

# Prefazione

---

Il presente volume trae origine da convegni organizzati nel 2008 e 2009, in occasione dell'inaugurazione dei corsi di Scienze dei Servizi Giuridici della Facoltà di Giurisprudenza dell'Università di Macerata, sede di Jesi.

L'opera nasce dall'esigenza di cogliere, in una visione unitaria, i profondi mutamenti e le complesse dinamiche che hanno interessato il sistema finanziario internazionale negli ultimi anni. L'evoluzione del settore finanziario ha assunto una rilevanza particolare nell'attuale momento storico, in cui alla finanza si attribuisce una significativa responsabilità nell'aver determinato la crisi economica mondiale iniziata nel 2007, e dalla quale solo ora si intravede una via di uscita.

Sebbene numerosi ed articolati siano i contributi su tematiche specifiche di finanza internazionale, abbiamo ritenuto opportuno riunire in un volume quelli che a nostro avviso sono i temi più rilevanti, cercando al contempo di proporli secondo un ordine e una logica da cui emergesse il ruolo dei diversi fenomeni economici, giuridici, contabili e finanziari che hanno contribuito a generare la crisi e su cui maggiormente si discute nell'analisi delle prospettive.

Il volume si compone di tre parti, oltre l'introduzione. I contributi della prima parte contengono un'analisi dei principali tratti della recente evoluzione del quadro macroeconomico, finanziario e valutario, identificandone al contempo i nodi maggiormente problematici. La seconda parte è invece dedicata ai nuovi investitori e alle nuove strategie sul mercato finanziario internazionale, comprendendo un'analisi dei fondi sovrani, dei fondi di *private equity* e degli *hedge funds*. Infine, la terza parte analizza ruolo, caratteristiche e strategie dei fondi istituzionali.

Nella prima parte del lavoro, il contributo di Giorgio Galeazzi introduce e illustra gli effetti di discontinuità sul sistema finanziario internazionale, indotti dal contemporaneo verificarsi di una serie di mutamenti strutturali nello scenario economico globale. Tali mutamenti possono essere individuati principalmente nei cambiamenti delle tecnologie di produzione e nella divisione internazionale del lavoro, nella nuova direzione dei flussi dei capitali, nel ruolo sistemico ora assunto dai mercati emergenti e, infine, nei *trend* demografici. Tenendo conto dell'ampiezza delle problematiche economiche e politiche indotte dalla crisi e delle diversità nelle diagnosi disponibili, l'attenzione viene concentrata sugli aspetti relativi alle incoerenze nei mercati ed alla realizzazione di più adeguate politiche di regolamentazione/supervisione. Il lavoro sviluppa un'analisi di alcuni punti chiave nel contesto di due ambiti tematici. Il primo riguarda il nesso tra i rischi inter-

pretativi ed i rischi di riforma delle regolamentazioni, con particolare attenzione al problema della prevenzione normativa di un comportamento inadeguato delle agenzie di *rating*. Il secondo concerne i legami tra il grado di incertezza sistemica e l'andamento del premio al rischio, nel contesto delle possibili interazioni con le scelte di politica economica.

Segue il contributo di Fabio Sdogati, che analizza specificamente le conseguenze sul piano valutario del nuovo modello di divisione internazionale del lavoro, indotto dalla crescita nel commercio mondiale del ruolo dei Paesi emergenti. In particolare, viene affrontato il problema attualmente molto rilevante della individuazione del più appropriato strumento di riserva, tenendo conto della necessità di un cambiamento a seguito della crisi e dell'ampio uso della frammentazione internazionale delle attività produttive. Il peso crescente nella dinamica della domanda mondiale del rapporto fra Stati Uniti e Cina porta a ritenere che tale strumento non possa essere altro che una sorta di unità composita, derivante da una media ponderata dollaro/renminbi. Gli effetti per l'economia europea saranno di una progressiva accentuazione della marginalizzazione in termini di competitività di prezzo.

