

# Istituzioni globali, vigilanza nazionale e rischio sistemico

JOHN G. HEIMANN

La rapida evoluzione delle istituzioni, dei prodotti e dei mercati finanziari mette sempre più alla prova l'efficacia del controllo manageriale, della disciplina di mercato e della vigilanza ufficiale. La gestione continua e su scala mondiale di una gamma crescente di prodotti complessi e di servizi diversificati è una sfida che incute timore, ma per le imprese attive in un contesto globale è divenuta attività di ordinaria amministrazione. Tale contesto operativo premia, come mai prima d'ora, la comprensione e la gestione del rischio. Un modo per comprendere e gestire il rischio di un'impresa consiste nel valutare quanto efficacemente le imprese controparti si rendano conto e si occupino del proprio, un compito se possibile anche più arduo del primo a causa della base limitata sulla quale formulare un giudizio. Quel che più spaventa è la difficoltà del compito che l'autorità nazionale di vigilanza si trova a dover affrontare, in quanto è incaricata sia di prevenire il rischio sistemico sia di fissare i requisiti di vigilanza per le operazioni globali delle complesse conglomerate finanziarie, e deve operare sempre nei limiti della giurisdizione legislativa e dei regolamenti di vigilanza nazionali.

Il rischio sistemico può essere definito come il rischio di un evento improvviso e inatteso che può danneggiare il sistema finanziario in misura tale che ne soffrirebbe anche l'economia reale. Per essere qualificati come *sistemici*, gli shock devono interessare e minacciare l'intero sistema finanziario, senza limitarsi a riguardarne una piccola parte. Possono avere origine all'interno o all'esterno del settore finanziario e possono manifestarsi con l'improvviso fallimento di uno dei principali partecipanti al sistema finanziario, con un guasto tecnologico-

---

□ Merrill Lynch & Co., Inc., New York (USA).

co in un punto critico dei sistemi di liquidazione o di pagamento, o ancora con uno shock politico come un'invasione o l'imposizione di controlli sui cambi in un importante centro finanziario. Simili avvenimenti possono mandare in rovina il normale funzionamento dei mercati finanziari demolendo la fiducia reciproca che rende possibile la maggior parte delle transazioni finanziarie.

Quando si verifica uno shock, i problemi di un'istituzione o di un settore del mercato possono diffondersi ad altre istituzioni e ad altri mercati. La trasmissione per contagio dello shock può essere causata da un'esposizione diretta *effettiva* nei confronti del danneggiato o, in modo più insidioso, da un'esposizione *presunta*. In assenza di una prova chiara e convincente del contrario, probabilmente i partecipanti al mercato si aspettano che le istituzioni meno capaci di opporre resistenza agli shock ne risultino danneggiate. Tenteranno allora di proteggersi liquidando i titoli di queste istituzioni ritenute più deboli e spostando i propri portafogli verso titoli di istituzioni ritenute più solide. Il risultato è una fuga di capitali verso la qualità.

Quando i mercati si inceppano, non possono svolgere la fondamentale funzione di incanalare i fondi verso chi offre le opportunità d'investimento più produttive. Alcune istituzioni e alcuni settori possono perdere l'accesso ai mercati, e la spesa per investimenti può risentirne in qualità e quantità. In effetti, se il danno investe il sistema dei pagamenti, lo shock può anche scoraggiare direttamente il consumo. È il timore di un risultato di questo tipo a spingere le autorità politiche all'intervento.

