

Facoltà di Diritto Canonico S. Pio X

Etica, Mercati Finanziari e Ruolo del Regolatore

Lectio Magistralis

Anna Maria Tarantola

Vice Direttore Generale della Banca d'Italia

Venezia, 30 settembre 2011

INDICE

INTRODUZIONE	3
1. L'ETICA SOCIALE	5
2. QUALI FATTORI INFLUENZANO COMPORTAMENTI "ETICI"?	7
2.1 IL CAPITALE SOCIALE	7
2.2. L'OPERARE DEI MERCATI E L'INTENSITÀ DELLA CONCORRENZA.....	9
2.3 IL RUOLO DEL DIRITTO	10
2.4 LE INTERAZIONI TRA I DIVERSI FATTORI	12
2.5 L'EMERGERE DI PREFERENZE ETICHE	13
3. ETICA E FINANZA	15
3.1. LE DUE PROSPETTIVE	15
3.2. ETICA, FINANZA E REGOLAZIONE	16
3.3 UNA FINANZA ORIENTATA ALLO SVILUPPO E IL RUOLO DEL REGOLATORE.....	19
3.4. LA TUTELA DELLA CLIENTELA	21
3.5. LE INIZIATIVE DI CD. "FINANZA ETICA"	22
4. CONCLUSIONI	24

Introduzione

Dieci anni fa gravi scandali (Enron, Worldcom, Parmalat etc.) hanno riaperto il dibattito sul ruolo dell'etica nello svolgimento degli affari e nella gestione dell'attività d'impresa. Con la crisi finanziaria, nata negli Stati Uniti e rapidamente propagatasi su scala planetaria per effetto della interconnessione tra intermediari, mercati, paesi il tema ha assunto un rilievo fondamentale a livello di sistema per la diffusa presenza di condotte azzardate, imperfezioni nel mercato e nella sua regolazione. La questione dell'etica nell'economia è più che mai in primo piano. Ci si interroga su quale sia e debba essere il rapporto tra etica, economia, finanza; su quali valori possano ispirare un mercato divenuto globale; su quali strumenti possano promuovere la condivisione di principi morali in una economia in cui sono divenute via via meno importanti le limitazioni spaziali.

Per affrontare questo tema, è **utile distinguere tra due diversi utilizzi del termine etica: il primo ha a che fare con la correttezza nei comportamenti**, improntati al rispetto delle regole definite in base a obiettivi di efficienza e di equità. **Il secondo prende in considerazione l'etica come preferenza per scelte di contenuto altruistico; implica che nella funzione obiettivo degli agenti vi siano anche altri fini oltre al puro interesse egoistico, su cui si basa l'astrazione dell'*homo economicus*.**

Della prima accezione l'analisi economica si è occupata molto.

L'affermazione del paradigma neoclassico ha oscurato la seconda accezione perché ha determinato una netta separazione tra l'analisi positiva dell'agire economico e quella normativa

della ricerca di valori. Studi recenti, più aperti alle interazioni con gli studi psico-sociali, mettono tuttavia in discussione l'espulsione dell'etica dal campo d'indagine dell'economia, perchè in questo modo non si terrebbe compiutamente conto della rilevanza degli atti umani in ambito economico: l'agire umano non è guidato solo da obiettivi razionali ed egoisti (critica avanzata fra gli altri da Amartya Sen), ma anche dalla virtù e dalla coscienza personale. Contano meccanismi di autostima e senso di colpa; si generano comportamenti altruistici indipendentemente dal beneficio che il singolo può trarre o dall'osservazione dei comportamenti da parte degli altri. Anche l'economia, sia teorica che sperimentale, negli ultimi venti anni ha iniziato a riconoscere che accanto a individui egoistici vi sono soggetti con preferenze per comportamenti "sociali" (*other-regarding preferences*), variamente modellati come "altruismo", "avversione all'iniquità", "reciprocità"¹; oppure con un interesse anche per il benessere complessivo del gruppo di riferimento oltre che per il proprio². Questi contributi aiutano a spiegare anche l'emergere di operatori che hanno per oggetto sociale determinati comportamenti "etici" (come la finanza etica o il commercio solidale).

In questo intervento tratterò soprattutto della prima accezione: come favorire nel sistema economico – e più specificamente nel mercato finanziario – l'emergere di comportamenti corretti che inducano risultati "efficienti": nel mio ruolo di regolatore è ovviamente questa la preoccupazione principale. Discuterò la rilevanza di alcuni fattori di contesto che influiscono su questi comportamenti: il "capitale sociale" nel sistema; l'intensità della concorrenza sui mercati; ma mi concentrerò soprattutto sul ruolo del diritto. Questo ha una rilevanza fondamentale, non solo perché può influenzare o vincolare direttamente i comportamenti, ma anche perché può condizionare indirettamente – e essere condizionato –

¹ Cfr. E. Fehr, K. Schmidt, 1999, *A theory of fairness, competition and cooperation*, Quarterly Journal of Economics.
² Cfr. G. E. Bolton, A. Ockenfels, 2000, *A theory of equity, reciprocity and competition*, American Economic Review, 100.

dagli altri fattori di contesto. Infine, farò un cenno anche al tema emergente di soggetti economici che si propongono finalità etiche.

1. L'etica sociale

L'etica ha una caratteristica direttamente sociale³ oltre che individuale.

L'*etica sociale* è determinata dall'insieme delle norme comunemente accettate su cosa sia da approvare e cosa da criticare nel comportamento umano in un dato contesto storico e sociale (lavoro, amici, famiglia, *business community*). Le norme sociali possono quindi essere sostenute dalle scelte razionali di molteplici agenti e traggono forza dalla funzione che assolvono nella soluzione di problemi di cooperazione e di coordinamento. Possono essere indotte da motivazioni egoistiche.

