

Crisi finanziaria: quali regole per la banca?

Il 19 marzo 2010, presso la sede di Firenze della Cassa di risparmio di S. Miniato, si è tenuto un incontro di studio, organizzato dal Ce.di.b. e dalla rivista, sul tema: "Crisi finanziaria: quali regole per la banca?". All'incontro, presieduto dal prof. Antonio Piras, dell'Università di Pisa, sono intervenuti: i prof. Franco Belli, Claudio Boido e Vittorio Santoro, dell'Università di Siena; la prof.ssa Lucia Calvosa, dell'Università di Pisa; il prof. Matteo Mattei Gentili, dell'Università di Pavia; il prof. Gaetano Presti, dell'Università Cattolica di Milano; l'avv. Giuseppe Carriero, dell'ISVAP; i prof. Marina Brogi, Pietro Giovannini e Alessandro Nigro, della Sapienza Università di Roma.

Ne pubblichiamo gli atti.

Indirizzi di saluto

LUCIA CALVOSA

Buonasera a tutti. Porgo il saluto della Cassa di Risparmio di San Miniato SpA a tutti gli intervenuti, ed esprimo il ringraziamento per avere avuto come Cassa il privilegio di potere ospitare l'incontro odierno, che per qualità dei relatori e per attualità del tema onora la nostra banca. Per sottolineare l'importanza di questo incontro, se ancora ve ne fosse bisogno, mi piace ricordare ciò che ha detto recentemente all'Europarlamento il commissario francese Barnier, il quale ha sottolineato che l'economia ha bisogno dei mercati, e la finanza per essere competitiva ha bisogno di nuove regole, di regole tese a garantire la stabilità, l'innovazione, e ad assicurare, o meglio a ripristinare la fiducia che la crisi ha fatto venir meno. Le nuove regole sulle quali oggi ci intratteranno gli illustri relatori dovranno quindi indicare le condizioni per fare emergere un settore finanziario solido, stabile, sano, capace di finanziare l'economia reale. E allora la riforma dei mercati, che, come ha sottolineato il governatore Draghi, deve passare attraverso una regolamentazione

sistemica, avendo delle implicazioni sistemiche, sarà appunto necessaria come rimedio, diciamo così, al dopo crisi, e al tempo stesso per prevenire crisi future.

Quindi ascolteremo con grande interesse i relatori odierni, che io ringrazio; ma consentitemi un ringraziamento particolare al professor Alessandro Nigro, che è il vero organizzatore del convegno, perché io mi sono limitata a mettere a disposizione i locali della banca, e devo dire con grande piacere e soddisfazione, perché sono certa che i lavori odierni saranno proficui.

ANTONIO PIRAS

Signore e signori, colleghi e amici, assumo la presidenza di questo incontro di studio, che ci porterà ad esaminare un tema di grande attualità quale quello della crisi, e delle regole da individuare per prevenire le crisi e per far fronte alle crisi, ove si siano già verificate. Una qualche considerazione preliminare può essere questa: in primo luogo, sono previste nove, dieci relazioni, considerando sia l'introduzione sia le considerazioni conclusive, o direi finali, del professor Nigro; quindi pregherei coloro che prenderanno la parola di contenere il loro intervento nell'arco di una ventina di minuti. Forse questo ci consentirà di trattare tutti gli argomenti. Argomenti dei quali alcuni sono di carattere generale, come quello su pubblico e privato nell'attività bancaria; e altri sono di carattere più specifico. Pubblico e privato nell'attività bancaria: è come parlare dell'immortalità dell'anima, parlare dell'esistenza di Dio, parlare dell'arte; che cos'è il pubblico e che cos'è il privato nell'attività bancaria? Ma nell'affrontare questo argomento, noi abbiamo la fortuna di avere qui oggi due figli d'arte, dirò così: il primo è il professor Nigro, il quale professor Nigro non solo si è occupato, ormai da diversi anni, di queste tematiche, di questi argomenti; ma è figlio del grande Mario Nigro, il quale ha scritto molti anni fa, nel '69, un libro che io non esito a qualificare, a definire aureo, *Profili pubblicistici del credito*, nel quale tutti ci siamo formati e ci siamo abbeverati. Un altro figlio d'arte è il professor Franco Belli, il cui Maestro è stato il professor Paolo Vitale, che nel 1977 ha scritto un altro aureo libro, intitolato *Pubblico e privato nell'ordinamento bancario*. Quindi consentimi di considerare anche te, caro Franco, figlio d'arte! Ecco, poi ci sarà la trattazione degli argomenti specifici: il rischio degli investimenti, il rischio di credito, banche e derivati. Stanotte, in una pausa d'insonnia, che da qualche tempo a questa parte mi capita sempre più spesso, ho sentito alla televisione su Rai Tre un servizio sui prodotti