Negli ultimi venti anni si sono verificati numerosi shock *interni* che hanno suscitato il fantasma del rischio sistemico. I mercati emergenti dell'Asia, dell'Europa orientale e dell'America Latina hanno registrato costosi crolli finanziari, e a partire dal 1980 più di una dozzina di essi è stata investita da shock risolti con un costo pari a oltre il 10% del Pil. Tra i maggiori sistemi economici dell'OCSE, Francia, Finlandia, Giappone, Norvegia, Spagna, Svezia e Stati Uniti hanno tutti sperimentato negli ultimi dieci anni gravosi problemi finanziari, che sono stati risolti dal governo (o sono in via di soluzione) a un costo notevole per il bilancio statale. Nella quasi totalità dei casi i governi hanno scelto di assorbire le perdite e di sostenere il sistema finanziario, apparentemente ritenendo ciò meno costoso che affrontare le conseguenze di un diffondersi dello shock al resto del sistema finanziario e all'intero sistema economico. Preoccupati dagli alti costi e dal pericolo

di fenomeni di *spillover* sul sistema finanziario internazionale, i capi di stato del G-7 hanno richiesto misure per rafforzare la vigilanza, e si sono avviate numerose iniziative.

La storia dell'intervento pubblico è rassicurante; di fatto, potrebbe essere fonte di *moral hazard* qualora i consigli di amministrazione e il *management* delle istituzioni finanziarie ne traessero troppo conforto. Tuttavia i successi sono risultati in larga misura attribuibili più ad attente gestioni delle crisi che a efficaci misure preventive.

Se guardiamo in avanti, l'aumento continuo di dimensioni, la velocità e complessità delle transazioni internazionali, e la crescente concentrazione delle attività commerciali in un numero relativamente ridotto di istituzioni che svolgono un ruolo guida in mercati multipli suggeriscono che in futuro sarà maggiore il potenziale per gli shock e la difficoltà nell'improvvisare una gestione efficace della crisi in caso di shock.

Nuove tecnologie, nuovi prodotti finanziari, nuove tecniche di finanziamento, internazionalizzazione dei mercati ed erosione delle barriere legali e commerciali che separavano mercati e imprese hanno contribuito tutti ad aumentare le dimensioni, la velocità e la complessità delle transazioni internazionali. I progressi nella tecnologia dell'informazione e delle telecomunicazioni hanno ridotto i costi delle transazioni transfrontaliere abbassando drasticamente i costi di raccolta e di analisi dei dati, di avvio e ratifica delle transazioni, di compensazione e liquidazione dei pagamenti, e di controllo dei flussi finanziari attraverso l'informazione manageriale e i sistemi contabili. Tali progressi hanno ampliato gli orizzonti di chi utilizza i servizi finanziari, e hanno accresciuto la capacità delle istituzioni finanziarie di fornire soluzioni internazionali ai problemi finanziari. Essi hanno permesso a imprese sofisticate di raccogliere o investire fondi, cambiare valute, o variare le caratteristiche delle attività in tutto il mondo e sulle 24 ore.

Sono aumentate anche le opportunità per transazioni finanziarie transfrontaliere. Negli ultimi anni un numero sempre maggiore di paesi ha liberalizzato il proprio sistema finanziario e ha smantellato i controlli sui capitali che erano stati istituiti per proteggere i mercati finanziari nazionali dalle influenze globali. Ciò ha aperto nuovi mercati alle imprese già operanti e ha portato nei mercati internazionali nuovi soggetti, regolamentati diversamente o non regolamentati affatto, spesso provenienti da paesi al di fuori del G-10. Inoltre, la cre-

scente importanza degli investitori istituzionali ha contribuito alla globalizzazione dei mercati finanziari. Ormai in quasi tutti i principali paesi i mercati finanziari sono dominati dagli investitori istituzionali: banche, compagnie di assicurazione, banche d'investimento, fondi comuni d'investimento a capitale variabile, fondi pensione e *hedge funds*. Rispetto ai singoli privati gli investitori istituzionali affrontano costi di transazione molto più bassi, pertanto possono allocare più facilmente le attività su una gamma globale di opportunità d'investimento.