Il buon funzionamento di un'economia di mercato richiede l'esistenza e il rispetto di regole di comportamento; di una serie di condizioni che devono essere soddisfatte affinché mercati e istituzioni economiche assicurino risultati efficienti (rispettare i contratti, non corrompere, non abusare delle proprie informazioni...). In tale scenario, il vantaggio per il singolo, la convenienza economica dell'adesione all'etica sociale deriva dall'aumento del benessere collettivo che questo comportamento assicura se esso viene adottato, rispettato da tutti i componenti del "gruppo" (una società, un'economia).

Emerge tuttavia un problema di azione collettiva: solo se "tutti" adottano questi comportamenti ne emerge un beneficio collettivo; per i singoli il costo può essere elevato; i benefici derivanti dal non rispetto possono essere cospicui.

³ Cfr. Jon Elster, 2006, *Altruistic behavior and altruistic motivations*, in *Handbook of the economics of giving, altruism and reciprocity*, North Holland.

Nei piccoli gruppi l'adeguamento all'etica sociale si regge sul bisogno di essere accettati nel contesto di riferimento e di non esserne stigmatizzati. I meccanismi all'opera in questo caso nell'assicurare il risultato sociale sono rappresentati dal "sentirsi accettati nel proprio ambiente sociale"; le sanzioni sono la disapprovazione del gruppo, l'esclusione. Si coopera per sentirsi accettati, o per non essere esclusi, dalla comunità a cui si appartiene. Ciò dovrebbe indurre sia un maggiore coordinamento dei comportamenti per il benessere collettivo (è "giusto" non gettare rifiuti per terra); sia la deterrenza dei comportamenti devianti (la comunità ripudia gli individui che gettano rifiuti per terra); in alcuni casi anche l'internalizzazione della cooperazione come regola di condotta (non si buttano rifiuti per terra anche quando nessuno dei membri della comunità può vederlo)⁴.

In contesti più ampi la cooperazione è più difficile da realizzare, soprattutto se i comportamenti dei soggetti non sono perfettamente osservabili, se i vantaggi del comportamento "deviante" sono rilevanti. Proverò a discutere di seguito di quali fattori possano favorire o ostacolare l'emergere di comportamenti "etici".

Il concetto di interesse collettivo, di etica sociale non è univocamente definito e può variare nel tempo, nei diversi contesti sociali. Spesso le norme etiche si evolvono per sostenere un comportamento cooperativo e quindi promuovere il funzionamento efficace di istituzioni sociali⁵.

⁴ Cfr. Cooter, 2006, *The intrinsic value of obeying a law: economic analysis of the internal viewpoint*, 75, Fordham Law Review.

⁵ Cfr. A. Shleifer, 2004, *Does competition destroy ethical behavior?*, American Economic Review, P&P.

2. Quali fattori influenzano l'emergere di comportamenti corretti?

Interrogiamoci su cosa influenzi costi e benefici percepiti dagli individui nell'aderire a comportamenti etici rendendoli quindi più probabili.

Rilevano i fattori culturali in senso ampio, che possiamo riassumere nel concetto di "capitale sociale"; l'intensità della concorrenza sui mercati; le regole prodotte dal diritto.

Queste ultime hanno un ruolo fondamentale, nell'indirizzare o vincolare direttamente i comportamenti, purché siano associate a un credibile *enforcement*; ma producono indirettamente effetti importanti anche sugli altri fattori di contesto.

2.1 Il capitale sociale

La disponibilità dei soggetti a comportamenti "corretti" è influenzata innanzi tutto da fattori culturali. Una crescente letteratura sottolinea il ruolo del *capitale sociale*, che caratterizza un'area, un contesto, un paese, nell'indurre comportamenti cooperativi. Il capitale sociale viene definito in vari modi come: condivisione di valori morali all'interno della società, disponibilità a collaborare, interesse per la collettività; è empiricamente approssimato da misure di partecipazione al voto, donazione del sangue, presenza di associazionismo diffuso, fiducia reciproca nelle relazioni esterne al contesto familiare.

Sono molti i canali attraverso cui capitale sociale e fiducia reciproca influenzano l'attività economica. La fiducia reciproca nei rapporti economici è indispensabile perché un sistema fondato sui contratti possa adempiere alla sua funzione in modo credibile ed efficace. La teoria economica, da John Stuart Mill ad Adam Smith a Kenneth Arrow, ha riconosciuto l'importanza della fiducia, dell'empatia, per qualsiasi attività economica. La mancanza di fiducia innalza i

costi transattivi costringendo gli agenti a impiegare tempo e denaro per la ricerca di partner affidabili e per controllarne i comportamenti⁶.

Le analisi empiriche recenti mostrano come un maggior capitale sociale favorisca da un lato il rispetto di regole informali, dall'altro accresca la probabilità che siano onorate le obbligazioni, i contratti; assicuri maggiore produttività del lavoro, maggiore propensione a svolgere attività imprenditoriale, più ampia partecipazione delle donne al mercato del lavoro, più elevata dimensione d'impresa; induca maggiore efficienza del settore pubblico in molti comparti; favorisca gli scambi tra paesi⁷. Alcuni autori⁸ esaminano anche l'effetto della "religione" (la pratica religiosa e l'essere cresciuti in famiglie religiose) sulle attitudini degli individui rispetto al funzionamento dei mercati rilevando che individui più religiosi (sia pure con significative differenze tra le diverse confessioni), tendono ad assicurare un contesto più favorevole all'emergere di mercati efficienti e migliori istituzioni (che, a loro volta, assicurano maggior benessere).