finanziari islamici; non ho capito in realtà di che cosa si tratta, ma certo è che si stanno profilando all'orizzonte anche questi prodotti finanziari islamici, coi quali credo che prima o poi dovremo fare i conti; può darsi che siano più sicuri dei nostri. Ricordate d'altra parte che il ministro Tremonti ebbe a dire che una delle ragioni per le quali il sistema bancario italiano si era retto e si era salvato rispetto ad altri sistemi era dovuta al fatto che i banchieri italiani non sanno l'inglese, e quindi non sapendo l'inglese... non si è avventurato in questo terreno scivoloso, come hanno fatto altri. Comunque questo argomento è un argomento di grande attualità sotto molti profili, basta aprire i giornali e vedere anche quello che è successo in questi giorni a Milano per essere consapevoli di ciò.

Argomenti vari, bisogna fissare dei paletti; e credo che i paletti ce li fisserà, nella sua introduzione, il professor Nigro, che ci dirà qual è il significato di questo incontro, e quali sono le tematiche e gli argomenti che verranno oggi trattati.

Introduzione

ALESSANDRO NIGRO

Debbo subito dissipare equivoci e rimuovere preoccupazioni. Sicuramente, non intendo svolgere qui due relazioni, come potrebbe sembrare da quello che è scritto sul programma e da quanto ha detto il collega e amico Nino Piras. Terrò una (breve) relazione conclusiva; per quanto riguarda l'introduzione mi limiterò a qualche battuta, diciamo così, di "ambientazione".

Prima di tutto, però, i doverosi ringraziamenti. Ringraziamenti che vanno, per cominciare, agli organizzatori. La professoressa Calvosa ha minimizzato il suo ruolo: in realtà, senza il suo aiuto e quello della Cassa di S. Miniato non avremmo potuto realizzare l'iniziativa; a lei va quindi la sentita riconoscenza per la generosità e la piena disponibilità che ha assicurato in questa circostanza. Del pari, la Casa editrice Pacini ha collaborato in maniera decisiva alla realizzazione di questo incontro: anche ad essa va la nostra sentita riconoscenza. Ringraziamenti sono dovuti, poi, ai relatori per avere accettato di buon grado, direi quasi con entusiasmo, di partecipare all'iniziativa, affrontando anche il fastidio e il peso di una "trasferta". E infine un ultimo, ma non meno sentito, ringraziamento va a chi è presente per assistere all'incontro, anche qui in taluni casi assoggettandosi al fastidio ed al peso di un viaggio più o meno lungo.

Come dicevo, poche battute introduttive, intese soprattutto a rispondere a due domande che mi sono state poste: il perché di questo incontro; il perché della scelta del tema indicato nel programma.

Da molto tempo il Centro studi, il CEDIB, e la rivista non organizzavano incontri, seminari o iniziative analoghe, che invece in un primo periodo avevano caratterizzato la vita di queste due entità, fra di loro strettamente connesse. È capitato di ragionare con la Casa editrice Pacini sulle cose che si potevano fare per arricchire il ruolo della rivista. Ne è nata l'idea di organizzare, appunto, un incontro di studio, anche nella prospettiva (perché no?) di ripeterlo, su temi volta a volta diversi, nei prossimi anni. Come tutti sanno, sempre più frequente è il caso di convegni che hanno assunto nel tempo una cadenza annuale, divenendo una sorta di appuntamento fisso per gli specialisti, atteso con sempre maggiore interesse e vissuto con sempre maggiore partecipazione. E chissà che non sia possibile realizzare qualcosa del genere anche nel nostro caso.

