



BANCHE & FINANZA

Con il contributo di Banca Interprovinciale



Da sinistra: Aljs Vignudelli, Direttore della Scuole di Dottorato in Scienze Giuridiche dell'Università di Modena e Reggio E.; Fabio Merusi, già Presidente della Banca Toscana S.p.a.; Vincenzo Calandra, Vicepresidente di Unicredit; Sido Bonfatti, Presidente di Banca Interprovinciale; Carmelo Elio Tavilla, Pres. Sez. di Scienze Morali, Giuridiche e Sociali - Accademia Sc. Lett. Arti Modena



Carmelo Elio Tavilla, Ordinario di Storia del Diritto Medievale e Moderno, Università di Modena e Reggio E.

Banche & Finanza o banche della finanza?

Anche quest'anno ci ritroviamo presso la prestigiosa sede dell'Accademia Nazionale di Scienze Lettere e Arti di Modena a ragionare in materia di credito e finanza... e non è certo un caso. Infatti, mai come di questi tempi si percepisce - non solo nella riflessione specialistica e scientifica, ma anche in quella semplicemente "pubblica", per non dire "comune" - il nesso inscindibile (e ormai anche del tutto "tangibile") fra l'economia virtuale e quella reale. Anzi, la stessa differenza tra le due entità - per sintetica contrapposizione potremmo dire: fra mondo della *produzione* (di beni e servizi) e quello della *finanza* -, abbastanza netta in teoria, tende sempre più spesso a sfumare nella pratica, come attestano ad esempio anche le recenti vicende di "salvataggio controllato" indifferentemente accordato negli USA a realtà tanto imprenditoriali quanto finanziarie, sulla base del solo (comune) presupposto che il loro fallimento avrebbe potuto avere sensibili ripercussioni sul sistema economico. *Too Big To Fail*, senz'ulteriori distinzioni: la General Motors accanto al gigante dell'investimento Bear Stearns, il colosso assicurativo dell'Aig (*American International Group*) come la Chrysler.



Aljs Vignudelli, Ordinario di Diritto costituzionale nell'Università di Modena e Reggio Emilia

Anche sul Vecchio Continente, del resto, l'attualità non manca di confermare che la gestione delle (e il controllo sulle) dinamiche economiche - (gestione) che oggi parrebbe costituire la parte assolutamente preponderante dell'agenda politica degli Stati - non possa omettere di prendere in considerazione *congiuntamente* i due corni del problema (*produzione e finanza = economia reale ed economia virtuale*), giacché i problemi originatisi in un ambito si ripercuotono ormai automaticamente anche nell'altro (e viceversa). Se questo è vero, parrebbe ovvio che anche le *soluzioni* prospettabili per fronteggiare la situazione - sulla cui serietà non è il caso di spendere ulteriori parole - abbiano oggi da essere necessariamente "integrate", soprattutto considerando che l'attenzione, sovente ancora "catturata" dagli *scoop* dei grandi disastri della finanza (e dalle congetture sulle loro cause), dovrà ora e ben più urgentemente rivolgersi ai (e confrontarsi coi) loro *effetti* sull'economia globale.

Segnatamente in questa prospettiva sembrerebbe spiegarsi la centralità - ancora non del tutto compresa dal largo pubblico - riconosciuta al ruolo delle banche in ogni ipotesi di riforma normativa rivolta all'incremento della stabilità del mercato attualmente in discussione. Nelle banche, infatti, s'individua non a torto l'imprescindibile "crocevia" fra la dimensione del *risparmio*, quella del *credito* e quella dell'*investimento* (tanto produttivo, quanto finanziario), considerandole così il centro nevralgico di ogni moderna strategia di sicurezza e trasparenza del sistema economico (e, per conseguenza, anche sociale).

Emblematico per questa tendenza alla "responsabilizzazione" del mondo del credito a presidio della stessa stabilità bancaria e del c.d. "governo dei rischi" è, ad esempio, l'obbligo di segnalazione - il cui termine è stato dimezzato - per gli sconfinamenti previsto dal protocollo di Basilea 2, col connesso vincolo a classificare i crediti sconfinati come "deteriorati": ciò che, a catena, implicherebbe un aggravio dei requisiti patrimoniali, già molto stringenti, che richiederebbero "cuscinetti" (riserve di capitale) di sempre maggiore entità. Più in generale, proprio sugli accantonamenti sembrerebbe giocare un'importante scorcio della partita: a quanto dovrebbero ammontare queste riserve e questi capitali? Là dove gli azionisti delle banche propendono a mettere la sordina, con l'intento di limitare i propri rischi, le autorità di tutto il mondo tendono a richiederne il più possibile, per garantire (direttamente) il valore (e la restituzione) del risparmio e (indirettamente) quello della stabilità economica. Segnatamente in quest'ultima direzione parrebbe andare anche la riforma denominata Basilea 3, pensata per rafforzare (entro il 1-1-2019) - attraverso un aumento di qualità e trasparenza del capitale, insieme con la copertura dei rischi - la struttura patrimoniale delle banche e prevenire ulteriori crisi (non senza guada-

gnarsi così la critica di frenare, in tal modo, la spinta creditizia: dunque i settori più deboli - ma dinamici - dell'economia reale).

In tralice, dietro a queste dinamiche e alle proposte di soluzioni mano a mano emerse, si può ancora ravvisare la contrapposizione (sia pure soltanto tendenziale) fra il modello "classico" della banca *commerciale* e quello della banca *d'investimento*: il primo - cui in larga parte corrisponde la tradizione del sistema italiano - facente perno sull'economia *reale*, il secondo - maggiormente diffuso in area anglosassone - basato anche e soprattutto sull'economia *finanziaria*. Non si tratta naturalmente di contrapporre in modo "manicheo" un modello intrinsecamente *virtuoso* ad un modello strutturalmente *vizioso*, ma di comprendere e d'inquadrare nella maniera più esatta i vantaggi e i rischi dell'uno e dell'altro, nella consapevolezza che le banche moderne saranno pur sempre destinate a comporre un *equilibrio* fra queste due istanze di fondo. Qui la domanda, da cui prende spunto il titolo, è: posto che il rapporto fra *banche e finanza* parrebbe oggi necessario, è necessario anche (o si può ancora scongiurare) che vi siano (soltanto) *banche della finanza*?

La risposta a tale quesito è ovviamente complessa, ma se si provassero a indicare delle linee di tendenza in questo oscillare del pendolo, ad un periodo di fortissima espansione globale del modello di banca proiettato verso l'economia finanziaria - talvolta una vera e propria "ubriacatura" per la finanza "fine a se stessa", dimentichi della profezia di Raghuram Rajan, che già nel 2006, da capo del Dipartimento di Ricerca del Fondo Monetario Internazionale avvertiva: «questi sono i tempi migliori (*the best of times*) ma sono anche i tempi più pericolosi (*the most dangerous of times*)» - parrebbe oggi seguire una fase storica in cui l'ancoraggio all'economia reale (almeno entro minimi certi) viene percepito come un valore (non solo eticamente, ma pure pragmaticamente) irrinunciabile.

Discorso, questo, particolarmente valido per quanto concerne la "realtà" delle *garanzie* per i rischi (di cui gli accantonamenti di capitale, come si diceva, rappresentano il capitolo più importante). Le scelte politiche di fondo, infatti (si pensi solo ai vincoli d'adeguamento dei requisiti di capitale definito dal *Financial Stability Board* nell'ambito dei recenti lavori del G20 di Cannes), sembrerebbero qui nel senso di evitare ciò che già successe in passato, quando accanto a banche dotate di patrimoni solidi, ad altre era consentito di operare - in forza anche di Attivi il cui rischio era fortemente sottostimato nel giudizio delle Agenzie di *Rating* - sulla base di patrimoni "reali" modesti, basandosi piuttosto su strumenti "ibridi" valutati soltanto secondo logiche e teorie economico-finanziarie, *formalmente* assimilati al patrimonio ma, in realtà, più vicini ai debiti che a quest'ultimo. Col che, paradossalmente, si finiva per introdurre elemen-

ti di *rischio* (impliciti negli strumenti finanziari) anche nelle garanzie *contro il rischio*.