I Capitoli 3 e 4 si concentrano sulle ragioni della crisi, affrontando il tema da due prospettive molto diverse, ma che pure non si escludono a vicenda. Il Capitolo 3, di Daniele Caporaletti, si focalizza sul ricorso al credito, mostrando come l'interazione fra avanzamento tecnologico e deregolamentazione finanziaria abbia supportato la nascita e lo sviluppo di strumenti finanziari e pratiche bancarie che hanno aumentato il rischio sistemico, creando così i presupposti per una situazione di *stress* sui mercati. Il Capitolo 4, di Jonathan Macey, affronta invece il ruolo della regolazione nella gestione del rischio, evidenziando come una regolazione male indirizzata abbia ridotto la necessità per le imprese di provvedere alla costruzione di una reputazione. Si è così accorciato l'orizzonte temporale delle decisioni dell'impresa stessa, a cui ora mancano gli incentivi per operare secondo una logica di sostenibilità, ovvero di massimizzazione del profitto di lungo termine. L'orientamento al profitto di breve periodo, che ha coinvolto, secondo l'autore, tanto le società di *rating* e le società di revisione contabile, quanto gli studi legali e i mercati borsistici organizzati, ha diminuito la qualità dell'informazione finanziaria disponibile, peggiorando così la qualità del mercato finanziario nel suo complesso.

La tematica della qualità dell'informazione finanziaria trattata da Macey ritorna nel Capitolo 5, di Gabriele Guggiola, nell'ottica della *governance* di impresa. L'articolo sottolinea la necessità di mantenere un delicato equilibrio fra due esigenze altrettanto importanti, ma non sempre conciliabili, in vista dello sviluppo di mercati finanziari efficienti: da una parte, la trasparenza del mercato e la disponibilità di informazioni accurate fornite dalle imprese, dall'altra la necessità di non vincolare eccessivamente l'attività di impresa, o di gravarla di oneri o costi eccessivi.

I successivi quattro capitoli della parte II sono poi dedicati agli attori che operano nel sistema finanziario internazionale. Si è deciso di analizzare separatamente le specificità di ciascuno di essi per almeno due ordini di ragioni: primo, perché sono recentemente emerse nel settore finanziario nuove classi di investitori, e molte di quelle di più antica tradizione hanno comunque subito profonde trasformazioni; secondo, perché i nuovi soggetti operano con strategie e in un quadro regolatorio molto diversi rispetto a quelli nei quali si trovano ad agire gli investitori tradizionali. Da qui deriva la necessità di comprendere come l'organizzazione interna di tali classi di investitori, e gli incentivi dalla stessa indotti, influenzino le loro scelte, e, di conseguenza, le strategie globali di impiego dei risparmi finanziari: ciò rende una loro trattazione dal punto di vista microeconomico particolarmente interessante.

Nel dettaglio, il contributo di Federico Boffa esamina l'attività dei fondi sovrani, che suscitano un particolare interesse in quanto evidenzia il recente affacciarsi sulla scena finanziaria internazionale di Paesi emergenti, prevalentemente asiatici. Tali fondi, muovendo capitali da Oriente (in particolare dalla Cina e dal Medio Oriente) verso Occidente, riflettono la nuova direzione dei flussi finanziari mondiali cui si accennava sopra. L'articolo illustra l'origine delle risorse finanziarie impiegate dai fondi sovrani, toccando così il tema della motivazioni dei persistenti *surplus* commerciali di molti Paesi asiatici, e le strategie di impiego adottate dai fondi stessi; infine, discute l'atteggiamento mantenuto dai Governi occidentali in relazione a questi investitori, improntato da una parte alla cautela a causa della scarsa trasparenza delle strategie da essi adottate, dall'altra all'accoglimento degli investimenti, spesso essenziali alla sopravvivenza delle imprese, specialmente in periodi di difficoltà come l'attuale.

La scarsa trasparenza delle strategie adottate è elemento che caratterizza anche i fondi di *private equity*, che costituiscono l'argomento dei Capitoli 7 e 8. Il contributo di Eleonora Cutrini, affronta l'argomento in chiave internazionale, mostrando il crescente impatto dei fondi, e illustrando l'evoluzione della strategia di investimento e dei mercati *target* per questa categoria di investitori. Infine, il contributo evidenzia i benefici in termini di efficienza e redditività per le imprese interessate da investimenti in *equity*. Questo risultato viene confermato dai dati italiani che rappresentano l'oggetto del lavoro di Barbara Fidanza, che inoltre presenta le caratteristiche del mercato italiano del *private equity* e sottolinea come gli investimenti in *equity* facilitino anche la crescita dimensionale delle imprese e tendano a generare un miglioramento nella struttura di *corporate governance*.