La scelta, poi, del tema. Si è trattato di una scelta quasi obbligata. La crisi che ci ha colpito – crisi finanziaria e successivamente crisi economica – è ormai al centro dell'attenzione in tutti i contesti ed a tutti i livelli. Essa si rivela sempre più – ho già avuto occasione di dirlo in altra sede – come il frutto di un autentico e generalizzato fallimento: un fallimento del mercato, che si è dimostrato strumento assolutamente inidoneo a governare, assorbire e compensare comportamenti anomali e devianti; un fallimento delle regole, che si sono dimostrate non in grado di prevenire quei comportamenti o di limitarne le conseguenze dannose; un fallimento dei soggetti regolati, che hanno dimostrato di non sapere neppure far bene il proprio mestiere; un fallimento dei regolatori, che hanno mostrato di essere stati colti assolutamente di sorpresa dalla crisi. Proprio perché è frutto di un fallimento generalizzato, la crisi impartisce, io credo, un insegnamento fondamentale. Occorre che tutti – governi, parlamenti, regolatori, operatori, studiosi – si sottopongano ad un autentico “bagno di umiltà”: nel senso che è necessario, a tutti i livelli, ripensare ogni cosa dall'inizio, senza idee precostituite, schemi preconcepi, tabù e così via; che è necessario, in particolare, riconsiderare e rivedere tutte le regole. Magari per arrivare a concludere che quello in cui siamo stati fin qui immersi è il migliore dei mondi possibili, come diceva Pangloss nel famoso *Candide*; però arrivandoci all'esito di un itinerario chiaro e compiuto.

È, questo, un processo indispensabile – ripeto – a tutti i livelli e in tutti i campi coinvolti dalla crisi: lo è soprattutto per quel che riguarda le banche e la loro attività, visto che proprio nelle banche e nel modo in

cui hanno svolto la loro attività sono rintracciabili le cause della crisi.

Quale tema migliore, allora, per una rivista che proprio della regolazione dell'attività bancaria principalmente si occupa?

La scelta, infine, dei profili specifici da trattare nell'incontro. Anche qui la scelta è stata in qualche modo necessitata. Quelli individuati sono i profili critici di maggior rilievo nel quadro della tematica generale della posizione e della regolamentazione delle banche in relazione alla crisi finanziaria: è innegabile, mi sembra, che oggi si debba discutere o ridiscutere dei connotati pubblicistici che, piaccia o meno, continuano a contraddistinguere l'attività bancaria; del rischio di credito e della sua cedibilità; del rischio degli investimenti da parte delle banche; dei derivati. Sono profili critici importanti, che si sono ormai imposti all'attenzione dovunque e comunque. È di qualche giorno fa la notizia che al Senato degli Stati Uniti il presidente Obama ha portato, o porterà, un progetto di regolamentazione dove si tratterà della distinzione tra banche d'investimento e banche commerciali, del problema di evitare l'assunzione di rischi eccessivi da parte delle banche, e via discorrendo. La questione dei derivati, poi, si pone ormai su un piano di assoluta emergenza.

Certo, si sarebbero potuti considerare altri profili critici: penso a quello del conflitto di interessi, a quello della struttura dei "regolatori", a quello del controllo sulle agenzie di *rating*, a quello della struttura degli incentivi (leggi: remunerazione) per i *managers* e così via. Ci è sembrato però che quelli scelti fossero, comparativamente, i profili più importanti.

Tra l'altro ho l'impressione che alcuni dei profili a cui ho appena fatto riferimento vengano, negli attuali dibattiti sulla crisi, usati spesso come diversivo, per stornare l'attenzione da altri profili. Ciò è avvenuto e sta avvenendo, mi pare di poter dire, con riguardo, per esempio, al problema della remunerazione dei *managers*, in taluni momenti particolarmente enfatizzato: un problema che è certamente importante e delicato, ma che, mi pare di poter dire, nel sistema finanziario globalmente considerato concerne un aspetto non centrale.

Concludo, dicendo che non possiamo evidentemente pensare che da questo incontro, data anche la sua brevità, possano scaturire ricette o soluzioni definitive. Sono convinto però che da esso, come cantiere "aperto" di elaborazione di idee, possa venire un serio apporto alla riflessione sui profili critici considerati, anche e proprio sul piano della consapevolezza della necessità di affrontare quei profili. Spesso si ha la sensazione, in certi contesti, che ci sia una tendenza a ritenere che tutti questi, in qualche modo, siano discorsi essenzialmente accademici, che la crisi è stata un "incidente di percorso", quale può sempre accadere e

nella storia è accaduto altre volte, e che quindi non è il caso di drammatizzare. Io credo che se trasmetteremo un messaggio di consapevolezza della assoluta esigenza di ripensare appunto a fondo tutta la materia, avremo già soltanto per questo fornito un rilevante contributo all'approfondimento e alla soluzione dei problemi posti dalla crisi.