Le determinanti dello sviluppo del capitale sociale affondano le loro radici nella storia ma sono influenzabili dalle politiche, in particolare nel campo dell'istruzione, dell'*enforcement* delle regole, del disegno dei sistemi elettorali.

⁶ Cfr. E. M. Uslaner. 2000, *The Moral Foundation of Trust*, Cambridge University Press.

⁷ Cfr. G. Barone, G. De Blasio. 2010, Il capitale sociale, in *Il Mezzogiorno e la politica economica dell'Italia* (a cura di L. Cannari e D. Franco), Banca d'Italia, per una rassegna.

⁸ Cfr. L. Guiso, P. Sapienza, L. Zingales, 2003, *People's opium? Religion and economic attitudes*, Journal of Monetary Economics.

2.2. L'operare dei mercati e l'intensità della concorrenza

I benefici del libero operare del mercato, delle dinamiche concorrenziali sono ampiamente riconosciuti, in termini di allocazione efficiente delle risorse, di effetti sull'innovazione e sulla crescita.

In modo provocatorio possiamo dire che l'economia di mercato, che chiede alle imprese di essere efficienti, è essa stessa il portato di una scelta in parte "etica": l'efficienza, infatti, non ammette spreco di risorse; al contrario, pretende impegno e un'accorta valutazione degli impieghi alternativi, basata su criteri meritocratici. Al buon funzionamento di un'economia di mercato contribuiscono dunque in misura essenziale l'operosità e il senso del dovere degli operatori. In tal senso, Milton Friedman affermava che "la responsabilità sociale dell'impresa è aumentare i profitti"⁹, con ciò intendendo che il principale compito sociale affidato alle imprese consista nel produrre beni e servizi al minor costo.

Vi sono – come noto - configurazioni in cui l'economia di mercato non produce risultati ottimali, a causa di "fallimenti del mercato": perché l'informazione è incompleta o asimmetrica; perché i beni da produrre hanno caratteristiche peculiari (i beni pubblici), perché la tecnologia di produzione (es. economie di scala o di scopo) rende conveniente la presenza di un solo produttore sul mercato, perché vi sono interdipendenze sistemiche tra i soggetti.

In tutti questi casi l'economia di mercato senza regole produce risultati inefficienti, può indurre eccessiva assunzione di rischio.

Alcuni studi¹⁰ recenti evidenziano ulteriori effetti potenzialmente negativi dovuti a quelli che potremmo definire i "fallimenti etici" del mercato. L'esigenza di ridurre i costi in mercati

⁹ M. Friedman, *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, The New York Times Magazine, 13 settembre 1970.

¹⁰ A. Shleifer, 2004, *Does competition destroy ethical behavior?*, American Economic Review, P&P.

altamente competitivi può infatti indurre le imprese a porre in essere comportamenti “poco etici” (ad esempio lo sfruttamento del lavoro minorile, la corruzione, compensi manageriali eccessivi, la manipolazione dei risultati aziendali). Ciò è tanto più frequente in contesti caratterizzati da difficoltà di accesso al credito, da istruzione insufficiente, da carenze nel funzionamento di altre istituzioni. L’incentivo a competere sulla base di comportamenti eticamente deboli può nascere dalle inefficienze nel funzionamento dei mercati finanziari. Queste possono indurre le imprese a selezionare e premiare quei manager che meglio di altri sono in grado di manipolare le aspettative degli investitori, in modo da alimentare artificiose lievitazioni del valore dei titoli azionari. L’attribuzione ai manager di compensi sproporzionati (soprattutto in settori altamente innovativi), sarebbe così da ricondurre, più che all’avidità degli amministratori nell’estrarre benefici privati dall’attività manageriale, alla tendenza delle imprese (agevolata da un mercato dei manager efficiente e concorrenziale) a remunerare condotte capaci di alimentare bolle speculative a temporaneo beneficio degli azionisti.

2.3 Il ruolo del diritto

Il diritto ha un ruolo fondamentale nel definire le “regole del gioco”.

Nelle comunità ampie e a composizione eterogenea, caratterizzate da affievolito controllo sociale, il diritto svolge anzitutto la funzione basilare di rendere vincolanti i contratti e tutelare i diritti di proprietà, presupposto minimale per l’instaurarsi di relazioni economiche fra soggetti e imprese che non hanno rapporti fiduciari personali e diretti ⁽¹¹⁾. La regolamentazione può inoltre influire sulla fiducia nel rispetto dei contratti istituendo meccanismi di monitoraggio idonei a scoraggiare e limitare i comportamenti volti ad ottenere posizioni di rendita e quelli disonesti.

¹¹ S. Deakin, “*Contracts, Cooperation, and Competition: Studies in Economics, Management and the Law*”, 133, 1998

Per questo canale possono generarsi, nel lungo periodo, effetti sulle stesse preferenze individuali dei soggetti che potrebbero essere maggiormente orientate all'interesse anche per gli altri.

Infine, ma non ultimo, scopo della regolamentazione in materia economica è quello di correggere i "fallimenti dell'economia di mercato", favorendo l'emergere di equilibri efficienti che il mercato senza regole non genera. Nello stesso tempo le regole devono favorire il coordinamento verso le soluzioni meno onerose fra quelle disponibili riducendo i costi di transazione per gli agenti economici; e ancora selezionare i casi in cui la concorrenza da sola è suscettibile di produrre effetti dannosi.

In ambiti vasti e impersonali, come sono tipicamente i mercati dei beni, e ancor più quelli finanziari, occorrono meccanismi sufficientemente forti e stabili per creare fiducia e superare i problemi di coordinamento: il diritto è chiamato a rafforzare, con prescrizioni vincolanti e di dettaglio, forme di tutela di interessi collettivi altrimenti difficilmente realizzabili. In tale prospettiva, comportamenti eticamente inefficienti sono di fatto scoraggiati innalzando, per gli operatori, il costo delle deviazioni dai comportamenti cooperativi.

