

DEBITO, FINANZA BUONA E FINANZA CATTIVA

Jody Vender

“Sempre più leverage nel sistema, l'edificio intero rischia di crollare” così scriveva il 23 gennaio 2007, in un email alla sua fidanzata, il giovane vice presidente di Goldman Sachs accusato di frode dalla SEC. Fabrice Tourre trovandosi al centro di complesse e rischio-sissime operazioni – da lui stesso definite “mostruosità” – aveva colto l'essenza del problema individuando nell'eccessivo ricorso al debito il vero tallone di Achille del sistema.

Il termine “sistema” è più che mai appropriato perché rende l'idea di come l'uso disinvolto e massiccio del debito negli Stati Uniti non fosse più solo appannaggio di un'élite, ma un fenomeno diffuso tra tutti gli operatori economici. Non esclusi i privati, spinti a dissennati acquisti immobiliari con i soldi delle banche. Queste le premesse della recente crisi finanziaria.

Per “delevereggiare” il sistema – per ridurre cioè il grado di indebitamento -, le Autorità monetarie hanno abbassato i tassi di interesse e inondato il sistema con enormi quantità di liquidità. Va notato che i principali beneficiari di questa politica sono proprio le banche che, attraverso i finanziamenti delle Banche Centrali a tassi molto bassi, possono investire sui mercati a rendimenti più elevati guadagnandoci e di conseguenza ricapitalizzandosi a spese della collettività.

Accanto a queste misure urgenti, i Paesi più sviluppati stanno discutendo, allo scopo di evitare che simili crisi si ripetano in futuro, sulle regole che governano il sistema finanziario. Al di là delle buone intenzioni (se veramente sono tali) dei Governi c'è da domandarsi se ciò sarà sufficiente a cambiare veramente le cose. Personalmente ho dei seri dubbi perché ritengo che il problema non sia solo tecnico (regole), ma anche culturale: l'uso disinvolto del debito come strumento di arricchimento facile e rapido. Per spiegarmi meglio cercherò di fare un esempio: se acquisto un immobile usando esclusivamente i miei risparmi e dopo tre anni lo stesso immobile vale il 20% in più, avrò avuto un rendimento di poco superiore al 6% all'anno. Se acquisto lo stesso immobile

mettendoci solo il 10% del capitale necessario e facendo un mutuo per il 90%, dopo tre anni – ipotizzando un tasso di interesse sul debito del 3% l'anno - avrò avuto un rendimento di quasi il 100% perché avrò un guadagno di circa 10, al netto degli interessi sul

**“La cultura del debito si è diffusa
a macchia d'olio per consentire a
tutti di realizzare profitti molto
elevati sul capitale.”**

mutuo di 90, ma avendo messo solo 10 di capitale. Peccato che il meccanismo (la leva finanziaria) funzioni anche al contrario e moltiplichi sia gli utili che le perdite: infatti se il mercato scende solo del 10% avrò perso 10 e quindi l'intero capitale più gli interessi da pagare alla banca. Ciò è quanto è accaduto nella crisi dei cosiddetti subprime.

Con il mercato immobiliare in crescita, tutti compravano a debito e quando la bolla immobiliare si è sgonfiata le perdite sono state ingentissime non solo per chi aveva comprato casa, ma anche per le banche che li avevano finanziati, non essendo il sottostante, gli immobili, in grado di coprire il credito stesso.

La crisi poi è ulteriormente dilagata perché nel frattempo le banche avevano già rivenduto ad altre istituzioni finanziarie di vario genere, ed anche al pubblico, dei “pacchetti” di crediti di dubbio valore. Questo meccanismo diabolico è una recente “invenzione” delle banche che per centinaia di anni hanno concesso crediti per tenerli nei loro libri (originate to hold) e poi hanno pensato di aumentare il loro giro di affari – e quindi gli utili – rivendendo ad altri soggetti i loro crediti (originate to distribute): in buona sostanza la banca si



Alexander Zhitomirsky

Capitalism with its friendly Dean Acheson mask, 1952

libera del rischio e lo cede a terzi che di fatto diventano banchieri senza esserlo e senza adeguati strumenti.