C'è l'esigenza fondamentale, io credo, di fare il massimo sforzo, di analisi e di proposta, per evitare che, in un futuro più o meno prossimo, la crisi possa riprodursi: ed il minimizzare i problemi non costituisce la premessa migliore per soddisfare quella esigenza.

Pubblico e privato nell'attività bancaria

FRANCO BELLÌ

Innanzitutto, grazie agli organizzatori di quest'incontro. A Firenze si viene sempre volentieri.

Rispetto ai pochi appunti che ho sottomano, Nino Piras mi ha spiazzato due volte. Certamente, ne sono contento perché mi sento in sintonia con lui. Però nello stesso tempo un po' mi dispiace, per i seguenti due motivi.

Anch'io intendevo prendere le mosse da i *Profili pubblicitici del credito* di Mario Nigro e da *Pubblico e privato nell'ordinamento bancario* di Paolo Vitale. Come tutti saprete, si tratta di saggi di grandissimo rilievo – apparsi in un'epoca in cui si stava infrangendo il sogno della programmazione economica – che prendendo in considerazione il credito per quello che è, cioè a dire un fattore non eliminabile dello sviluppo economico, riescono a ricucire, sul piano sia delle metodologie di analisi sia del linguaggio, “diritto” ed “economia”. Alcuni dei numerosi spunti contenuti in quelle due opere sono stati successivamente ripresi ed approfonditi; tuttavia, in linea generale e salvo rare eccezioni (penso specialmente a Gustavo Minervini), quella magistrale operazione di ricucitura ha faticato a trovare continuatori. Vuoi fra i giuristi, vuoi fra gli studiosi di economia e di tecnica bancaria.

Come già ha fatto Piras, anch'io volevo citare il ministro Tremonti, mettendolo a confronto – fatte le debite, ovvie distinzioni – con Mussolini, che nel 1933, in piena crisi, disse parole molto più ciniche delle sue: meno male che gli italiani non sono ancora abituati a mangiare due volte al giorno. Cinismo a parte Mussolini registrò un dato di fatto, più che comodo per la sua dittatura, mentre Tremonti si è limitato ad esprimere una speranza (anch'essa comoda, senz'altro, per l'attuale governo) o al

più una sua convinzione personale, del resto in evidente contrasto con altre sue convinzioni, che resta tutta da dimostrare; posto che per quanto riguarda la crisi e i suoi effetti siamo ancora al “caro babbo”, anche per chi resti prigioniero degli aspetti bancari e finanziari e sottovaluti il disastro che si va compiendo sul fronte dell’economia reale.

Nell’ottica di quanto ha detto Sandro Nigro, mettendo da parte i peana alle sorti magnifiche e progressive aperte dalla “nuova finanza” che ci torturano da decenni e tentando di ricominciare dal principio per vedere dove si arriva senza preconcetti, vorrei pormi la seguente domanda: fino a che punto le due categorie del “pubblico” e del “privato” (non dico solo in termini giuridici, del “diritto pubblico” e del “diritto privato”), che siamo avvezzi a considerare alla stregua di contrari, lo sono veramente? In altri termini: è possibile oggi, ma anche ieri, individuare uno spartiacque, gracile, ma ad ogni modo capace di tracciare una linea ragionevole di demarcazione tra queste due categorie? Ovviamente per fare questo bisognerebbe essere tranquilli sul significato sostanziale del termine pubblico per un verso e del termine privato per altro verso. Ma lo siamo veramente? Siamo sicuri su che cosa voglia veramente dire nella società, nell’evoluzione della società e quindi come concetto diacronico, il termine pubblico rispetto al termine privato, e viceversa? Io penso che qualche dubbio meriti di essere stanato e coltivato, quando si tratti soprattutto di economia, di impresa e di attività economica in generale, pur lasciando fuori per un attimo le banche e l’attività bancaria.

La mia impressione è che il lessico giuridico non ci aiuti molto a sollevare dubbi di questo genere, la mia impressione è che le categorie del pensiero giuridico siano, come categorie appunto, un po’ ossificate, tutto sommato eccessivamente rassicuranti; appaiono scritte sulla roccia, tant’è la loro tendenza a restare immutabili, tanto forte è la loro aspirazione all’eternità. Però se dalla teoria si scende alla pratica, alla legislazione, per non parlare poi della giurisprudenza, le cose cambiano, e lo spartiacque tra pubblico e privato diventa un rebus, diventa molto, ma molto evanescente; non da oggi.