Per svolgere adeguatamente il suo ruolo di strumento "correttivo" e "propulsivo" il diritto deve avere alcune caratteristiche.

I regolatori devono anzitutto riconoscere correttamente i fallimenti del mercato e intervenire in modo adeguato con gli strumenti più appropriati.

Perché producano risultati efficienti, le norme giuridiche, in qualunque forma espresse, e le loro motivazioni devono essere enunciate chiaramente e in maniera *credibile* per la collettività; è necessario un sistema sanzionatorio rapido e trasparente; occorrono istituzioni complementari per la diffusione dell'informazione (ad esempio, i *mass media*). Il diritto può

essere integrato da codici di condotta, standard condivisi tra i gruppi e all'interno di gruppi sociali, secondo combinazioni tra regole pubbliche e autodisciplina il cui equilibrio ottimale varia a sua volta, nei diversi contesti, in relazione al livello del capitale sociale diffuso nella comunità e al grado di concorrenza del mercato.

Gli strumenti più appropriati variano naturalmente con l'intensità dei fallimenti e le caratteristiche dei mercati. Trasparenza e obblighi informativi sono essenziali se il fallimento è associato alle asimmetrie informative, se la produzione di informazione favorisce l'emergere di meccanismi reputazionali, purché vi sia sufficiente verifica della qualità e veridicità dell'informazione prodotta. La creazione di incentivi appropriati per gli agenti (benefici per i comportamenti corretti e costi associati a quelli opportunistici) è il secondo strumento attraverso il quale un diritto efficace può indurre risultati efficienti (si pensi alla regolamentazione dei mercati a rete quali ad esempio quelli delle ferrovie, dell'elettricità, del gas). Solo quando i fallimenti sono particolarmente severi o i danni che possono derivare da comportamenti scorretti assai significativi, divieti e sanzioni divengono necessari. In ogni caso solo un *enforcement* adeguato assicura l'efficacia degli strumenti.

Una disciplina troppo invasiva, tuttavia, volta a orientare le condotte delle imprese limitandone l'autonomia negoziale può incidere negativamente sullo sviluppo stesso dei mercati, frenandone la spinta all'innovazione. L'identificazione della soluzione ottimale nel trade-off che ho descritto non è semplice.

2.4 Le interazioni tra i diversi fattori

I tre fattori (capitale sociale, concorrenza, diritto) interagiscono e si rafforzano o indeboliscono a vicenda. In un ambiente con elevato capitale sociale è più facile assicurare il

rispetto delle regole, non vi è bisogno di dettagliarne i contenuti. Prescrizioni, divieti possono efficacemente svolgere la loro funzione di orientare le condotte al perseguimento di interessi collettivi. Senza un'ampia accettazione dell'autorità della legge sarebbe difficile conseguire tale risultato in modo generalizzato: possono infatti essere sanzionate solo un numero minoritario di violazioni delle regole; una generale non conformità alla legge non consentirebbe a nessun ordinamento giuridico di sopravvivere. Un diritto "efficace" contribuisce a creare a sua volta fiducia reciproca e quindi più elevato capitale sociale.

Rilevanti, inoltre, sono anche i possibili esiti delle interazioni fra concorrenza e capitale sociale. In contesti caratterizzati da elevata concorrenzialità dei mercati, l'esistenza di fiducia relazionale e di una estesa condivisione di valori sociali può porre un freno alla spinta delle imprese a tagliare i costi connessi con l'adozione e l'osservanza di politiche rispettose della variabile etica.

2.5 L'emergere di preferenze etiche

La letteratura economica (teorica e sperimentale) recente ha iniziato a prendere in considerazione anche situazioni in cui i soggetti non sono unicamente razionalmente egoisti, ma anche (almeno alcuni di essi) motivati da "altruismo", da preferenza intrinseche per finalità morali. In questi casi emergono in equilibrio sui mercati comportamenti altrimenti difficilmente spiegabili con le sole ipotesi tradizionali dell'economia neoclassica. La presenza di soggetti con preferenze "sociali" può avere un impatto significativo sulle performance di organizzazioni e mercati, migliorandone i risultati in senso cooperativo. Gli stessi fattori che favoriscono l'emergere di comportamenti corretti possono incidere anche su quale tipologia di soggetti (quella altruistica o quella egoistica) risulti "determinante" nell'indurre l'equilibrio. In un contesto ad elevato capitale sociale, dove è alta la fiducia reciproca, tendono a prevalere più

facilmente comportamenti cooperativi anche se non tutti i soggetti hanno preferenze sociali. Al contrario, dove il capitale sociale è basso, anche la presenza di una quota significativa di soggetti altruistici potrebbe non essere sufficiente a indurre cooperazione: la mancanza di fiducia reciproca, di certezza sul fatto che i comportamenti non cooperativi verranno sanzionati, tende a far prevalere quelli non cooperativi. Ancora, l'evidenza sperimentale e alcuni lavori teorici che la razionalizzano mostrano come, in contesti molto competitivi, anche i soggetti con preferenze altruistiche tendono a non esprimerle perché il mercato rende eccessivamente costoso il farlo. Questo diviene tanto più probabile quanto maggiore è il numero dei soggetti sul mercato, quanto maggiori sono i problemi informativi, quando è difficile specificare completamente i contratti tra soggetti e renderli *enforceable*¹². E' possibile spiegare, sulla base di questi contributi, la presenza sui mercati di soggetti che hanno tra le proprie finalità anche quelle solidali o etiche; il ruolo che ha in misura sempre maggiore la *Corporate Social Responsibility*. Poiché i comportamenti delle imprese socialmente responsabili vengono apprezzati da consumatori o investitori con preferenze altruistiche, essi possono produrre per le imprese stesse – secondo una parte della letteratura – benefici in termini di espansione dei ricavi o di minore costo del capitale¹³. Ancora, la considerazione della sostenibilità futura dei propri investimenti e dei loro effetti ambientali, può orientare le imprese a massimizzare il valore di lungo periodo rispetto a quello di breve termine¹⁴.