Il Capitolo 9, di Matteo Cassiani e Francesca Spigarelli, è invece dedicato ad una classe di investitori considerati da molti responsabili delle crisi finanziarie succedutesi negli ultimi anni: gli *hedge funds*. Il contributo evidenzia i benefici ascrivibili a tali fondi, che consistono nell'assicurare la liquidità al mercato, nell'incrementare l'efficienza nella formazione dei prezzi e nel favorire l'innovazione finanziaria. Inoltre, passa in rassegna gli aspetti critici che pongono gli *hedge fund* tra gli imputati principali delle situazioni di turbolenza e stress dei mercati

finanziari, offrendo anche alcune prime considerazioni sul loro ruolo nell'attuale situazione di crisi.

La parte terza raggruppa gli ultimi tre capitoli e fornisce un'analisi del ruolo dei fondi istituzionali, maggiormente orientati a garantire agli investitori redditività nel lungo periodo.

Al contrario dei fondi *hedge*, i fondi pensione, oggetto dei Capitoli 10 e 11, si distinguono per investimenti fortemente orientati al lungo periodo dei propri investimenti. Ciò contribuisce alla stabilità dei prezzi, e, di conseguenza, alla stabilità dell'intero sistema finanziario. L'articolo di Francesca Panza e Andrea Scaffidi, illustra i fondi pensione in un'ottica internazionale, evidenziandone il carattere anticiclico ed il ruolo di educatore finanziario nei confronti dei propri aderenti. Segue il contributo di Luigi Antonelli e Fabio Ortolani, che traccia un bilancio dell'andamento dei fondi pensione integrativi italiani, inquadrandoli nel contesto normativo nazionale.

La terza parte del volume si conclude con l'intervento di Fulvio Coltorti, che costituisce un'analisi di lungo periodo sull'esperienza italiana dei fondi comuni di investimento visti nel contesto internazionale. Si sottolineano, in primo luogo, la persistenza di gestioni insoddisfacenti abbinata a costi elevati e ad ottiche di breve termine e, in secondo luogo, la fragilità della *governance* del sistema, tutti motivi che non hanno consentito a questa categoria di investitori di assumere un ruolo da protagonista nella finanza d'impresa. Sono andate così deluse le aspettative delle correnti liberali che promossero l'istituzione di questi strumenti, mosse principalmente dal desiderio di ampliare il mercato italiano dei capitali e, per tal via, di sostenere le grandi società ad azionariato diffuso aumentandone la numerosità. Le tendenze recenti della globalizzazione finanziaria hanno ridotto la portata di questo *handicap* nei confronti delle imprese produttive, lasciando tuttavia il sistema italiano sostanzialmente sprovvisto di una categoria importante di servizi finanziari per lo sviluppo.

Nello strutturare questo testo, abbiamo ipotizzato diverse possibilità di fruizione.

Le tematiche possono essere utili a livello accademico, ad esempio in un corso avanzato di finanza internazionale o, alternativamente, di macroeconomia internazionale, orientato alla presentazione critica di tematiche che coinvolgono la recente crisi finanziaria. Il libro è poi rivolto a economisti e studiosi interessati al settore, che intendano aggiornarsi sugli sviluppi recenti del sistema finanziario e sui cambiamenti intervenuti a diversi livelli sul piano macroeconomico e su quello della *corporate finance*.

Infine, abbiamo strutturato il volume affinché potesse risultare di interesse anche per cultori estranei alla disciplina formale dell'economia che intendano farsi un'idea delle radici della crisi finanziaria e dei suoi sviluppi. Nella stesura, si è tenuto conto dell'esigenza di evitare l'uso di strumenti matematici o analitici di particolare complessità.

Allo stesso tempo, i singoli contributi sono comprensibili anche a chi volesse dedicare il proprio interesse alle specifiche tematiche indipendentemente dalla lettura globale dell'intera opera.