Insieme alle cautele introdotte per prevenire questi pericoli e valide per *tutte* le banche, la recente (e perdurante) crisi economico-finanziaria ha poi indotto a ulteriori riflessioni con riferimento a quelle realtà bancarie il cui "peso" e la cui "dimensione" è sufficientemente vasta per influenzare - nel bene e soprattutto nel male - l'intero sistema economico e finanziario globale. Si tratta, come noto, delle *cc.dd. Sifi* (*Systemically important financial institutions*), dette appunto anche "banche *sistemiche*", il cui fallimento non risulta più soltanto un problema (potremmo dire, per approssimazione, essenzialmente di diritto *privato*) di ristoro dei creditori/risparmiatori, bensì anche e soprattutto una questione (essenzialmente di diritto *pubblico*) di gestione della crisi a tutela della complessiva stabilità dell'economia e di tutti i consociati quali partecipanti (magari pure *oborto collo*) al traffico economico-giuridico. Essenzialmente questa, del resto, parrebbe la situazione che emerge dal vertice di Cannes e che già è affiorata con le recenti (e contestate) "politiche di salvataggio" dell'amministrazione statunitense.

Sul versante europeo Mario Draghi ha sostenuto come «la grande lezione della crisi è che il mondo ha bisogno di un meccanismo di risoluzione delle istituzioni finanziarie, non importa quanto grandi, se queste entrano in crisi», aggiungendo che le misure proposte al G20 dal *Financial Stability Board*, una volta tradotte in legge, «forniranno alle autorità nazionali tutti i poteri necessari per agire rapidamente e portare a termine un fallimento pilotato di una banca sistemica». In forza delle nuove *Leitlineen*, ciascuna autorità nazionale dovrà sviluppare un proprio «regime di risoluzione», dove siano chiaramente indicate «le responsabilità, gli strumenti e i poteri» necessari per "pilotare" il fallimento di una banca, senza mettere a repentaglio le sorti dei contribuenti.

Del resto, anche dall'altra parte dell'Oceano - ovvero proprio in seno al sistema finanziario anglo-americano dal quale l'attuale crisi ha preso origine - in relazione a questo profilo si registrano oggi inedite convergenze, in contrasto (non mai dichiarato e tuttavia abbastanza evidente) coi tradizionali principi dell'assoluta libertà (e fiducia nelle possibilità di autoregolazione) del mercato e della tutela della concorrenza. Il nuovo sottosegretario alla giustizia incaricato della politica *antitrust*, Christine Varney, avrebbe addirittura rivendicato che in questo settore le politiche americane devono "assomigliare di più" a quelle europee (le quali tutelerebbero più i *concorrenti* che la *concorrenza*). Una svolta che, se confermata, risulterebbe per certo significativa di un disagio profondo e che infatti non ha mancato di suscitare accese polemiche in patria, dove oggi - anche a causa di ciò - ci si domanda quale futuro in effetti immagina l'amministrazione Obama per l'economia, agitando lo spettro di «una struttura sclerotica e immutabile di grandi aziende che collaborano, sono protette e fanno affidamento su uno Stato onnipotente» (Peter J. Wallison).

Questi (fra gli altri) sembrano i problemi che agitano le tormentate acque in cui naviga l'attuale economia, e di cui s'occuperanno gli illustri relatori di questa giornata di studi.

IL “VELENO” DELLA BANCA UNIVERSALE



Fabio Merusi, Ordinario di Diritto amministrativo nell'Università degli Studi di Pisa

Il “veleno” della banca universale

Vista la situazione attuale può essere di qualche interesse ricordare come si presentava in Italia la situazione bancaria all'insorgere della crisi degli anni Trenta.

Nonostante che ancora oggi si discuta sulle cause della crisi economica che nel 1929 colpì l'intero mondo occidentale, una cosa è certa, che in Italia l'epicentro della crisi era la banca mista e che lo Stato italiano riuscì a superare la crisi economica, prima e meglio di altri Paesi, modificando l'ordinamento del credito.

Come è noto, la banca mista è quella banca che finanzia l'industria partecipando al suo capitale o, più frequentemente, prendendo in garanzia di finanziamenti a lungo termine una parte consistente del suo capitale azionario.

Con la conseguenza, in quest'ultimo caso, che, se la società non è in grado di onorare il finanziamento bancario, la banca diventa il principale, o addirittura l'unico, azionista della società industriale. Con l'ovvio risultato che la banca, divenuta proprietaria di titoli azionari non vendibili, quanto meno a breve termine, sul mercato, non recependo più indietro i finanziamenti concessi non è più in grado di restituire i depositi ai risparmiatori, che è quel che è successo in Italia all'inizio degli anni Trenta a seguito dei finanziamenti concessi dalle banche miste alle industrie durante, o immediatamente dopo, la prima guerra mondiale. È sufficiente evocare il noto episodio della Banca di Sconto: un bel mattino, o meglio, un brutto mattino i depositanti trovarono gli sportelli chiusi perché la banca non aveva più liquidità.

È altrettanto nota la geniale soluzione che va sotto il nome di Beneduce, il banchiere consigliere di Mussolini, il quale, ormai al vertice di uno Stato autoritario, poté realizzare l'operazione suggeritagli dal suo consigliere senza alcuna apprezzabile resistenza, anzi, ricevendo da sindacati dell'epoca telegrammi di ringraziamento: una consistente parte della spesa pubblica prevista nel bilancio dello Stato dell'epoca fu destinata (riducendo addirittura lo stipendio ai pubblici impiegati!) all'acquisto delle partecipazioni azionarie detenute dalle banche miste.

Le partecipazioni acquistate “temporaneamente” dallo Stato, ma divenute “stabilmente” delle partecipazioni statali perché nessuno era più in grado di acquistarle, furono poi concentrate in un ente pubblico, l'I.R.I., dando così inizio al fenomeno tipicamente italiano, e per molto tempo preso a modello da altri ordinamenti, delle partecipazioni statali.

E le banche salvate da Beneduce?

Riacquistata la liquidità, poterono riprendere a finanziare ogni tipo di attività economica, superando così la crisi dell'economia reale.

Ma perché non “peccassero più”, raccogliendo depositi a vista per investire a medio e lungo termine, furono divise in due categorie, le banche commerciali, che raccoglievano a vista, cioè depositi ritirabili in ogni momento, ed erogavano crediti a breve termine, e banche a medio e lungo termine le quali raccoglievano il risparmio con titoli obbligazionari a medio e a lungo termine, in modo da far sì che la raccolta a medio o lungo termine si “baciasse”, come ancora si dice in gergo bancario, con una erogazione del credito di pari durata. Naturalmente con tutte le combinazioni matematicamente possibili di questo fondamentale concetto: raccolta di pari durata rispetto all'erogazione del finanziamento.

Va da sé che banche di questo tipo realizzano (o sono vicine a realizzare) quello che è noto come il paradosso di Caprara: se la banca è un mero intermediario fra la raccolta del risparmio e l'erogazione del credito, l'impresa bancaria non ha bisogno di capitale se non di quello minimo per garantire il funzionamento ordinario dell'azienda. E infatti tutte le banche italiane dell'era Beneduce, trasformate di fatto, o create appositamente di diritto, in enti pubblici, avevano solo un fondo di dotazione iniziale che si integrava nel tempo con qualche percentuale degli eventuali utili.

Per avere un esempio di banca che funziona ancora così, basta por mente al Credito Sportivo, ultima banca pubblica “residua” (così la chiama l'attuale T.U. bancario) esistente nel nostro ordinamento, tra l'altro venuta all'attenzione delle cronache in questi giorni proprio in relazione al suo carattere “pubblico”.

Ulteriore presupposto di un sistema di questo genere è che le banche commerciali e le banche a lungo termine, chiamate anche “istituti di credito speciale”, facciano soltanto le banche, cioè l'intermediario tra la raccolta del risparmio e l'erogazione del credito.

Se le banche facessero anche altre cose riemergerebbe la necessità che l'impresa disponesse di un capitale adeguato per garantirla contro i rischi delle attività diverse dalla pura e semplice intermediazione.

Conseguentemente l'ordinamento del credito del 1936, varato alla conclusione dell'operazione Beneduce, vietava alle banche di fare cose diverse dalla intermediazione fra raccolta del risparmio ed erogazione del credito.