Rimanendo all’oggi, guardiamo l’articolo 41 comma 3 della costituzione, che tutti noi conosciamo: la legge determina i programmi e i controlli opportuni, eccetera, eccetera perché l’attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali. In questa norma quello che conta è il sostantivo “attività economica”, e non invece gli aggettivi qualificativi, pubblica e privata. Se poi si legge il dibattito che si svolse nell’assemblea costituente, si vede forse che la *ratio* della norma era proprio – e non casualmente, direi – di questo genere.

Questa tendenziale indifferenza di talune norme di rango importante come la costituzione alla natura giuridica dell'attività economica e dei soggetti che la pongono in essere, si evince anche nel successivo articolo 47. Nel 47 tale indifferenza risulta in particolare, ma non solo, dal comma 1, che ci dice che la repubblica oltre ad incoraggiare e tutelare il risparmio disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito. Anzi aggiungerei che in questa seconda norma, nell'articolo 47, il grado di indifferenza alla partizione tradizionale pubblico – privato sembra più evidente che non nel 41, per lo meno per tre motivi.

In primo luogo, tornando specificamente al credito e all'attività bancaria, si tenga presente che all'atto dell'emanazione della carta costituzionale era particolarmente robusta la porzione di attività creditizia pubblica (in quanto svolta da soggetti a natura giuridica pubblicistica o in mano pubblica, mi riferisco alle banche IRI) rispetto all'attività creditizia svolta da soggetti privati. Ricorderete tutti che Luigi Einaudi, che è stato governatore della Banca d'Italia, nelle considerazioni finali per il 1945 (salvo il vero), a chi diceva che bisognasse fare le nazionalizzazioni come stavano facendo in Francia, rispose che il nostro sistema bancario era di tipo pubblicistico all'ottantacinque per cento. Sebbene il governatore Einaudi mettesse in conto anche le banche cooperative, in ogni modo non andava lontano dalla realtà.

In secondo luogo, a differenza dell'articolo 41 il 47 non prevede la riserva di legge, il potere-dovere di intervento spetta in questa norma alla repubblica, cioè – dicendola come i professori veri di diritto, i giuristi veri (perché io sono un po' d'accatto, lo sono stato per quaranta anni e ora lo sono ancor di più, perché ora sono in pensione) – qui interviene lo stato comunità e non invece lo stato apparato.

In terzo e ultimo luogo, nell'articolo 41 l'innesto del pubblico sull'attività economica, pubblica o privata che sia, ha come obiettivo il raggiungimento di fini sociali. Viceversa nel 47 non è esplicitata alcuna finalizzazione, al di là certamente di quella dell'incoraggiamento e della tutela del risparmio, finalità che è sicuramente di grandissimo rilievo, come non riconoscerlo? Forse è uno dei fili rossi della nascita dello statuto speciale delle banche, dell'attività bancaria, della legislazione bancaria, perlomeno sin dalla legge bancaria del 1926 se non si vuol risalire all'ordinamento delle casse di risparmio di fine Ottocento; ma non è però necessariamente e sempre il più importante. Si sono storicamente posti, e si potranno porre nel futuro, altri motivi, alla base della disciplina, del coordinamento e del controllo del credito, non ultimo quello dello sviluppo economico e del suo sostegno, non ultimi motivi di altro genere legati magari al “governo” della moneta, che poi ovviamente si

sono riverberati in seconda e terza battuta sulla tutela del risparmio, ma che non sono direttamente costruiti su quella tutela, su quell'interesse.

Pongo, a questo punto, una domanda provocatoria e paradossale: l'attività economica privata, al di là delle citate previsioni di intervento di cui all'articolo 41 cost. per il raggiungimento di fini sociali, è esclusivamente un fenomeno tutto e solo privato? L'attività economica privata è una questione che attiene in via esclusiva ai rapporti intersoggettivi, ove regna l'autonomia, l'autodeterminazione, la pura capacità di contrarre e via andare? Sappiamo tutti che non è vero; già sul piano teorico e alla luce del "dover essere", tenendo conto del medesimo articolo 41, stavolta del primo e del secondo comma (l'iniziativa economica privata è libera, ma non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale, o in modo da recare danno alla sicurezza, alla libertà e alla dignità umana).