¹² Cfr. E Fehr, U. Fischbacher, 2002, *Why social preferences matter – The impact of non-selfish motives on competition, cooperation and incentives*, The Economic Journal, 112.

¹³ Cfr. R. Benabou, J. Tirole, 2009, *Individual and corporate social responsibility*, mimeo.

¹⁴ D'altra parte, secondo un'altra interpretazione, le società non dovrebbero "fare beneficenza con i soldi degli azionisti" che dovrebbero poter decidere autonomamente i propri investimenti "etici". (M. Friedman, 1970, *The social responsibility of business is to increase its profits*, New York Times Magazine, 13 September.

3. Etica e finanza

3.1. Le due prospettive

L'importanza dell'interazione tra etica, mercato e diritto per l'economia in generale si riflette anche sul sistema finanziario.

Tra le diverse prospettive con cui può essere affrontato questo tema, vorrei analizzarne due in particolare: **una prima - e più ampia** – emerge spontanea dal titolo di questo mio intervento, e dall'accostamento dei termini “etica”, “mercati finanziari”, “regole”, essa attiene al ruolo che l'etica può svolgere nella finanza. Come garantire che il mercato finanziario produca benessere collettivo, inteso non soltanto come stabilità dei suoi operatori, ma anche come sviluppo economico e distribuzione più equa delle risorse? Quale funzione ha o deve avere l'intervento pubblico, il diritto? Quali strumenti sono a disposizione dell'Autorità di vigilanza nel suo ruolo di regolatore?

La seconda prospettiva è invece più puntuale, e si riferisce al fenomeno della c.d. “finanza etica”: cioè l'insieme dei prodotti e degli strumenti realizzati spontaneamente dagli operatori per rispondere alle esigenze, espresse da una parte della clientela, in merito alla tutela di taluni valori etici fondamentali. Penso, in particolare, a quelle iniziative di intermediari che orientano gli impieghi secondo criteri di *ethical screening* o verso il terzo settore.

L'una e l'altra prospettiva si completano a vicenda, mostrando chiaramente il rilievo del tema per tutti i soggetti coinvolti: intermediari, clienti, istituzioni.

3.2. Etica, finanza e regolazione

La necessità di riconsiderare i rapporti tra etica, finanza e regolazione ha ripreso vigore, come ho già precedentemente accennato, con la crisi finanziaria: la dimensione planetaria della crisi ha evidenziato imperfezioni del mercato, assunzione non corretta di rischi, condotte azzardate, carenze nella regolamentazione. Sono stati avviati nuovi studi su quali e quante regole sono necessarie per garantire stabilità, crescita, benessere collettivo anche se è sempre più condivisa la tesi secondo cui le regole, quand'anche ben congegnate, non sono da sole sufficienti al perseguimento di tali obiettivi.

Ritengo che anche nel settore finanziario, come più in generale nell'economia, etica, mercato e diritto siano forze distinte, ma complementari. Comportamenti individuali moralmente irreprensibili rafforzano la coscienza sociale della comunità e il rispetto delle leggi, incrementando quel patrimonio di fiducia reciproca su cui si fondano i contratti finanziari, basati sull'esecuzione – spesso differita nel tempo – di obblighi. Anche in questa direzione andava, tengo a citare qui un esempio morale e civile che nessuno può dimenticare, l'etica che animava Giorgio Ambrosoli, in nome della quale ha pagato con la vita in un paese che era (e per molti aspetti è ancora) poco dotato – se vogliamo usare la terminologia adatta – di capitale sociale.

L'agire onesto dei singoli è influenzato, come ho già detto, dalla quantità di "capitale sociale" che caratterizza una comunità; e quanto più questa è ampia, basata su interazioni impersonali e comportamenti non perfettamente osservabili – come in alcuni segmenti del sistema finanziario – tanto più può venir meno l'incentivo a comportamenti improntati alla correttezza.

Anche nella finanza l'intervento pubblico – attraverso regole e controlli efficaci – può correggere i “fallimenti del mercato”; può favorire o imporre comportamenti meno “egoistici”; può contribuire a rafforzare la coscienza etica della collettività. Nello stesso tempo, l'intervento pubblico diventa più efficace – e può avere mano più leggera – se può contare sulla spontanea attitudine dei singoli al rispetto delle leggi. Buone regole della finanza, secondo una prospettiva “micro”, tendono a ridurre sia i comportamenti disonesti e fraudolenti, sia la fragilità degli operatori, presente anche nella finanza onesta; dal punto di vista “macro” possono servire per assicurare la stabilità del sistema, per prevenire le crisi ed anche per promuovere la crescita, il benessere collettivo e ridurre le disuguaglianze.

Se **i nessi** tra mercato, etica e diritto **sono quindi uguali a quelli esistenti nell'economia, ciò che cambia nella finanza è la loro intensità**; in questa, il rilievo dell'“etica” assume un'importanza particolare per almeno tre motivi.

a) Il mercato finanziario è caratterizzato dalla presenza di ampie asimmetrie informative¹⁵; dalla possibilità di comportamenti opportunistici (*moral hazard*)¹⁶; da notevoli esternalità negative i cui effetti si propagano all'intera economia (specie per la facilità con cui la crisi di un intermediario tende a contagiare gli altri, scaricandosi sul sistema)¹⁷. Gli intermediari, inoltre, possono avvantaggiarsi del loro rilevante potere di mercato¹⁸ o trarre profitto da difficoltà della clientela nel comprendere determinati prodotti e nell'effettuare scelte razionali. Queste caratteristiche elevano la probabilità che il mercato finanziario, assai più che altri settori, non

¹⁵ Cfr. ALLEN, *The market for information and the origin of financial intermediation*, in 1990 *Journal of Financial Intermediation* 1.