Le cose bancarie in Italia stavano così, quando il nostro Paese si è “aperto” all'ordinamento globale, a quello comunitario e a quello “cooperativo di categoria” fra banche centrali e autorità finanziarie di vario tipo dei vari Paesi non solo occidentali che, per quel

che rileva per il nostro discorso riferito alle “tipologie” bancarie, si riunisce presso la Banca dei regolamenti internazionali di Basilea.

Donde la dizione di Basilea con numeri progressivi delle deliberazioni di indirizzo che il Comitato dei Governatori delle Banche centrali dei Paesi economicamente più importanti via via adotta.

Solo che nell'ambito del Comitato di Basilea e nella Unione Europea, che ne segue pedissequamente le orme traducendone gli indirizzi in norme analitiche cogenti per i Paesi dell'Unione, il modello di banca che si è affermato – va detto con il consenso “masochista” della rappresentanza italiana – non è il modello Beneduce, bensì il modello anglosassone della banca universale, cioè il modello dell'impresa bancaria che può fare tutto, raccolta del risparmio ed erogazione del credito senza limitazioni temporali e senza una necessaria interrelazione fra raccolta del risparmio ed erogazione del credito e, soprattutto, anche qualsiasi operazione finanziaria non bancaria.

Ne segue che in questo tipo di banca, come in qualsiasi impresa rischiosa, il capitale non è più un elemento irrilevante, o comunque scarsamente rilevante, rispetto ad una attività di intermediazione che ha nelle regole della intermediazione la copertura del rischio d'impresa, bensì proprio nella misura del capitale la misura della garanzia contro il rischio dell'attività imprenditoriale.

Dall'adozione di questo modello sono derivati i guai attuali ed, in particolare, quelli delle banche italiane. La misura del capitale è diventato il termine di riferimento quantitativo della attività esercitabile, col risultato che più aumenta il rischio di determinate attività, più aumenta la necessità di aumentare in corrispondenza il capitale secondo quanto previsto dalle prescrizioni del Comitato di Basilea e dalle pedissequi traduzioni comunitarie (la direttiva 2006/49/CE “confessa” addirittura nel preambolo che le disposizioni “concernenti l'importo minimo dei fondi propri degli enti creditizi e delle imprese di investimento costituiscono l'equivalente delle disposizioni dell'Accordo quadro del Comitato di Basilea” ...).

Tanto per averne un'idea possiamo provare a tracciare un sintetico diagramma delle prescrizioni partite da Basilea con una “persuasione morale” ma con prescrizioni cogenti per le banche comunitarie, e perciò anche per le banche italiane, a seguito della loro recezione in direttive comunitarie.

Come vedremo sono una specie di caccia spasmodica all'aumento di capitale o alla previsione di accantonare mezzi patrimoniali assimilabili al capitale azionario vero e proprio, per garantire un rischio bancario crescente. E va da sé che il capitale investito in attività finanziarie viene sottratto per definizione al finanziamento dell'economia reale.

Il Comitato dei governatori delle banche centrali ha prodotto il primo accordo sulla disciplina bancaria nel 1988, sostituito, nel 2004, dal secondo accordo (c.d. Basilea II); successivamente alla crisi finanziaria, la disciplina è stata ulteriormente modificata (Basilea III), anche se non è stata ancora applicata, dovendo andare a regime nel lontano 2019.

L'accordo del 1988 prevedeva che l'ammontare del patrimonio degli istituti bancari dovesse essere pari all'otto per cento delle attività ponderate per il rischio. All'interno di tale disciplina, la rischiosità delle attività bancarie veniva calcolata secondo regole basate su cinque fattori di ponderazione commisurata alle caratteristiche dell'emittente (rischiosità quasi nulla per gli Stati sovrani, del 20% per le attività verso banche multilaterali di sviluppo, del 50% per prestiti garantiti da ipoteca su immobili residenziali, del 100% per le attività verso il settore privato).

Tali elementi di valutazione erano tutt'altro che “scientifici”, non solo perché non garantivano un'adeguata corrispondenza al rischio effettivo dell'attività svolta dalle banche, ma anche perché si prestavano a pratiche di “arbitraggio regolatorio” al fine di eludere i requisiti patrimoniali previsti dall'accordo. Fissata la legge trovato l'inganno: le banche trovarono subito una tecnica per portar fuori il rischio dal proprio bilancio, in particolare quello verso il settore privato valutato al 100%, e perciò dal necessario rapporto con il patrimonio nel quale alla fine cominciarono ad esplodere i rischi non coperti da alcuna garanzia con qualche altra piccola complicazione, come ad esempio quella di scoprire che il debito pubblico di certi Stati (Messico, Argentina) non era proprio pari a zero.

La revisione dell'accordo per risolverne gli aspetti problematici ha dato luogo a Basilea II, approvato nel 2004.

Il secondo accordo di Basilea in materia di capitale, a differenza del primo che si riduce a poche prescrizioni, è un documento analitico e ponderoso, di oltre duecento pagine.

Basilea II si articola in tre parti (c.d. ‘pilastri’), di cui solo il primo riguarda le nuove modalità di calcolo dei requisiti patrimoniali minimi; il secondo riguarda il controllo prudenziale nel suo complesso e il terzo è dedicato ai requisiti di trasparenza. La prima parte è la più ampia e dettagliata, il pilastro portante.

Basilea II lascia invariato il rapporto tra patrimonio e attività ponderate per il rischio, ma sostituisce ai coefficienti fissi della disciplina precedente due nuove modalità di calcolo del rischio stesso: nel metodo standard, i coefficienti di ponderazione per il calcolo del



IL "VELENO" DELLA BANCA UNIVERSALE

rischio delle attività bancarie variano a seconda del *rating* dei debitori della banca emessi da agenzie specializzate, mentre nel metodo dei *rating* interni (*Internal Rating Based - IRB*, a sua volta distinto tra metodo 'di base' e 'avanzato') la rischiosità dell'attività svolta dalla banca viene misurata sulla base di sistemi di valutazione elaborati e resi pubblici dalla banca stessa.

Non è il caso di sottolineare che anche questi metodi si prestano ad interpretazioni soggettive, per lo più viziate da "ottimismo".

Basilea II ha subito numerose critiche non appena si è manifestata la crisi economica mondiale. Da più parti si è messa in rilievo l'inadeguatezza delle regole contenute nei "pilastri" per risolvere i problemi via via emergenti.

Prima di tutto si è criticato che le regole non erano vigenti, o ancora vigenti dappertutto. Per i Paesi della Comunità europea ha cominciato a funzionare nel 2007 quando già la crisi era cominciata. Negli Stati Uniti ha cominciato a funzionare nel 2010, quando ormai la crisi era già cominciata da un pezzo favorita, se non determinata, dal mancato rispetto di regole analoghe a quelle suggerite da Basilea II.

Ma di Basilea II è diventato soprattutto problematico il sistema di valutazione basato su *rating*, sia esterni che interni alla banca.

Per risolvere tale inefficienza, diventata in più di un caso drammatica per la totale non corrispondenza del *rating* alla realtà, nel dicembre 2010 è stato raggiunto un nuovo accordo, denominato Basilea III, questa volta sollecitato dai governi dei maggiori Paesi mondiali che si riuniscono nel c.d. G20, che intende rafforzare i requisiti patrimoniali ed in particolare prevenire effetti negativi sul ciclo economico generale.

La prima finalità viene perseguita attraverso prescrizioni che modificano la composizione del patrimonio delle banche, al fine di migliorare la "qualità" del patrimonio stesso: viene introdotta una definizione più stringente di capitale delle banche in modo da eliminarne delle componenti fittizie o comunque esposta a sovravalutazioni e viene previsto un innalzamento delle quote di capitale con maggiore capacità di assorbimento delle perdite.

Inoltre viene richiesto alle banche di accantonare un cuscinetto di capitale aggiuntivo, cui poter attingere in situazioni di stress finanziario ed economico (*capital conservation buffer*, pari al 2,5%). Infine, tali coefficienti sono integrati da un indice di leva finanziaria non basato sul rischio (*non-risk-based-leverage ratio*): si tratta di un indicatore per limitare il livello di indebitamento del settore finanziario, che richiede alle banche di rispettare un rapporto fisso tra le esposizioni finanziarie e il capitale.