Guidata dallo stesso principio, e cioè quello di utilizzare massicciamente il debito, una parte del sistema finanziario ha spinto i propri clienti a indebitarsi (imprese, privati, investitori istituzionali) perché ciò avrebbe contribuito ad accrescere le proprie attività creando utili molto elevati per i propri azionisti.

La cultura del debito si è diffusa a macchia d'olio per consentire a tutti (banche e clienti delle banche) di realizzare profitti molto elevati sul capitale. Nell'ultimo decennio si è dunque affermata una vera e propria supremazia del ROE (Return on equity) che è un indicatore che mette a raffronto l'utile sul capitale proprio, l'equity. Tale rapporto ha però in sé il grande limite di non tenere conto della struttura finanziaria dell'impresa: se il rendimento dell'attività supera il costo del capitale (interessi) sarà sufficiente espandere l'attività attingendo al credito per aumentare di molto il ROE mettendo però a rischio l'impresa stessa, se il vento dovesse cambiare. Quella che qualcuno ha definito la cultura del debito non è solo il frutto di una impreparazione in materia economica - come nel caso degli sprovveduti acquirenti di immobili negli Stati Uniti, irretiti da disonesti brokers immobiliari. In ultima analisi credo si possa asserire che è piuttosto una cultura dell'avidità quella che ha spinto molti managers a cercare profitti molto elevati sul capitale dei propri azionisti/investitori. E questo per ottenere bonus elevatissimi anche a costo di mettere a rischio le loro imprese e lo stesso sistema, nel caso delle istituzioni finanziarie e bancarie. Ma con l'economia in crescita, reale o speculativa, tutti erano contenti, gli investitori - anche quelli privati - ed i managers che ne ricavano compensi enormi e spropositati. Mentre i rischi erano nascosti dalle complesse operazioni finanziarie.

Se questa interpretazione fosse corretta, è probabile che nuove regole non renderebbero il sistema meno rischioso e vulnerabile: sarebbe invece necessario un vero e proprio cambiamento culturale dove greed is bad e non good, dove azionisti e managers incomincino a ragionare a lungo termine e dove venga riscoperta

l'importanza del risparmio. Senza la droga del debito, il mondo rischia di essere molto meno veloce, ma certamente molto più sicuro e più giusto.

A questo punto è lecito domandarsi se il sistema finanziario è tutto infettato dal morbo dell'avidità (causa) e del debito (effetto) o se invece c'è qualcosa di buono. A chi conosce bene il sistema finanziario non può sfuggire che c'è una finanza cattiva che è quella di Wall Street e una finanza "buona" che consiste nel finanziamento di nuove imprese e di nuove idee, meglio nota come Venture Capital.

Nonostante ciò, le autorità politiche e finanziarie in quasi tutto il mondo fanno ancora molto poco per agevolare la nascita di nuove imprese, mentre sono prodighi di risorse pubbliche con aziende che meriterebbero di fallire. Andrebbe invece aiutata la finanza "buona", il Venture Capital, che, a sua volta, agevolerebbe la creazione di nuove avventure imprenditoriali con benefici effetti sull'intero sistema economico.

Per concludere, vorrei sottolineare un aspetto tecnico che ci riporta al tema del debito: è singolare notare che nella finanza "buona" - il Venture Capital - il leverage e il debito sono del tutto assenti perché gli investitori usano solo capitali propri, senza ricorrere al credito bancario, anche perché le istituzioni creditizie si guardano bene dal concederglielo. Il successo planetario di aziende come Apple e Microsoft, e quello di molte altre imprese finanziate con il Venture Capital, sta a testimoniare che nel lungo termine il puro capitale di rischio (senza leva) può ottenere lo stesso risultati eccellenti per gli investitori, a condizione che siano pazienti e guardino lontano: il "patient money" fa a pugni con il greed.

Jody Vender Fondatore della Sopaf, società di partecipazioni finanziarie quotata alla Borsa di Milano. Per oltre trent'anni ha insegnato Finanza all'Università Bocconi. E' stato uno dei pionieri del venture capital in Italia.



Dmitri Moor

Capitalism devours everything, c. 1920