¹⁶ Cfr. BESANKO, KANATAS, *Credit market equilibrium with bank monitoring and moral hazard*, in 1993 *Review of Financial Studies* 6.

¹⁷ Cfr. FREIXAS, PARIGI, *Contagion and efficiency in gross and net interbank payment systems*, in 1998 *Journal of Financial Intermediation* 7; FREIXAS, PARIGI, ROCHET, *Systemic risk, interbank relations, and liquidity provision by the central bank*, in 2000 *Journal of Money, Credit and Banking* 32; ALLEN, GALE, *Financial contagion*, in 2000 *Journal of Political Economy* 108.

¹⁸ Cfr. GREENBAUM, KANATAS, VENEZIA, *Equilibrium loan pricing under the bank-client relationship*, in 1989 *Journal of Banking and Finance* 13.

sia in grado di realizzare «naturalmente» l’allocazione ottimale delle risorse e aumentare il benessere collettivo.

b) La finanza si basa sulla fiducia, si fonda su promesse: il prestito va restituito, il deposito deve poter essere ritirato a vista, la polizza assicurativa va rispettata alla scadenza. Richiede quindi, più di altri settori dell’economia, un’attenzione particolare. Le vicende recenti ci ricordano come la sfiducia – fenomeno in gran parte collettivo – tenda a contagiare anche soggetti che ne sembrano immuni.

c) Mercati e intermediari finanziari svolgono alcune funzioni fondamentali per l’intera economia: aggregano il risparmio; scelgono dove allocarlo; controllano l’uso di queste risorse da parte chi le riceve; offrono tecniche per trasferire, ripartire e diversificare i rischi; agevolano lo scambio di beni e servizi. La qualità dei loro servizi è quindi cruciale: non solo per l’efficienza e la stabilità del sistema finanziario, ma per l’intera economia. La letteratura economica fornisce evidenze che sistemi finanziari evoluti accelerano la crescita economica e riducono le disuguaglianze di reddito, con effetti benefici a favore dei soggetti più poveri e delle imprese di minori dimensioni¹⁹. Una buona finanza, infatti, (i) alloca il credito su base meritocratica, in funzione della qualità dei progetti da finanziare piuttosto che della ricchezza e delle relazioni sociali esistenti²⁰; (ii) stimola la crescita, così inducendo la creazione di nuovi posti di lavoro e stabilizzando i redditi delle famiglie; (iii) facilita l’accesso all’istruzione per le classi sociali meno abbienti, favorendo così la formazione del capitale sociale²¹.

¹⁹ Cfr. LEVINE, *Regulating Finance and Regulators to Promote Growth*, paper presentato al 2011 Economic Policy Symposium organizzato dalla Federal Reserve Bank di Kansas City e disponibile su <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/2011/2011.Levine.Paper.pdf>; con riferimento alle PMI, cfr. PETERSEN, RAJAN, *The benefits of lending relationships: Evidence from small business data*, in 1994 *The Journal of Finance* 49.

²⁰ Cfr. BECK, DEMIRGÜÇ-KUNT, LEVINE, *Finance, inequality and the poor*, in 2007 *Journal of Economic Growth* 12.

²¹ Cfr. DEMIRGÜÇ-KUNT, LEVINE, *Finance and Inequality: Theory and Evidence*, 2009 *NBER Working Paper* no. 15275.

3.3 Una finanza orientata allo sviluppo e il ruolo del regolatore

Cosa serve per avere una “buona” finanza? Innanzitutto la finanza deve essere al servizio dell’economia reale. Per questo servono intermediari che perseguano i propri obiettivi di business con una visione di lungo periodo e che sappiano selezionare e finanziare le idee migliori. Una efficiente funzione allocativa è fondamentale per sostenere lo sviluppo. Il perseguimento dell’efficienza allocativa è agevolato quando gli intermediari sono in grado di monitorare bene i propri investimenti, controllare l’operato dei *manager*, presidiare compiutamente i conflitti di interesse, gestire in modo corretto e trasparente i rapporti con la propria clientela.

Servono mercati spessi, ampi e trasparenti che facilitino la diversificazione del rischio, non favoriscano l’azzardo morale e l’eccessiva speculazione; servono strumenti di pagamento agili e sicuri, che agevolino le transazioni commerciali.

La struttura degli incentivi influenza i comportamenti di intermediari e mercati, è quindi fondamentale che essa sia correttamente delineata affinché questi realizzino al meglio le loro funzioni con effetti positivi per la crescita, il benessere, la distribuzione del reddito.

E’ in questo contesto che si inserisce il ruolo del regolatore, perchè la sua azione è in grado di condizionare quegli incentivi, orientandoli a quei fini²². E’ un ruolo non sempre accettato né semplice: ma - malgrado alcune autorevoli opinioni improntate a maggiore scetticismo²³, anche da un punto di vista teorico²⁴ - ritengo che una regolamentazione sia

²² Cfr. CAMPBELL, CHAN, MARINO, *An incentive-based theory of bank regulation*, in 1992 *Journal of Financial Intermediation* 2; GIAMMARINO, LEWIS, SAPPINGTON, *An incentive approach to banking regulation*, in 1993 *Journal of Finance* 48.