Il secondo obiettivo viene perseguito tramite un ulteriore cuscinetto anticiclico, che ha lo scopo di proteggere il settore bancario da fasi di eccessiva espansione del credito totale (*countercyclical buffer*, variabile dallo 0 al 2,5%).

Tali previsioni dovrebbero condurre ad aumentare di parecchi multipli il patrimonio effettivo che le banche dovrebbero possedere per far fronte al loro rischio d'impresa. Secondo stime approssimative, ma forse non troppo lontane dalla realtà, il patrimonio delle banche italiane dovrebbe aumentare in media, alla fine di Basilea III, di circa venti volte.

Un peso che il già asfittico mercato dei capitali italiani non potrebbe certamente sopportare, tenuto conto che le nuove indicazioni puntano sul capitale vero e proprio, con riduzione al minimo degli equipollenti patrimoniali, anch'essi, peraltro, decisamente "costosi".

All'inizio dell'apertura del mercato bancario italiano secondo le direttive comunitarie, nel 1992, si temeva la calata degli Unni.

Forse, se Basilea III sarà veramente attivata non sarebbe forse troppo fantasioso pensare a concentrazioni transfrontaliere di banche "finalmente" europee e cioè alla definitiva perdita di un connotato nazionale delle banche italiane.

E forse troverà finalmente applicazione la "società per azioni" di diritto europeo, applicata finora dopo tanti anni di discussioni e di studi, proprio ad una banca dell'estremo Nord dell'Europa.

Come è facile constatare tutte le "Basilee" sono caratterizzate da una continua rincorsa fra l'aumento del rischio e l'aumento del capitale proprio, variamente qualificato e variamente composto da componenti che possono comunque fungere da garanzia per nuovi rischi. Va da sé che tale rincorsa mette in difficoltà un sistema come quello italiano che è appena passato dalla banca pubblica, con fondi di dotazione irrilevanti, a società per azioni private, ma costituite attraverso lo scorporo e il conferimento dell'azienda bancaria da parte degli enti pubblici, poi formalmente trasformati in fondazioni di diritto privato, le quali ancora detengono, da sole o con altre fondazioni associate, la maggioranza delle partecipazioni azionarie nella società bancaria.

Gli enti pubblici e il loro omologo di diritto privato, le fondazioni, non sono certamente operatori economici dotati per natura di disponibilità finanziarie impiegabili in progressivi aumenti del capitale delle società partecipate.

Né d'altro canto è facile reperire sul mercato dei capitali nuovi soci, specie in un periodo in cui investimenti del genere risultano sottratti ad una economia



reale in crisi. E ciò vale certamente per il mercato dei capitali italiani, ma anche i nostri vicini europei per il momento non se la passano meglio.

Senza contare che in molti casi i nuovi soci non sarebbero neppure graditi. Il caso del Monte dei Paschi è in proposito emblematico tanto da non necessitare di ulteriori commenti.

Ma perché aumenta il rischio e perciò la corrispondente garanzia di capitali propri? Perché la banca universale non fa soltanto l'intermediario fra la raccolta del risparmio e l'esercizio del credito, anzi, in molti casi, poiché la redditività dell'intermediazione è progressivamente calata fin quasi a scomparire, la tentazione è ed è stata quella di dedicarsi ad attività finanziarie di immediata redditività, ma di esito quanto meno fondato su incerti calcoli di probabilità, che in più di un caso hanno fatto perdere di vista il presupposto bancario di partenza per il quale il "futuro finanziario" ha indotto a trascurare, per usare un eufemismo, lo scrutinio sul merito di credito del destinatario dell'operazione.

Per restare in Italia basti citare le vicende Cirio e Parmalat in cui le banche hanno "assistito" la collocazione di titoli direttamente sul mercato senza alcun scrutinio sul merito di credito dei titoli stessi o, per venire a vicende ben più traumatiche, alla vicenda delle crisi bancarie a catena determinate dai *subprime* statunitensi, in cui il credito originario, poi cartolarizzato, era stato erogato con riferimento a valori immobiliari inesistenti.

Senza contare il diffuso passaggio anche di reputati istituti bancari al mercato delle "scommesse". Nelle più disparate versioni permesse dall'ars combinatoria i contratti derivati altro non sono che una scommessa su di un evento futuro, un contratto aleatorio, che, come tale, non dovrebbe far parte del mondo bancario, ma che il mondo bancario ha largamente praticato perché permetteva introiti aggiuntivi rispetto a contratti bancari a bassa redditività.

Ma si sa, nelle scommesse c'è sempre qualcuno che perde ... o che si rifiuta di pagare la scommessa come stanno facendo i clienti delle banche convinti dalle stesse ad assicurare il loro futuro con un "derivato".

A questo punto, come è noto, qualcuno si è ricordato di Beneduce o lo ha imitato goffamente senza conoscerlo (si allude, ovviamente, a recenti iniziative prima statunitensi, con l'Emergency Economic Stabilization Act, il c.d. Piano Paulson, e, poi, anche, di alcuni Paesi continentali come, ad esempio, gli interventi congiunti di Belgio, Olanda e Lussemburgo nel capitale del gruppo Fortis e in Dexia). Questi imitatori hanno tentato di rimediare alle crisi bancarie, determinate da operazioni finanziarie "avvelenate" perché viziate nei presupposti bancari, occultati da "combinazioni" finanziarie, come le cartolarizzazioni "strutturate" (cioè composte da una pluralità di titoli di riferimento) o i contratti "derivati", con danaro proveniente dal bilancio dello Stato, non accorgendosi che, se il danaro proveniente dal bilancio pubblico non è danaro vero come quello a suo tempo usato da Beneduce, bensì a sua volta proveniente dal debito pubblico, la crisi della banca si trasferisce pressoché automaticamente sui titoli pubblici, spostandosi semplicemente da un mercato all'altro... dal mercato bancario a quello dei titoli pubblici, mettendo in difficoltà gli Stati.

Il che induce a pensare che probabilmente più che continuare a discutere su standard finanziari di difficile applicazione, di inevitabile elusione quando non graditi o addirittura impraticabili a livello imprenditoriale, e in ogni caso notevolmente costosi nella gestione aziendale, forse è il caso di ripensare alle regole dell'impresa bancaria... Cioè di ritornare dall'oggetto "universale" al soggetto banca.

Forse più che dettare regole che sottraggono finanziamenti all'economia reale bisognerebbe passare ai divieti di attività in modo da favorire il ritorno delle banche alla loro naturale vocazione, cioè di fare solo le banche Le reazioni sdegnate degli interessati è forse un indice che la strada da percorrere è questa ...

Ma, in un mercato ormai globalizzato e con interessi finanziari consolidati, basti pensare alla "piazza" di Londra che ormai vive solo di questo, è più difficile trovare la retta via di quanto non lo fosse ai tempi di Beneduce, il quale, per di più, poteva contare sull'amizizia di un dittatore

In un tempo che sembra ormai lontano, il 2008, il Governatore della Banca d'Italia, Mario Draghi, intitolava un suo intervento nell'indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale e sui suoi effetti sull'economia italiana, promossa dalla 6^a Commissione del Senato (Finanze e Tesoro), "Un sistema con più regole, più capitale, meno debito, più trasparenza".

A distanza di qualche anno, visti i risultati, forse è il caso di pensare a qualche modifica dell'auspicio contenuto nel titolo...

Se preso alla lettera tale auspicio potrebbe finire col coincidere con la pianificazione quinquennale sovietica che, come è noto, morì per eccesso di burocrazia e per impraticabilità del calcolo delle probabilità insito nelle prescrizioni di piano e, nel nostro caso, in tutti gli strumenti finanziari non bancari che, come abbiamo visto sopra, hanno "avvelenato" il rapporto fra la raccolta del risparmio e l'erogazione del credito...