Gli stessi sviluppi che rendono possibili enormi volumi di transazioni internazionali hanno favorito anche l'emergere di imprese finanziarie globali integrate, caratterizzate da strutture finanziarie e societarie estremamente complesse. Il crescente volume delle transazioni finanziarie internazionali è fortemente concentrato in un numero relativamente ridotto di istituzioni, che hanno la presenza e i sistemi di capacità tecnica, d'informazione e di comunicazione adatti per poter gestire il rischio su scala mondiale. Tali "istituzioni-nucleo" tendono a rivestire un ruolo guida nei mercati multipli e costituiscono una parte rilevante dell'infrastruttura finanziaria internazionale.

Le istituzioni-nucleo hanno di solito un capitale notevole e hanno il proprio quartier generale in giurisdizioni con un buon sistema di vigilanza. Appare ragionevole che l'attività finanziaria internazionale si concentri in poche imprese in grado di svolgere con successo tale compito; tuttavia questa stessa concentrazione è motivo di preoccupazione a causa della complessità delle interconnessioni tra le imprese coinvolte. Queste istituzioni non solo tendono a essere le maggiori controparti l'una dell'altra, ma spesso intrattengono estesi rapporti d'affari con molti degli stessi clienti in tutto il mondo e sono membri delle stesse stanze di compensazione e degli stessi mercati borsistici. Sebbene tra le singole imprese le reciproche esposizioni al credito possano non essere eccessive, in questo gruppo le esposizioni al rischio diretto e indiretto sono così complicate e poco trasparenti, e i loro cambiamenti così rapidi, che risulta praticamente impossibile controllarle in qualcosa di simile al tempo reale. Le pratiche di contabilità e d'informazione ancora non procedono di pari passo. Le esposizioni al rischio possono manifestarsi anche senza essere rilevate dai sistemi di monitoraggio esistenti. In caso di crisi, a parità di condizioni sia le istituzioni consorelle sia le autorità di regolamentazione possono ritenere di non avere abbastanza informazioni sulla condizione di un'istitu-

zione in difficoltà né abbastanza tempo per valutare questa complessa informazione perché sia possibile un intervento.

Un'istituzione attiva in molte giurisdizioni è poi soggetta alle differenze e alle interazioni delle leggi e delle regolamentazioni di ognuna di esse. Ad esempio, qualora gli accordi di compensazione non si rivelassero giuridicamente vincolanti, il crollo improvviso in un sistema di pagamenti di un soggetto importante operante su scala internazionale causerebbe difficoltà inattese alle sue controparti. Una controparte può aver lasciato che i diritti lordi sull'istituzione fallita crescessero fino a un ammontare maggiore del capitale della controparte, con l'idea che i diritti netti sarebbero stati una piccola parte della somma lorda. Se tale supposizione risulta errata, la controparte sopravvissuta può vedersi costretta a mettersi in fila tra i comuni creditori dell'istituzione fallita, poiché in molte giurisdizioni la legge favorisce i risarcimenti degli investitori e dei depositanti locali rispetto a quelli degli investitori stranieri, e in caso di emergenza può accadere di non ottenere nemmeno un risarcimento netto.

Nonostante i fattori di complessità sorti negli ultimi anni, non tutti gli sviluppi si sono indirizzati verso un aumento dei rischi. I progressi tecnologici consentono sistemi più efficaci di informazione e controllo gestionali e modelli analitici che aiutano le istituzioni in una migliore gestione del rischio. Tra gli sviluppi positivi si ricordano i continui miglioramenti nella misurazione del rischio del credito e di mercato, una più accentuata diversificazione dei portafogli tra i vari mercati, un più diffuso utilizzo del *netting* e della garanzia collaterale, maggiori informazioni sul rischio fuori bilancio, un aumento considerevole del capitale netto di molte grandi istituzioni finanziarie, il consolidamento del settore finanziario e la crescita della cartolarizzazione.

Nonostante tali progressi, rimane ancora una sostanziale incertezza sul livello e sulla direzione del rischio nel sistema e sull'efficacia delle misure necessarie per controllarlo. Data la velocità con la quale i soggetti sul mercato possono reagire agli avvenimenti in ogni parte del mondo, i tempi di reazione in caso di shock sono praticamente istantanei. I manager e le autorità di regolamentazione hanno pochissimo tempo a disposizione per studiare il problema e per formulare e mettere in pratica una reazione. L'estrema velocità con la quale hanno luogo le transazioni internazionali può accrescere il rischio di un'errata interpretazione della situazione.

