercati", *Bancaria*, anno 43, n. 1, pp. 71-76.
- SARCINELLI, M. (1996a), "Potential systemic risk: some comments", nota predisposta per il Gruppo dei Trenta, dattiloscritto.
- SARCINELLI, M. (1996b), "From the eurodollar to the dollar and the euro: a quick trip beyond the pillars of Hercules", intervento al convegno organizzato da The Phillip Morris Institute for Public Policy Research: "Europe's Global Currency", Roma, 1° luglio.
- SARCINELLI, M. (1996c), Saluto conclusivo alla presentazione della ricerca compiuta da NEWFIN su "La gestione del personale nei gruppi bancari", tenuta a Roma il 16 dicembre, dattiloscritto.
- SARCINELLI, M. (1997a), *Capitalismo, mercati, banche*, Edizioni Angelo Guerini, Milano.

- SARCINELLI, M. (1997b), "Governare la banca tra modelli e realtà", in *Proprietà, controllo e governo delle banche, Quaderno di Moneta e Credito*, marzo, pp. 267-301.
- STIGLITZ, J.E. (1990), "Symposium on bubbles", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 4, no. 2, pp. 13-18.
- SZEGÖ, G. (1996), "Il Frankenstein di Basilea", *Rivista di Politica Economica*, anno LXXXVI, pp. 121-40.
- SZEGÖ, G. (1997), "A critique of the Basel regulation, or how to enhance (im)moral hazard", comunicazione presentata alla conferenza su "Risk Management and Regulation in Banking", Bank of Israel, Jerusalem, 17-19 maggio, dattiloscritto.