BANCA UNIVERSALE E BANCA COMMERCIALE



Vincenzo Calandra, Ordinario di Diritto commerciale all'Alma Mater Studiorum - Università di Bologna

Banca universale e banca commerciale

Nel sistema bancario italiano e in quello dei principali paesi europei non ha più ragion d'essere una contrapposizione tra banca universale e banca commerciale. Nel nostro Paese, con il superamento del principio di specializzazione, essenzialmente basato sulla correlazione fra provvista e impieghi, che aveva caratterizzato il nostro sistema bancario fino agli anni '70, e l'eliminazione, da parte del Testo Unico Bancario, della distinzione tra aziende ed istituti di credito si è realizzato il progressivo adeguamento delle banche italiane all'operatività delle banche degli altri paesi dell'UE. L'attuale banca commerciale è una banca universale che opera sia a breve che a lungo termine e, accanto all'attività tradizionale di raccolta dei depositi e di erogazione del credito, offre una molteplicità di altri prodotti e servizi, direttamente o tramite società appartenenti al Gruppo Bancario, quali leasing, factoring, gestione del risparmio, *private equity*, accompagnamento alla quotazione di borsa, assistenza all'emissione di titoli, ecc.

La distinzione che mantiene, invece, una rilevante importanza e su cui, in particolare dopo la crisi finanziaria, si è acceso un vivace dibattito e il faro dei regolatori è tra banca commerciale e banca di investimento.

L'attività delle banche di investimento si concentra, in particolare, sul *trading* su strumenti finanziari e *commodities*, sull'attività in derivati di natura speculativa o come servizio di copertura dei rischi di tasso o di cambio, sull'assistenza nel collocamento e nella garanzia di collocamento di emissioni, su investimenti di natura speculativa anche tramite lo strumento del *private equity*. In particolare l'attività di *trading* proprietario e in derivati viene svolta con volumi molto elevati, con rilevanti livelli di rischio, con notevole volatilità di risultati, specie in presenza di elevata volatilità dei mercati, e con l'utilizzo di una leva (definibile come rapporto totale delle attività e patrimonio

netto tangibile, che sta ad indicare la percentuale con la quale le attività sono finanziate a debito) generalmente più elevata di quella delle banche commerciali.

La "muraglia cinese" che un tempo separava la banca di investimento dalla banca commerciale, la cui attività era essenzialmente concentrata sulla offerta di prodotti e servizi alla clientela, ha cominciato a sgretolarsi dalla seconda metà degli anni '90, quando, da un lato, alle banche di investimento è stato consentito di raccogliere depositi, purché non da clientela *retail*, e, d'altro lato, le banche commerciali, in particolare quelle inglesi, tedesche e francesi, in misura molto più contenuta quelle italiane, si sono lanciate nell'attività di *investment banking*.

Dopo la crisi finanziaria, innescata, come è noto, da una banca di investimento americana (Lehman Brothers), ci si è posti il problema se sia il caso di ritornare ad un principio di rigida separazione, soprattutto in considerazione del fatto che le banche commerciali godono della garanzia esplicita o implicita sui depositi da parte dello Stato di appartenenza e, come tali, devono essere assoggettate a regole di contenimento del rischio più stringenti.

La ricerca di nuove regole comuni capaci di evitare squilibri competitivi e arbitraggi normativi, si è essenzialmente orientata a cercare di limitare, per le banche commerciali, l'esercizio di determinata attività quali il *trading* proprietario e gli investimenti speculativi, trascurando, peraltro, la circostanza che a provocare la tempesta perfetta è stata proprio una banca di investimento la cui crisi, con effetti epidemici sull'intero sistema finanziario internazionale, è stata certamente favorita dalla mancanza di regole e di adeguati controlli.

La strada intrapresa in Europa, in coerenza con i principi di Basilea, è stata quella di dettare regole dell'attività piuttosto che regole dei soggetti. Il problema è che anche le nuove regole favoriscono ancora, in modo illogico, le attività di

investment banking, penalizzando, invece, l'attività di erogazione del credito, con rilevanti effetti prociclici.

Lo strumento fondamentale di contenimento dei rischi al quale si è fatto ricorso è rappresentato dall'assorbimento di capitale misurato sulla rischiosità di ciascuna attività e dalla fissazione di un capitale adeguato per lo svolgimento delle stesse: più elevato è il rischio, maggiore è il capitale che la banca deve avere per coprire il rischio e, quindi, il costo che la banca deve sostenere per

compiere l'operazione, in quanto il capitale "accantonato" a copertura del rischio per la banca rappresenta un costo.

Le regole di Basilea II, recepite dalle prime due direttive comunitarie sui requisiti di capitale delle banche (n. 48 e 49 del 2006) avevano pesato molto di più il rischio di credito rispetto ai rischi connessi all'attività di *trading* producendo un duplice effetto negativo: hanno indotto molte banche a privilegiare l'attività di *trading* rispetto alla concessione di crediti alla clientela e hanno portato all'investimento in elevate quantità di titoli derivanti da cartolarizzazioni (tra cui i famigerati CDO) che, seppure dotati di *rating* tripla A, non avevano un mercato liquido e trasparente in cui essere negoziati e la cui illiquidità ha avuto pesanti conseguenze sui bilanci bancari durante la crisi del 2008 - 2009.

Con la Direttiva 76/2010 (la c.d.CRDIII) si è in parte posto rimedio all'errore commesso prevedendo un maggior assorbimento di capitale, più adeguato al rischio, per le attività *trading* proprietario e, in particolare, per l'investimento in titoli derivanti da cartolarizzazioni (ABS) e soprattutto in titoli delle ricartolarizzazioni (CDO), ma permane comunque un notevole differenziale nel valutare il rischio dell'attività di negoziazione rispetto a quella di concessione del credito che mantiene l'effetto penalizzante per l'attività tradizionale della banca commerciale. Occorre tenere presente, infatti, che l'assorbimento di capitale rappresenta un costo che grava sulle operazioni di credito che la banca effettua e che la copertura di capitale che deriva dall'applicazione di quei criteri riduce la capacità della banca di concedere credito all'economia reale.

Questo effetto negativo sulla capacità delle banche commerciali di sostenere la ripresa economica è stato ulteriormente accentuato dalle determinazioni recentemente assunte dall'European Banking Authority (EBA: vale a dire l'organismo creato a livello di Unione Europea per la vigilanza sul settore bancario) nell'individuazione delle necessità di capitale delle banche europee. I criteri adottati dall'EBA continuano a sottopesare i rischi legati all'investimento in titoli illiquidi (particolarmente presenti nei bilanci delle banche tedesche e francesi e principale causa della recente crisi di DEXIA che ha richiesto l'intervento statale), ma in compenso, hanno attribuito particolare rilievo al rischio - paese, svalutando i titoli di stato dei paesi per i quali il finanziamento del debito pubblico presenta maggiori criticità, con risultati molto penalizzanti per le banche italiane e spagnole, per le quali sono state individuate necessità di capitale decisamente più elevate di quelle delle altre banche dei maggiori paesi europei.

Una ulteriore necessità di rafforzamento del capitale è stata poi ravvisata per le cosiddette banche sistemiche (SIFI: vale a dire quelle banche la cui eventuale crisi può produrre effetti negativi sul sistema finanziario globale) che, in base alle regole elaborate dal Comitato di Basilea nel novembre 2011, devono dotarsi di un *buffer* di capitale aggiuntivo rispetto all'entità determinata sulla base dei criteri comuni agli altri intermediari finanziari.

Come ha osservato De Cecco in un recente articolo pubblicato su Il Sole - 24 ore dal titolo "Una divinità chiamata Cor. Tier 1", l'attenzione dei regolatori, dopo lo scoppio della crisi finanziaria, si è concentrata eccessivamente sul rafforzamento del capitale delle banche, con l'adozione di criteri discutibili nella determinazione delle necessità di capitalizzazione e con effetti che finiscono col paralizzare l'attività tipica delle banche commerciali



BANCA UNIVERSALE E BANCA COMMERCIALE

di erogazione del credito in un momento nel quale il superamento della fase recessiva che l'Europa sta attraversando richiederebbe un forte sostegno da parte del sistema creditizio.

In compenso risultano trascurati o, quanto meno, non adeguatamente valutati altri rischi che hanno avuto un ruolo determinante nei dissesti bancari di questi anni: vale a dire i rischi legati alla carenza di liquidità e all'eccesso di leva finanziaria.

Emblematica è la vicenda di DEXIA che era uscita dagli *stress test* richiesti dall'EBA in posizione di preminenza, con un livello di capitalizzazione tra i più elevati (Core Tier 1 di oltre il 12%), ma ha pagato le conseguenze di un altissimo indebitamento e dell'elevata presenza nel proprio patrimonio di una enorme quantità di titoli illiquidi (pari a 2,5 volte il patrimonio) che ha contribuito, insieme ad una situazione di mercato non favorevole al *funding* bancario, a produrre quella situazione di carenza di liquidità della banca che ha imposto il necessario ricorso all'intervento dello stato.