²³ Cfr., *ex multis*, GARY BECKER, *The Great Recession and Government Failure*, in *The Wall Street Journal*, 2 settembre 2011.

²⁴ Cfr. ROCHET, *Towards a theory of optimal banking regulation*, *Cahiers Economiques et Monétaires de la Banque de France* n. 40/1992; DEWATRIPONT, TIROLE, *The prudential regulation of banks*, Cambridge, 1994; BHATTACHARYA, BOOT, THAKOR, *The economics of bank regulation*, in 1998 *Journal of Money, Credit and Banking* 3; FREIXAS,

necessaria: un mercato finanziario senza regole o con regole inefficienti è un pericolo per l'economia mondiale. Queste devono essere ben delineate, chiare, applicabili e sostenute da un opportuno *enforcement*.

Vi sono alcuni aspetti che più di altri richiedono di essere regolamentati affinché intermediari e mercati realizzino al meglio la loro funzione. Mi riferisco a regole di *corporate governance*, che siano tali da comporre gli interessi che gravitano intorno alle istituzioni finanziarie e ne assicurino una gestione prudente, orientata a obiettivi di lungo periodo, capace di selezionare e finanziare le imprese migliori; a regole che favoriscano il funzionamento della *market discipline*, la capacità e gli incentivi al controllo di tutti i soggetti coinvolti (società di revisione, agenzie di rating, media); a regole che presidino i conflitti di interessi, in modo che siano eliminati o, quando ciò non sia possibile, governati correttamente e resi trasparenti. Servono regole che contengano eventuali eccessi nella propensione al rischio; regole che limitino il disincentivo alla gestione e al monitoraggio dei prestiti, quando questi siano cartolarizzati e collocati in maniera impersonale sul mercato; regole sulle remunerazioni da correlare a risultati di lungo periodo; regole di contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo. Servono, infine regole che rendano credibile la possibilità che anche le istituzioni finanziarie più grandi possano fallire, in modo ordinato, evitando l'azzardo morale insito nel *too-big-to-fail*.

Alcuni dei temi che ho citato sono aree sulle quali la Banca d'Italia ha nel tempo emanato proprie disposizioni. Altri la vedono coinvolta insieme ad altre istituzioni. Su tutti, è forte l'attenzione degli organismi di regolamentazione internazionale ed europea.

3.4. La tutela della clientela

Un'area dove i comportamenti etici assumono particolare rilievo è quella dei rapporti tra intermediari e clienti; è in questo ambito che l'“etica degli affari” diventa più visibile, anche agli occhi del cittadino.

Relazioni corrette con la clientela non sono solo un bene in sé; la crisi ci ha ricordato quanto sia forte il nesso che lega la tutela della clientela agli equilibri patrimoniali degli intermediari e alla stabilità del sistema finanziario.

Gli ingredienti di una regolamentazione efficace, in questo ambito, sono noti: trasparenza delle condizioni contrattuali; reti distributive professionali e affidabili; strumenti di *enforcement* della disciplina e di agevole risoluzione del contenzioso. Le norme sulla trasparenza richiedono l'uso di una documentazione che sia “*consumer friendly*”, che spieghi in modo chiaro al cliente le caratteristiche, il costo e i rischi del prodotto che l'intermediario sta offrendo. Nel delineare le norme va ricercato un adeguato bilanciamento tra l'esigenza di fornire ai clienti le informazioni necessarie per consentire loro di scegliere consapevolmente i prodotti più idonei alle proprie esigenze e il costo per gli intermediari. A tal fine è opportuna un'approfondita analisi d'impatto che tenga anche conto dei benefici connessi a una maggiore trasparenza e correttezza nelle relazioni in termini di aumento della fiducia nel sistema finanziario e di miglioramento della reputazione degli intermediari; benefici che possono più che compensare i costi diretti di applicazione della regolamentazione. Il forte e convinto *commitment* dell'alta dirigenza degli intermediari per una tutela sostanziale, non formale, del cliente, dove attivato, ha avuto un effetto rilevante. La cura, l'attenzione agli interessi dei clienti è divenuta parte integrante delle relazioni di clientela con ricadute positive sulla reputazione della banca stessa.

3.5. Le iniziative di c.d. “finanza etica”

Come affermavo all’inizio, la relazione che lega finanza ed etica può essere indagata anche dal punto di vista delle preferenze “etiche” di clienti e operatori del mercato finanziario: questa relazione, recentemente, si è arricchita grazie all’iniziativa spontanea di taluni operatori che hanno sviluppato strumenti di c.d. «finanza etica», accomunati dall’attenzione che i propri investimenti contribuiscano direttamente alla tutela (e allo sviluppo) di determinati valori etici, o non alimentino attività – pur legittime e profittevoli – che possano metterli in pericolo.

La maturazione di queste iniziative testimonia l’interesse del mercato finanziario per le questioni etiche ed è un’ulteriore evidenza che lo sviluppo del sistema economico (e finanziario) può favorire la spontanea creazione di strumenti utili (anche) al progresso etico.

Non è facile identificare compiutamente i contorni di questo fenomeno, né indicarne una limpida tassonomia. In letteratura²⁵ si è proposto di ripartire le iniziative di finanza etica in tre macro-aree, che pur si intersecano e – in parte – si sovrappongono: (i) *socially responsible investment* (SRI), che comprende l’attività di quegli intermediari (in prevalenza *asset managers* a ciò dedicati) che selezionano gli investimenti secondo criteri di *ethical screening*; (ii) il finanziamento del terzo settore, al fine di promuovere iniziative benefiche di lotta alla povertà e di inclusione finanziaria; (iii) in senso più lato, l’attività di tutti gli intermediari che adottano politiche di *corporate social responsibility* (CSR) o codici etici di comportamento nei rapporti con la clientela.