Il successo nell'affrontare tali sfide richiederà miglioramenti nella gestione, nella disciplina del mercato e nella vigilanza. Le istituzioni nucleo dovrebbero proporsi alla guida dello sviluppo di una struttura internazionale per la misurazione e la gestione del rischio. Non solo queste istituzioni hanno un chiaro interesse nel vedere realizzato tale sforzo, ma probabilmente non vi è altra istituzione, privata o pubblica, che possa contribuire al raggiungimento dell'obiettivo portando risorse analitiche equivalenti o conoscenze dirette delle istituzioni globali e dei mercati.

I governi attendono con ansia una soluzione anche per questo nuovo problema di tipo sistemico. In tre occasioni i capi di stato dei paesi del G-7 hanno manifestato le proprie preoccupazioni circa la vulnerabilità nei confronti del rischio sistemico internazionale, sottolineando la necessità di misure correttive. Le autorità internazionali di regolamentazione e di vigilanza continuano a muoversi su più fronti per forgiare legami di cooperazione, e superare in tal modo i singoli limiti geografici e funzionali che incontrano quando si occupano delle conglomerate finanziarie globali. Questo susseguirsi di iniziative suggerisce che nessuna azione isolata può vincere la sfida. Occorre uno sforzo costante e cooperativo.

Certamente non è possibile eliminare del tutto il rischio, o la possibilità di un fallimento. L'attività stessa dell'intermediazione di mercato consiste nell'accettare un adeguato ammontare di rischio e nel gestirlo efficacemente. Un sistema finanziario che tentasse di eliminare il rischio invece di gestirlo a dovere risulterebbe costoso e inefficiente; per giunta ciò toglierebbe ai mercati innovazione e creatività. Inoltre, la disciplina di mercato richiede la possibilità di fallimenti, ma ciò non significa che in un eventuale mercato finanziario ideale il fallimento istituzionale sia la regola. Tuttavia gli azionisti e gli amministratori devono rendersi conto che il fallimento è sempre possibile, e tale consapevolezza è un potente stimolo a un comportamento responsabile.

Sebbene non sia saggio eliminare il rischio, l'obiettivo deve rimanere quello di eliminare il rischio sistemico, di progettare cioè un sistema finanziario internazionale in grado di affrontare gli shock senza incorrere in fallimenti che si ripercuoterebbero con effetto a cascata su tutto il sistema. Non è ragionevole procedere come se nessuna importante istituzione possa fallire, o aspettarsi che una grande istituzione globale funzionerà senza problemi. Le dimensioni e l'enorme com-

plexità di queste istituzioni renderanno praticamente impossibile preservarle del tutto da simili eventualità.

Il sistema finanziario internazionale sta attraversando un periodo di profondi cambiamenti che, tra l'altro, hanno portato all'emergere di grandi imprese finanziarie integrate, con strutture e finanze aziendali di estrema complessità e con un campo d'azione di dimensioni mondiali. Allo stesso modo le controparti che desiderano trattare con loro, e le autorità incaricate della loro vigilanza, devono avere una visione globale delle operazioni e delle finanze proprie di tali imprese. I sistemi nazionali di contabilità, di informazione e di vigilanza, tuttavia, appaiono inadeguati allo scopo. La struttura legislativa sulla quale si basano le autorità nazionali di regolamentazione appare ormai insufficiente per un controllo completo del rischio, e in effetti in un gruppo globale il basarsi in misura eccessiva sulla struttura legislativa potrebbe ridurre l'efficacia di un controllo di questo tipo.