Per quanto riguarda la leva finanziaria, è lo stesso Comitato di Basilea, nello Schema di regolamentazione di Basilea 3 del dicembre 2010, aggiornato al giugno 2011, a riconoscere che "una delle caratteristiche di fondo della crisi è stato l'accumulo di un eccessivo grado di leva finanziaria", anche in presenza di robusti coefficienti patrimoniali basati sul rischio, e a proporre l'introduzione di un indice di leva finanziaria (*leverage ratio*) non basato sul rischio e calibrato in modo da rappresentare una misura supplementare integrativa rispetto ai requisiti basati sul rischio.

Pertanto, non può non destare perplessità il modo con il quale questi problemi vengono affrontati nella nuova proposta di direttiva sui requisiti di capitale (la c.d. CRD IV) elaborata dalla Commissione Europea nel luglio del 2011.

Viene introdotta la previsione di un indice di copertura della liquidità (*liquidity coverage ratio*), ma se ne rinvia l'esatta calibrazione e determinazione al 2015 dopo un periodo di osservazione nel corso del quale viene proposta l'adozione di una indicazione provvisoria determinata con l'applicazione di particolari criteri di *stress test*.

Ancor più cauto (e deludente) è il modo con cui viene affrontato il tema della leva finanziaria in merito al quale viene previsto soltanto un monitoraggio in vista dell'introduzione di un requisito vincolante a partire dal 2018.

L'impressione che si ricava è che non si sia voluto pregiudicare gli interessi di diversi ed importanti istituti bancari, soprattutto tedeschi e francesi, che operano con una leva finanziaria molto elevata (in taluni casi addirittura doppia rispetto a quella delle maggiori banche italiane) costringendoli nell'immediato ad una drastica riduzione dell'indebitamento e/o dei loro attivi a rischio.

Infine, ancora molto timidi e inadeguati sono stati gli interventi dei regolatori volti a regolamentare e contenere quel c.d. sistema bancario ombra



costituito dalle negoziazioni di titoli e derivati al di fuori dei mercati regolamentati che il Financial Stability Board ha recentemente stimato in un ammontare di oltre 50 mila miliardi di dollari, pari a circa la metà del valore stimato del sistema bancario tradizionale e addirittura superiore ai volumi anteriori alla crisi finanziaria (la proposta di CRD IV si limita a prevedere incentivi alla creazione di *clearing house* che permettano di ridurre i rischi di controparte attraverso un meccanismo di automatica compensazione degli obblighi dei partecipanti derivanti dalle operazioni eseguite su un determinato mercato).

Volendo trarre qualche conclusione dal quadro così delineato, mi sentirei di affermare che allo stato non sembra possibile (e forse nemmeno auspicabile) che si operi una netta separazione, sotto il profilo dell'attività consentita, tra banca commerciale e banca di investimento se non dal lato della raccolta di depositi dalla clientela *retail* che dovrebbe essere unicamente riservato alle banche commerciali. Mi parrebbe, invece, opportuno rivedere i criteri di ponderazione dei rischi penalizzando maggiormente, in termini di assorbimento di capitale, le attività di *trading* proprietario da parte delle banche commerciali per far sì

che le attività di *investment banking* che queste ultime svolgono siano essenzialmente quelle al servizio della clientela e a supporto dell'attività creditizia e di gestione dei patrimoni della clientela.

Nello stesso tempo, però, occorre evitare che ai maggiori controlli cui sono sottoposte le banche commerciali in funzione di tutela dei depositanti si contrapponga un regime di eccessiva libertà e di assenza di regole nell'assunzione dei rischi per le banche di investimento la cui crisi, come si è dimostrato con il caso Lehman Brothers, può avere gravi effetti sistemici.

Occorre introdurre, anche per queste istituzioni finanziarie, regole severe in tema di liquidità e di leva finanziaria e per disciplinare e contenere l'attività in derivati.

Ma soprattutto è indispensabile individuare e condividere regole comuni ad evitare arbitraggi normativi (vale a dire la scelta dell'istituzione finanziaria di operare in quei mercati nei quali vigono le regole meno severe) che finirebbero per vanificare l'efficacia della regolamentazione. È questo il difficile compito che i regolatori si trovano ad affrontare in un mercato globale (come è quello finanziario) nel quale, però, ciascun paese (e in particolare quelli anglosassoni in cui sono collocate le maggiori piazze finanziarie) appare riluttante a rinunciare a quelle prerogative che possono favorire i propri mercati e campioni nazionali.

Quando si saranno calmate le acque e le turbolenze che ancora affliggono i mercati finanziari si saranno attenuate, all'Unione Europea si porrà un altro difficile compito: individuare gli strumenti regolamentari più adeguati per ristabilire un corretto funzionamento concorrenziale del mercato bancario, eliminando o, quanto meno, contenendo le distorsioni competitive prodotte dagli aiuti di stato di cui le banche britanniche, tedesche e francesi hanno abbondantemente fruito rispetto alle banche degli altri paesi, tra cui certamente quelle italiane, che hanno saputo affrontare la crisi senza ricorrere all'intervento dello stato. Se non si sarà in grado di operare le necessarie perequazioni, il funzionamento concorrenziale del mercato bancario ne risulterà notevolmente pregiudicato e l'Unione Europea avrà mancato ad uno dei compiti fondamentali che, nel campo dell'economia, il Trattato istitutivo le affida.



CRISI FINANZIARIA E BANCHE D'AFFARI



Sido Bonfatti, Ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia

Crisi finanziaria e banche d'affari

1. Il tema di questa conversazione è incentrato sull'interrogativo, *se, come, ed in quale misura* le "banche d'affari" abbiano contribuito ad innescare, o ad aggravare, od a qualificare, la crisi finanziaria che ha colpito l'economia mondiale a far tempo dall'anno 2008.

Per rispondere a queste domande mi pare necessario chiarire (almeno) due profili preliminari: a) come si è manifestata la crisi finanziaria; e b) che ruolo hanno avuto, in tale frangente, le "banche d'affari" (alle quali accomunerò, per esigenze di semplificazione, le banche che sono definite "banche di investimento").

È opinione largamente diffusa che a far tempo dagli anni '80 il mondo finanziario si è trovato al crocevia di una serie di eventi straordinariamente favorevoli, che hanno generato: a) crescita economica; e b) forti profitti nell'industria finanziaria.

Hanno contribuito a tale fenomeno fattori politici di carattere internazionale e fattori legati alle politiche monetarie nazionali, con specifico riguardo alla politica monetaria della banca centrale statunitense (*Federal Reserv System: FED*).

Sotto il primo profilo si devono considerare, con particolare attenzione: a) gli effetti della *caduta del muro di Berlino*; b) l'accelerazione della crescita economica dei Paesi del Sud Est Asiatico (le "Tigri" asiatiche); e c) l'apertura della Cina al commercio internazionale ed il suo avvio ad una economia di mercato.

Questi eventi hanno generato opportunità straordinarie per la crescita delle attività finanziarie, in quanto: a) l'abbattimento del muro di Berlino ha offerto un mondo intero da convertire al capitalismo: milioni di nuovi potenziali clienti ai quali offrire prodotti finanziari ai quali fino ad allora non avevano potuto avere accesso; b) lo sviluppo economico dei Paesi del Sud Est Asiatico e l'apertura alla concorrenza dell'economia cinese hanno stimolato l'innovazione finan-

ziaria, con la creazione di nuovi strumenti finanziari funzionali a facilitare la raccolta di capitali ed a gestire efficacemente i rischi finanziari (da cui la ideazione degli strumenti finanziari cc.dd. "*derivati*" - *swap; options; futures* -).

Sotto il profilo degli effetti delle politiche monetarie adottate dalle banche centrali, con particolare riguardo a quella adottata dalla banca centrale americana, si può osservare che la FED ha avviato una politica funzionale a creare una grande quantità di liquidità monetaria, riducendo drasticamente l'entità dei tassi di interesse dei prestiti concessi alle istituzioni finanziarie.