Le diverse possibili classificazioni del fenomeno si riflettono nell’eterogeneità dei dati disponibili sulla dimensione del mercato e sulla sua evoluzione. Nel complesso, si può affermare che si tratta di un mercato in crescita, in Europa più che in Italia.

²⁵ Cfr. LA TORRE, *Microfinanza e finanza etica*, in *Bancaria*, 2005; LA TORRE, VENTO, *Microfinance*, Palgrave Macmillan, 2006; WEBER, *Social Banking: Products and Services*, 2010, disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1621822>.

Secondo i dati pubblicati da EuroSIF²⁶, un network europeo che promuove l'investimento finanziario socialmente responsabile, in Europa il mercato del SRI è in forte crescita: a fine 2009, l'ammontare degli assets gestiti secondo criteri etici (cd. "core SRI") superava i 1200 miliardi di euro, pari a circa il 10 per cento del totale complessivo del mercato dell'asset management.

Per quel che concerne l'Italia, il rapporto EuroSIF evidenzia un mercato in espansione (con una crescita annua del 13% nell'ultimo biennio), seppur di dimensioni contenute: alla fine del 2009 l'ammontare del risparmio gestito secondo criteri etici ammontava a 13 miliardi di euro pari a circa l'1,4 per cento del patrimonio complessivo degli investitori istituzionali italiani.

Quanto al comparto bancario, in Italia operano 4 intermediari che si ispirano statutariamente ai principi della finanza etica o indirizzano i loro finanziamenti prioritariamente al terzo settore: a luglio 2011 il totale dei loro impieghi era complessivamente pari a circa 900 milioni.

Infine, i dati della Centrale dei Rischi indicano che il sistema bancario italiano finanzia i soggetti operanti nel terzo settore (enti no profit; cooperative sociali; enti ecclesiastici e religiosi) per circa 11 miliardi di euro, pari a una quota di poco inferiore all'1% del credito erogato al settore non finanziario dell'economia. I finanziamenti al terzo settore, più che raddoppiati nel corso degli ultimi 10 anni, mostrano mediamente un tasso di sofferenze nettamente inferiore rispetto a quello dei finanziamenti alle imprese; di conseguenza, anche il tasso di interesse applicato è mediamente più contenuto.

²⁶ Cfr. EUROSIF, 2010 *European SRI Study*, disponibile sul sito <http://www.eurosif.org/research/eurosif-sri-study/2010>.

4. Conclusioni

Crescita e più equa distribuzione delle risorse sono gli obiettivi che la politica economica dovrebbe perseguire, per garantire la coesione sociale e la stabilità del sistema economico.

La crisi finanziaria esplosa tra il 2007 e il 2008, di cui oggi continuiamo a subire le pesanti conseguenze nei timori sui debiti sovrani, ha reso traumaticamente manifesta la complessità di regolare mercati sempre più interconnessi, la difficoltà di monitorarli e sanzionarli i comportamenti devianti. Con pazienza e fermezza, dobbiamo continuare nell'opera di ricostruzione della fiducia reciproca, valorizzando il ruolo della concorrenza all'interno di un sistema di regole che evitino il prevalere di incentivi perversi.

Un mercato finanziario divenuto globale non può non avere anche un ordinamento globale: le regole e il loro *enforcement* non possono lasciare spazi di arbitraggio, devono essere omogenei, devono poter far affidamento su una stretta cooperazione tra Paesi e tra Autorità. A livello internazionale è in corso un processo di profonda revisione del quadro regolamentare della finanza; l'impegno è ingente e non facile; perché sia efficace, la riforma deve essere attuata rapidamente e in modo omogeneo nei diversi ordinamenti.

Quella che ho definito "correttezza nei comportamenti" è essenziale in ogni contesto per raggiungere gli obiettivi della crescita e di una più equa distribuzione delle risorse; lo è in misura maggiore nei mercati finanziari.

È tuttavia difficile che le regole, per quanto ben disegnate, possano bastare. Resta fondamentale la responsabilità dei singoli nell'adottare comportamenti corretti, nella sostanza e non solo nella forma. Per questo mi sono soffermata così a lungo su questi aspetti e sulla loro interazione con il diritto, il capitale sociale, la concorrenza.

Del resto, lo stesso Adam Smith, il “padre” dell’economia, quando nel suo trattato del 1776 sulla *Ricchezza delle nazioni* aveva esaltato la bontà dell’agire per fini individuali e della “mano invisibile del mercato” non pensava affatto che questo agire e questa mano invisibile dovessero ignorare l’etica e la morale. Anzi. Come aveva sostenuto quasi venti anni prima nella sua *Teoria dei sentimenti morali* “Nella corsa alla ricchezza, agli onori e all’ascesa sociale, ognuno può correre con tutte le proprie forze, [...] per superare tutti gli altri concorrenti. Ma se si facesse strada a gomitate o spingesse per terra uno dei suoi avversari, l’indulgenza degli spettatori avrebbe termine del tutto. [...] la società non può sussistere tra coloro che sono sempre pronti a danneggiarsi e a farsi torto l’un l’altro”. I benefici della mano invisibile, in altri termini, non possono essere pienamente raggiunti se nel mercato non vi siano buone regole e comportamenti corretti.

Concludo ricordando che nell’enciclica *Caritas in veritate* Benedetto XVI ha indicato la via di valori umani più elevati come guida ai correttivi per un’economia più solida. E’ questa un’indicazione che potrebbe assicurare uno sviluppo più “equo”, più etico, che assicuri più benessere complessivo per tutti: per coloro che sono interessati anche al bene degli altri così come per coloro che nel proprio interesse trovano l’unico soddisfacimento.