Consapevoli di tale necessità, le istituzioni finanziarie hanno dedicato molte risorse al miglioramento della gestione e del controllo globale del rischio. Anche la vigilanza nazionale ha concentrato la propria attenzione sulla gestione del rischio, includendo problemi come il controllo attivo del consiglio di amministrazione e del *management*, la capacità di misurare, rilevare e controllare i rischi durante l'attività e l'idoneità dei controlli interni.

Oggi le autorità di vigilanza stanno anche riconoscendo la necessità di lavorare con il mercato, in modo che la salvaguardia prudenziale non soffochi l'innovazione o la concorrenza finanziaria e incoraggi la trasparenza e la disciplina di mercato. Sono segnali di progresso anche le numerose iniziative internazionali in corso di realizzazione e dirette a espandere la cooperazione e a migliorare il coordinamento. Tuttavia vi sono dei limiti a quanto si può ottenere in questo modo.

Anche con una piena coscienza di queste nuove sfide e con l'intenzione di affrontarle nel migliore dei modi, le autorità di vigilanza si trovano ingabbiate dai mandati legislativi e dagli schemi operativi nazionali, spesso basati su un approccio settoriale. Esse devono affrontare vincoli politici derivanti dalle questioni proprie del particolare momento in cui è nata quella legislazione. Tale legislazione può obbligare le autorità di vigilanza ad agire in un modo che è inutilmente in conflitto con il mercato a meno che ricevano una specifica autorizzazione giuridica a operare diversamente.

Pertanto la semplice cooperazione tra gli enti di vigilanza nazionali e funzionali difficilmente darà luogo a un controllo adeguato delle istituzioni globali nel tempo utile indicato dal problema. Quando sorgono nuove questioni, nell'affrontarle ogni istituzione di vigilanza adotterà regole sue proprie sulle informazioni che gli enti vigilati sono chiamati a fornire. Non solo lo schema dei rapporti informativi varierà da paese a paese, come è già accaduto in passato, ma può risultare anche incompatibile con le pratiche manageriali e di mercato del settore privato. Allo scopo di favorire un coerente ed elevato standard di gestione e di controllo del rischio per le istituzioni globali, ritengo necessaria un'iniziativa del nostro settore.

A tutte le istituzioni attive su scala globale dovrebbe essere applicata un'unica struttura valida ovunque. Tale struttura deve muovere dalla premessa che la responsabilità fondamentale della garanzia di stabilità delle istituzioni finanziarie, e dunque la responsabilità del contenimento del rischio sistemico, spetta al consiglio di amministrazione e al *management* delle istituzioni globali stesse.

Sebbene tale premessa non sia nuova, responsabilizzare maggiormente le istituzioni finanziarie sottende un approccio che in pratica è molto più dello status quo: comporta che le autorità di vigilanza siano maggiormente disposte a fidarsi delle istituzioni controllate, e che le istituzioni stesse accettino la responsabilità di migliorare la struttura delle loro funzioni di controllo interno e la disciplina che ne deriva. Tale premessa induce inoltre a immaginare per le istituzioni globali un regime diverso e più elaborato di quello imposto ai concorrenti più piccoli o meno diversificati geograficamente, sebbene nelle imprese minori la responsabilità della dirigenza aziendale nel campo dei controlli interni non sia inferiore.

Alla base di tale cambiamento di approccio vi sono due ragioni. In primo luogo, la massima parte dei problemi finanziari di una certa serietà che assediano le organizzazioni finanziarie (indipendentemente dal fatto che comportino rischio sistemico) hanno origine in problemi che le organizzazioni dovrebbero essere in grado di controllare in prima persona. Valga come esempio la circostanza che i fallimenti della Continental Illinois e della Barings, e le perdite commerciali di istituzioni come la Daiwa Bank, la Morgan Grenfell e la Sumitomo Corporation, si sarebbero potuti evitare se solo queste istituzioni avessero avuto controlli interni esaustivi e un più rigido controllo di gestione.

