


 Identificativo: SS20081214001MAA  
 Data: 14-12-2008  
 Testata: IL SOLE 24 ORE  
 Riferimenti: PRIMA PAGINA



 Pag. 1
  Pag. 10

## LA CRISI FINANZIARIA

Più severità per evitare il rischio eccessivo

**Guido Tabellini**

di Guido Tabellini

Finora sembrava che l'industria degli hedge fund fosse indenne dalla crisi finanziaria globale. Con il caso Bernard Madoff, non è più così. Si scopre che la segretezza degli hedge fund non serve solo a evitare che altri imitino particolari strategie di investimento, ma può anche nascondere la truffa. Ora sarà molto più difficile per qualunque hedge fund rifiutare richieste di maggiore trasparenza.

In apparenza, la truffa di Madoff ha ben poco a che vedere con la crisi internazionale. La truffa infatti è un semplice "Ponzi scheme", uno dei più vecchi e noti modelli di frodi finanziarie. Vi è tuttavia un aspetto comune tra i due eventi, ed è una questione cruciale. Sia il caso Madoff sia la crisi internazionale rivelano che il settore finanziario ha un'evidente propensione ad assumere rischi eccessivi. Il gioco di Madoff è riuscito perché molti hanno chiuso gli occhi ai pericoli di frodi. E l'emergenza è scoppiata perché le banche hanno assunto rischi eccessivi indebitandosi troppo.

È questa la lezione più importante da trarre: non che possono esserci truffe o bolle speculative e che i prezzi di mercato possono allontanarsi dai valori fondamentali; questo lo sapevamo già. Il vero insegnamento è che la finanza ha clamorosamente fallito nella gestione del rischio.

Ma perché questo fallimento? Una possibile spiegazione è che esso sia frutto di errori di valutazione, dovuti a negligenza o inesperienza. L'emergenza è scoppiata anche perché in molti non avevano capito le ripercussioni sistemiche di un così elevato indebitamento delle banche. E nel caso Madoff, la negligenza ha certamente avuto un ruolo. Non mancavano segnali sospetti che hanno allontanato gli investitori più accorti: dall'assenza di supervisione esterna, alla contabilità semi-artigianale, alla totale carenza di informazioni sulle strategie di investimento.

Se il fallimento nella gestione dei rischi è dovuto a un errore di valutazione o a negligenza, non dobbiamo preoccuparcene troppo. La crisi finanziaria è un evento che rimarrà impresso nei libri di storia. Tutti hanno sicuramente imparato la lezione. D'ora in avanti, la valutazione del rischio sistemico e della liquidità avrà sicuramente un ruolo centrale nella gestione dei rischi, ben più che in passato.

Continua a pagina 10

Quanto al caso Madoff, se è vero che alcuni gestori di fondi o intermediari sono stati superficiali o peggio nell'investire in hedge funds troppo opachi, essi dovranno rendere conto e magari risarcire i risparmiatori delle perdite subite.

Ma c'è anche un'altra spiegazione, meno benevola, del perché l'industria della finanza si è spinta fino a questo punto. L'asimmetria informativa tra risparmiatori e investitori istituzionali crea una distorsione sistematica, un problema di agenzia. Per usufruire dei vantaggi della specializzazione, tutti noi affidiamo i nostri risparmi ad investitori istituzionali, di cui conosciamo le strategie solo superficialmente. La concorrenza tra intermediari fa il resto: per prevalere sui concorrenti, ognuno è costretto a offrire rendimenti sempre più elevati, ma questo è possibile solo assumendosi rischi sempre maggiori. Poiché il rendimento annuo di una gestione è ben visibile, mentre i "pericoli" sottostanti lo sono molto meno, tutto il sistema è spinto ad assumere rischi eccessivi.

Sicuramente anche questa distorsione sistematica ha avuto un ruolo di primo piano nella crisi. Nella sua testimonianza al Congresso, l'amministratore delegato di Citigroup, Chuck Prince, ha ammesso che senza aumentare in maniera considerevole la leva finanziaria non sarebbe riuscito a reggere alla concorrenza.

Ma se è così, non dobbiamo aspettarci grandi rimedi dall'apprendimento, dalla consapevolezza di avere sbagliato o dalla punizione della negligenza. Passata la bufera, gli incentivi a fare meglio del vicino spingeranno di nuovo tutto il sistema sull'orlo del disastro. Per evitare di ricadere negli errori passati, sarà necessaria una regolamentazione molto più severa, che impedisca alla leva finanziaria di crescere troppo e che scoraggi l'assunzione di rischi eccessivi.

Come farlo, senza far salire troppo il costo del capitale e senza far spuntare l'accumulazione di rischi nei comparti che riescono a sottrarsi alla regolamentazione, sarà una delle sfide centrali da affrontare quando finalmente la tempesta sarà passata. Ma è una sfida per il futuro, non per il presente. Per ora, il problema rimane opposto: come indurre gli intermediari a non aver paura a investire la loro liquidità.

Guido Tabellini

[Torna alla lista titoli](#)

BREVI Dall'Economia

ANALISI ISTAT Cresciuta nel 2006 la spesa in ricerca  
 Cresce nel 2006 il peso di ricerca e sviluppo sul prodotto  
 interno lordo, s...