Ciò ha portato a rendere il credito *sempre più facile e sempre meno costoso*: ma a lungo andare il "*credito facile*" ha originato le tre "bolle" speculative che sono state alla base della crisi finanziaria globale: a) la "bolla" dei mercati azionari, favorita dall'accesso agli investimenti di Borsa anche dei piccoli risparmiatori (sono note le crisi azionarie che hanno colpito i *titoli tecnologici* nei primi anni duemila); b) la "bolla" delle operazioni di fusione ad acquisizione, favorita dalla possibilità di ottenere a basso costo ingenti mezzi finanziari con i quali "scalare" imprese fortemente patrimonializzate, la cui incorporazione nella società "scalatrice" consentiva a quest'ultima di rimborsare i finanziamenti ottenuti per effettuare la "scalata", a spese del patrimonio della società (conquistata, e poi) incorporata; c) la "*bolla*" immobiliare.

2. L'obiettivo della politica del "credito facile" praticata dalla banca centrale americana era quello di *sostenere la espansione dei consumi delle famiglie americane*, anche *oltre* il reddito goduto dalle stesse, con l'aiuto dell'indebitamento a basso costo.

Grazie al "credito facile" le famiglie americane si sono trovate a *consumare più di quanto guadagnassero*, generando un fenomeno nazionale in forza del quale gli Stati Uniti hanno vissuto al di sopra dei propri mezzi, "*scaricando*" tale equili-

100. Dopo due anni, con il debito sceso ad 85, ma con il valore della casa salito a 150, la stessa famiglia contraeva un finanziamento di 135, pagava il debito precedente, e si trovava (con la casa a mutuo e) una disponibilità liquida di 50 da investire nella nuova automobile, in titoli azionari, ecc.

Questa politica monetaria non è necessariamente sbagliata, *sino a quando le operazioni di carattere finanziario mantengono una relazione con la realtà economica sottostante*. Ma la innovazione finanziaria ha una doppia anima: *da una parte*, migliora l'efficienza del sistema finanziario internazionale, perché offre nuove strumenti per la raccolta di capitali e nuovi strumenti per la gestione di una variegata tipologia di rischi finanziari (di tassi di interesse; di tassi di cambio; di solvibilità della controparte); *ma dall'altra parte*, l'innovazione finanziaria introduce germi di *instabilità* del settore finanziario, dal momento che: a) l'acquisto di prodotti finanziari può essere originato non soltanto da esigenze di protezione da (effettivi) rischi finanziari, ma anche da *scopi puramente speculativi* (non risultando sottostante allo strumento finanziario alcuna effettiva operazione economica destinata a generare veri flussi finanziari); b) la valutazione di prodotti finanziari complessi (i "derivati" nelle varie configurazioni ideate) può divenire particolarmente difficoltosa, e generare rischi inediti; e c) la struttura delle imprese e la cultura finanziaria delle famiglie possono rivelarsi inadeguate a gestire strumenti finanziari sempre più complessi e sofisticati.

3. In questo contesto, ci si deve ora domandare come hanno operato le banche d'affari e le banche di investimento.

Non è difficile comprendere come in una situazione di bassi tassi di interesse, i profitti delle banche non potessero più derivare principalmente dalla tradizionale attività di *erogazione del credito*: se il tasso di interesse praticato sui prestiti si appiattisce sull'1%, è chiaro che alla banca, una volta pagati i propri costi di struttura, e la pur scarsa remunerazione di coloro dai quali ha acquisito le disponibilità da prestare ai clienti, non rimane alcun margine.

Di qui la forte propensione a sviluppare i prodotti *finanziari*, più che i prodotti *creditizi*, con l'obiettivo di: a) conseguire ricavi attraverso la applicazione di *commissioni* sulle operazioni finanziarie poste in essere; b) *trasferire il rischio* sui sottoscrittori degli strumenti finanziari apprestati per l'approvvigionamento di liquidità dei propri clienti; e c) ridurre l'ammontare dei capitali necessari ad esercitare la propria attività, essendo questi correlati all'entità dei rischi *direttamente* assunti dalla banca (con la concessione del credito), e non a quella dei rischi *intermediati* (con la organizzazione di operazioni di raccolta di capitali attraverso la emissione di strumenti finanziari *sottoscritti da terzi*).

In questo modo si è assistito alla crisi di un modello organizzativo (quello della "banca commerciale") soppiantato da un modello organizzativo più moderno (la "banca di investimento").

La "banca commerciale" mantiene relazioni con decine di migliaia di clienti, anche "al minuto" (*retail*), e per ciò ha bisogno di centinaia di filiali e di migliaia di dipendenti.

La "banca d'investimento" ha relazioni (di volta in volta) con un numero di (grossi) clienti limitato; non ha bisogno di filiali per compiere operazioni come il pagamento delle utenze, il pagamento degli stipendi, eccetera (che non fa); non ha clienti *retail* per raccogliere le liquidità necessarie per effettuare investimenti finanziari, ma si indebita presso un numero limitato di altre imprese bancarie (*mercato interbancario*), giovan-





dosi, all'epoca che stiamo qui considerando, dei bassi tassi di interesse presenti sul mercato.

La "banca di investimento" non trae i propri profitti dalla "forbice" tra i tassi passivi (che paga ai suoi clienti depositanti) ed i tassi attivi (che percepisce dai suoi clienti affidati) - anche perché non ci può essere "forbice" apprezzabile se il tasso di interesse si aggira sull'1%. Essa trae i propri profitti dalle *commissioni* che percepisce per la organizzazione di operazioni di emissione di strumenti finanziari (azioni; obbligazioni) che vengono *collocate* presso il pubblico degli investitori e dei risparmiatori, quindi al di fuori del patrimonio della banca d'investimento.

Al momento della dichiarazione di default di NORTHERN ROCK, la raccolta della banca presso propri clienti era minima. La banca aveva raccolto ingentissime somme sul mercato dell'interbancario, a basso costo, senza godere neppure di adeguate linee di credito formalizzate. Presentava 34 miliardi di dollari di debiti scadenti entro tre mesi, fronteggiati da soli 8 miliardi di attività prontamente liquidabili.

4. L'accento al *default* di NORTHERN ROCK suggerisce di fare una osservazione sul c.d. "rischio di controparte", all'interno del mercato finanziario.

Il "rischio di controparte" è quello legato alla solvibilità (meglio: alla *liquidità*) dell'intermediario finanziario con il quale si intrattengono rapporti di rilievo.

In un contesto nel quale l'insolvenza (meglio: la illiquidità) di uno o più intermediari finanziari minaccia la solvibilità (meglio la liquidità) anche degli altri intermediari con i quali i primi presentano relazioni finanziarie rilevanti, si può generare un "rischio sistemico".

Tutte le legislazioni dei Paesi sviluppati presentano degli strumenti normativi volti a contenere e governare il "rischio sistemico": *ma non nei confronti di tutti gli intermediari finanziari*.

Negli Stati Uniti, all'epoca di cui ci stiamo interessando, soltanto le "banche commerciali" erano soggette a disciplina di Vigilanza prudenziale (gestite dalla *Federal Deposit Insurance Company - FDIC* - e dalla *Federal Reserve System - FED* -). Per le banche commerciali queste Agenzie avevano disciplinato, per le situazioni di "crisi", delle Procedure assimilabili a quelle dell'Amministrazione Straordinaria delle banche in Italia, che comportano il "commissariamento" della banca in crisi ed il ricorso a strumenti di sostegno governativo, anche finanziario.

Non erano però soggette a tale disciplina di Vigilanza prudenziale le banche d'investimento, quali: **Merrill Lynch; Morgan Stanley; Goldman Sachs; Bear Stearns; Lehman Brothers**.

5. Torniamo al tema delle attività delle banche d'affari in un contesto finanziario di "credito facile".

Le banche finanziarie (americane, dapprima), hanno fortemente sviluppato le attività di *collocamento presso il pubblico* delle emissioni di capitale (o di debiti) - poste in essere dalle im-

prese per sostenere finanziariamente le proprie attività -, con il risultato di: a) conseguire cospicui ricavi per le commissioni applicate alle operazioni di collocamento; b) *trasferire il rischio del sostegno finanziario alle imprese su "terzi"* (i sottoscrittori dei titoli azionari scambiati in Borsa, o i sottoscrittori dei prestiti obbligazionari emessi dalle imprese); e c) ridurre drasticamente l'entità del capitale necessario per l'esercizio della propria attività, che deve essere rapportato alla entità dei rischi assunti dalla banca *direttamente* ("sui propri libri"), e non dei rischi *intermediati*.