Tornando al terzo comma della medesima norma, si potrebbe poi argomentare sulla utilità sociale, che è un concetto variabile, è un concetto la cui variazione, che sia evoluzione o che sia involuzione (pensiamo ad esempio al mercato del lavoro) dipende non solo dal mutare dei tempi e dalla congiuntura degli astri, ma anche da scelte riferibili in via diretta o in via indiretta alla *res publica*. Quindi non solo il pubblico può intervenire con programmi, eccetera, ma che al limite c'è l'obiettivo dell'utilità sociale, che già di per sé può essere un innesto forte di pubblico.

Queste cose che sono discusse fin dal tempo del primo topo (come si dice in Toscana), cioè si tratta di problemi che affondano radici nel passato remotissimo; ma venendo ad oggi – tralasciando la vil razza dannata degli iper-liberisti, adoratori della mano invisibile di smithiana memoria che nei secoli è stata distorta e piegata a tutti gli usi, tralasciando, dicevo, questa vil razza dannata, i liberisti a tutti i costi che sono consapevolmente i veri untori della crisi, soprattutto dal lato della finanza – su queste questioni del pubblico e del privato, del *mix* pubblico e privato nell'attività economica, si fronteggiano già da tempo *grosso modo* due visioni.

L'una sottolinea il ruolo del pubblico, dello Stato, alla stregua di organizzatore delle regole del gioco che si svolge sul libero mercato e alla stregua di arbitro di questo gioco medesimo. L'obiettivo è di mantenere i rapporti tramite cui l'economia privata si dipana, nel campo diciamo del *neminem laedere*, perlomeno evitando che lo *ius utendi* si trasformi in *ius abutendi*.

L'altra visione sottolinea invece come lo Stato contemporaneo, e non da oggi, non si limiti a regolare il mercato dall'esterno, ma "lo agisca" come ha scritto a suo tempo Pietro Barcellona – lo so che il verbo è intransitivo... oppure è siciliano, ma i siciliani quando parlano italiano

parlano bene... l'errore è dunque voluto –, lo agisca tramite interventi normativi primari o secondari, interventi di amministrativizzazione (l'amministrativizzazione del mercato di cui parlavano anche Massimo Severo Giannini e Mario Nigro), che profondamente scompaginano la struttura tradizionale della legge nelle sue caratteristiche di base della generalità e dell'astrattezza, e quindi finiscono oggettivamente per scompaginare le categorie del diritto privato da una parte e del diritto pubblico dall'altra. Dimodoché il giurista (a meno che, come purtroppo spesso succede, non voglia trasformarsi in "legista" – il termine è di Sabino Cassese –, cioè in puro commentatore di norme), non può più permettersi il lusso di collezionare farfalle, appuntandole ordinatamente con spilli sicuri, e distinguendole con altrettanto sicure etichette vergate in bella calligrafia.

Questa tesi fu, come dicevo, enunciata da Barcellona; una tesi affascinante, che mi affascinò negli anni Settanta, però ripensandoci, nel tempo, anche questa linea barcellonaiana di ragionamento, come quella dello Stato arbitro, che Barcellona assoggettava a critica, non appare del tutto convincente.

Devo dire però, a onor del vero, che entrambe le tesi hanno pregi notevoli, sia la prima che individua il dover essere, sia la seconda che pone l'accento sul modo di essere; questo perché, dopotutto, è proprio grazie al rapporto dialettico fra queste due visioni, al loro contrasto e alla loro combinazione, che si sono avuti importanti interventi di regolamentazione del mercato: si pensi, tanto per fare qualche esempio alla rinfusa, alle regole *antitrust*, alle misure tese a evitare, ove possibile, il *moral hazard*, al tentativo di regolare i conflitti di interesse (o perlomeno alla presa di coscienza del fatto che tali conflitti esistono), alle normative che intendono porre rimedio alle incompletezze dei contratti, alle asimmetrie informative, eccetera.

Tuttavia tornando all'insoddisfazione rispetto alle due tesi accennate (forse il giurista vero direbbe "cennate"? mi fa orrore), dicendola molto, ma molto all'ingrosso, ritengo che entrambe le visioni considerino il pubblico come qualcosa di separato, esterno, estraneo rispetto al privato. Nel bene e nel male il pubblico per così dire si incista come un corpo estraneo nel privato, il pubblico si incunea, come una ciste, come un fossile, come una scoria, s'innesta, insomma al privato ma, alla fine della fiera, rimane pubblico, mentre il privato resta privato.