In secondo luogo, non è affatto ragionevole attendersi che le autorità di vigilanza proteggano da sole le istituzioni globali da tutti gli incidenti. Anche se ne avessero le risorse, il loro compito non può consistere nel valutare la qualità di ogni scambio o il *value-at-risk* corrente giornaliero nel commercio di strumenti derivati esotici. La velocità e la complessità dell'innovazione nei mercati, l'inevitabile posizione "dietro la curva" delle autorità di vigilanza e il loro vero e proprio handicap nella corsa al personale qualificato testimoniano tutti a favore di una maggiore responsabilità da parte delle istituzioni private.

Una struttura operativa per il settore finanziario deve guardare alle difficoltà sollevate dalla complessità istituzionale, dall'instabilità e dalla geografia di mercato. Il problema maggiore è ancora il comportamento troppo propenso al rischio, che per un'istituzione finanziaria è la causa più probabile di perdite. Poiché verosimilmente nessun codice etico eliminerà mai tale propensione, il sistema di controllo di un'istituzione deve almeno aspirare a porre un freno agli eccessi della natura umana, stabilendo un sistema di vigilanza interna che possa dare un primo allarme in caso di simili comportamenti. I controlli devono fronteggiare sia gli shock esterni sia i problemi interni.

Controlli esaustivi ed efficaci devono includere un comitato di revisione contabile dell'istituzione finanziaria; la funzione di revisione contabile interna; la funzione di gestione del rischio e le funzioni di vigilanza, compresa un'analisi giuridica, regolamentativa ed etica. La realizzazione di tutto ciò richiederà un notevole impegno in molte aree distinte.

Dovrebbe essere ovvio che i controlli esaustivi ed efficaci non sono semplicemente una questione di capacità e di tecnologia, ma anche di cultura organizzativa. Il consiglio di amministrazione e i suoi membri devono esercitare la propria responsabilità per valutare e gestire il rischio che la loro impresa si accolla. Tale responsabilità richiede che i dirigenti di grado più elevato compiano un'ampia analisi dei rischi nei diversi segmenti della loro attività e procedano con un continuo programma d'azione diretto a migliorare le pratiche di gestione del rischio. Si dovrebbe dedicare molta attenzione alle misurazioni del rischio di mercato e del credito, alle strutture di limitazione del rischio, al rischio operativo e legale, all'impatto del rischio sull'allocazione e sulla remunerazione del capitale e all'autorità e all'efficacia di funzioni interne come il controllo del rischio o la revisione contabile e la vigilanza interni.

Le istituzioni globali dovrebbero intraprendere l'arduo compito di progettare una struttura adeguata ai requisiti di vigilanza. Gli obiettivi e le metodologie di manager e autorità di vigilanza non sempre coincidono; in molti casi dovranno essere conciliati. Per accelerare lo sviluppo di una struttura, l'industria e la comunità delle istituzioni di vigilanza dovranno mantenersi in stretto contatto e cooperare per tutta la durata del processo.

Non sarebbe saggio fissare una struttura a un momento nel tempo e attendersi che i sistemi di controllo che ne risultano procedano parallelamente allo sviluppo di nuovi prodotti e di nuove strategie commerciali. Le istituzioni coinvolte in tale esercizio devono immancabilmente accettare questo sforzo come un'azione continua, da attuare con il sostegno e la partecipazione costanti da parte delle principali istituzioni finanziarie e in stretta cooperazione con le autorità di vigilanza.

In conclusione, è evidente che siamo entrati in una nuova era d'intermediazione globale. Il settore privato ha reagito rimodellando la propria struttura istituzionale in base alle realtà di mercato. Lo stesso non può dirsi per chi ha la responsabilità della prevenzione degli shock sistemici nocivi per la stabilità del sistema finanziario, ovvero le autorità di vigilanza. È giunto il momento, in effetti non da molto, di rimodernare la rete di vigilanza globale.

Poiché non è fattibile né desiderabile creare una nuova istituzione – un'autorità di vigilanza sovranazionale – l'alternativa è che il settore privato delinei degli standard globali concertandoli con la comunità delle istituzioni di vigilanza.