Le banche d'affari americane si sono trasformate in grandi hedge funds ("fondi speculativi") basati sull'elevato indebitamento a basso costo.

Infatti il *know how* sviluppato attraverso le operazioni di collocamento presso il pubblico delle emissioni azionarie ad obbligazionarie delle imprese ha finito con lo spingere le banche di investimento a porre in essere anche *investimenti finanziari diretti* nei titoli emessi dalle imprese, *assumendo posizioni speculative in proprio*.

Parallelamente l'innovazione finanziaria delle banche di investimento creava nuovi prodotti, funzionali a collocare presso il pubblico attività di rischio che le imprese (le stesse imprese finanziarie, come le banche) avevano originariamente assunto in proprio. Nascono così i mercati delle "cartolarizzazioni" (*securitization*).

La operazione di "cartolarizzazione" è rivolta a trasformare i prestiti che le imprese (bancarie e finanziarie) hanno concesso ai propri clienti in titoli, che poi vengono collocati sul mercato degli investitori finanziari (e poi dei risparmiatori), *trasferendo a costoro il rischio originariamente insito nel prestito effettuato a favore di un cliente* (meglio: un insieme di clienti).

Si ipotizzi che una banca commerciale abbia in essere un numero elevato di mutui ipotecari con caratteristiche omogenee per clienti (per es., professionisti); per destinazione (per es., acquisto della prima casa); per importo (per es., da 300.000,00 euro a 500.000,00 euro); e per durata (per es., da 8 a 12 anni).

La rischiosità di questi mutui si presta ad essere valutata con strumenti statistici, vista anche la consistenza della garanzia (ipoteca sull'abitazione finanziata).

Questo insieme di mutui viene venduto, per un prezzo complessivo rappresentato dalla somma di tutti i relativi debiti residui, ad una società di nuova costituzione, fondata proprio per questo scopo (*Special Purpose Vehicle: SPV*).

La società, per procurarsi i mezzi con i quali pagare l'acquisto dei mutui, emette dei titoli obbligazionari, il cui valore dipendente dal valore dei mutui acquistati dal SPV, ed il cui rimborso è legato al rimborso dei mutui sottostanti.

Con la "provvista" raccolta tramite l'emissione obbligazionaria, la SPV paga alla banca il prezzo dei mutui acquistati.

In questo modo:

- la banca commerciale interessata dall'operazione si è liberata dal rischio della solvibilità dei propri (ex) mutuatari;
- la banca d'affari ha incassato le commissioni per la organizzazione della operazione di "cartolarizzazione"
- la banca commerciale più impiegare il prezzo incassato nella erogazione di un altro stock di mutui ipotecari omogenei per importo, durata, destinazione, eccetera;
- la banca d'affari può organizzare un'altra operazione di "cartolarizzazione", guadagnare altre commissioni, eccetera eccetera.

Nel frattempo, i mutui ipotecari, che sono strumenti "illiquidi" per definizione (considerati singolarmente, comportano il rischio che se il mutuatario non paga occorre attendere i tempi della espropriazione forzata della casa ipotecata per conseguire il rimborso del mutuo), una volta "impacchettati" in uno stock, si trasformano, con la "cartolarizzazione", in titoli, che sono strumenti finanziari facilmente liquidabili, che i rispettivi possessori possono vendere e rivendere più volte, facendoli circolare per il mondo finanziario.

6. Le banche d'affari quindi sviluppano le operazioni di *collocamento* per le imprese che necessitano di nuove disponibilità finanziarie.

Le banche d'affari nel contempo sviluppano le operazioni di *cartolarizzazione* per le banche commerciali che vogliono rendere liquidi i loro attivi impiegati in mutui ipotecari.

La "benzina" per alimentare i due motori finanziari deriva principalmente:

- dalle operazioni di *leverage buy out* (acquisizione con indebitamento: una società si indebita per comprarne un'altra, che poi incorpora per utilizzarne il patrimonio a ripagamento del debito contratto);
- dai mutui *subprime* (mutui ipotecari erogati a soggetti privi di una adeguata capacità di reddito per rimborsare il mutuo, se non nella prospettiva di stipulare un nuovo mutuo di importo superiore - grazie all'apprezzamento dell'immobile ipotecato -, con il quale rimborsare il primo).

Le attività di investment banking in America, che rappresentavano mediamente il 3% del PIL, raggiungono nel 2008 la percentuale del 20% del PIL.

7. Ciò che abbiamo rapidamente passato in rassegna ci consente di farci una idea delle ragioni della degenerazione della attività finanziaria, che ha portato alla crisi che oggi tutti conosciamo. Siamo in condizione di rispondere alle domande:

- quanto si è sviluppata l'attività finanziaria che ha condotto alla crisi;
- dove si è sviluppata
- come si è sviluppata, constatando che:
 - si è sviluppata troppo, perdendo la relazione con la realtà economica sottostante;
 - si è sviluppata in terreni esterni alla regolamentazione tradizionale (quella alla quale erano soggette le banche commerciali che erogavano credito direttamente ai clienti ed erano esposte direttamente al rischio della loro insolvenza);

- si è sviluppata *cambiando natura*, passando dall'assolvimento di funzioni "virtuose" (la protezione contro rischi finanziari: di tasso, di cambio, di solvibilità all'asservimento ad una funzione di *sostegno della speculazione finanziaria diffusa*).

Se ci si domanda "di chi è la colpa", non la si può attribuire interamente alle banche: anche gli investitori, risparmiatori o "professionisti", hanno le loro colpe, avendo spesso mirato a guadagni facili, non collegati alle realtà economiche di riferimento.

Ma alle banche d'affari ed alla loro attività di innovazione finanziaria possano certamente essere imputati:

- l'aver creato prodotti finanziari "ammaliati", che hanno indotto le famiglie a considerare accettabili dei rischi che risultavano oggettivamente insostenibili;
- l'aver indotto gli investitori a sottoscrivere titoli sempre più complessi, senza comprenderne più la effettiva componente di rischiosità ("titoli tossici").

Sono esempi del primo fenomeno i mutui ipotecari per l'acquisto dell'abitazione con una durata lunghissima; a tassi variabili per presentare delle rate iniziali di importo poco elevato; oppure rinegoziabili nelle caratteristiche tecniche senza penali; oppure con periodi di "preammortamento" nel quale venivano pagati solo gli interessi e nessuna porzione del capitale rinegoziabili nelle caratteristiche; concessi per importi superiori al 100% del valore dell'immobile ipotecato, per finanziare anche l'acquisto (a debito) dell'arredamento, degli elettrodomestici, eccetera.

Sono esempi del secondo fenomeno, le tecniche di "cartolarizzazione" di secondo e successivo livello (titoli derivanti da operazioni di *securitization* a loro volta "impacchettati", venduti in stock ad ulteriori SPV, finanziati grazie alla emissione di nuovi titoli e il loro collocamento sul mercato), che hanno fatto sì che soltanto la banca d'affari organizzatrice dell'operazione di "cartolarizzazione" potesse avere le informazioni necessarie ad acquisire una consapevolezza accettabile della relazione tra i titoli negoziati ed il "paniere" originario di mutui sottostanti.

8. La crisi finanziaria è tuttora in atto, e le "cure" variamente proposte non sono ancora state idonee a debellarla.

Indubbiamente occorrerà pretendere che gli intermediari finanziari acquisiscano livelli di patrimonializzazione non solo collegati con i rischi assunti in via diretta. Probabilmente sarà necessario pretendere che nelle attività di collocamento gli intermediari finanziari assumano in proprio, almeno per una parte e/o almeno per un determinato periodo, il rischio di insolvenza dell'emittente. Pare certo che non si possa prescindere da un ritorno a strumenti finanziari (più) standardizzati, con espliciti limiti alla innovazione finanziaria sfrenata, allo scopo di favorire una migliore valutazione della effettiva rischiosità degli strumenti finanziari di volta in volta immessi sul mercato e negoziati al pubblico.