In effetti, le cose come sono oggi ci dicono che non è proprio così; oggi caso mai è il contrario. Basti pensare al ruolo di supremazia delle grandi imprese multinazionali rispetto agli stati nazionali: *La ricchezza senza nazioni* s'intitola un libricino edito da il Mulino una quindicina di anni fa, scritto – guarda un po' – da Tremonti, Galgano e Cassese.

Oggi, insomma, non è più vero – ed è ben evidente che non lo è – il vecchio brocardo secondo cui i patti privati non possono mutare lo *ius publico*; oggi è grande la capacità dei patti privati di modificare il diritto pubblico, di influenzare le legislazioni, se non, come spesso accade, di farsi direttamente legislatore.

Ritengo che sia anche importante rammentare che l'intreccio pubblico privato è una costante originaria, direi antropologica della sfera economica; gli antropologi economici dimostrano che appena c'è una tribù ci sono dei meccanismi di produzione, dei meccanismi di redistribuzione, dei meccanismi di credito e dei meccanismi di scambio, ancorché non monetari, che nascono nella sfera del pubblico piuttosto che nella sfera del privato. Quando si passa agli scambi monetari tutto questo è ancor più evidente; e l'evidenza cresce quando si passa allo svolgimento collettivo d'impresa. Mi domando: ma la *lex mercatoria* dove la mettiamo? Nel pubblico o nel privato? E più tardi la persona giuridica della società per azioni, primo esempio la compagnia olandese del 1605 (la società per azioni è ancora oggi, una sorta di pozzo di san Patrizio, come negli anni Quaranta notava Ripert, dell'economia capitalistica), dove la mettiamo, nel pubblico o nel privato? Il passaggio dall'autorizzazione *préalable* (del diritto francese) e dal *charter of incorporation* (del diritto inglese) al sistema dell'omologazione, che cos'è? Una riduzione del pubblico al privato, o una semplificazione dei rapporti tra il pubblico e il privato? Noi ci arrivammo in ritardo, nel 1882, lo stato di New York c'era arrivato già nel 1821.

Bene, mi pare utile ricordare l'insegnamento di Ascarelli: il diritto opera degli uomini e frutto delle loro lotte, dei loro contrasti, delle loro speranze, delle loro tradizioni, è nella storia, né può essere compreso e inteso al di fuori del fluire dell'unità di questa. Ciò posto per ricostruire correttamente l'oggi e scrutare, senza pregiudizi, il futuribile, sarebbe utile partire dall'alba della banca, anche se la banca che conosciamo, la banca contemporanea, forse assomiglia più alle banche fra fine Settecento e inizi Ottocento, che ai monti di credito o alle compagnie bancarie mercantili, come quelle – siamo a Firenze – dei Bardi, dei Peruzzi, ai banchieri dei principi dei secoli tredicesimo, quattordicesimo, fino al 1345, la grande prima crisi.

Chiediamoci però: ma questa roba qui che cos'era? Era roba pubblica o era roba privata? Chiarissimamente c'erano tanti aspetti di tipo pubblicistico, nelle banche, ma anche nel mercato della lana, ma anche nella corporazione; queste cose le sappiamo tutti.

Veniamo ad oggi. Oggi, la banca, si dice, è un'impresa; ma certo che la banca è un'impresa, ma non ci piove; ed è gioco forza dare ragione a

Renzo Costi, che nel 1994 sottolineava questo dato di fatto con particolare vigore, perché ancora risuonava l'eco della sentenza della Cassazione del 1981, incentrata sul servizio pubblico in senso oggettivo. Dice Costi: la banca è un'impresa diritto, non è un'impresa funzione. Non possiamo non essere d'accordo, perlomeno in linea di massima; starei però attento a forzare troppo la mano, *est modus in rebus*: distinzione sì, contrapposizione no. Insomma, io credo che ci sia qualcosa da ripensare, perché molto probabilmente l'impresa funzione (intesa in senso pieno e rigido) non è più un'impresa; mentre, per altro verso, tutte le imprese – anche gli ambulanti di Firenze che in questo momento sono arrabbiati col sindaco Renzi – possono essere funzionalizzate a finalità di mercato, di costruzione di un certo modello, e così via.

La banca poi si distingue, se potessimo ripercorrere – ora il tempo non c'è – le tappe della storia bancaria dal 1866, dal corso forzoso (Mario Nigro dice giustamente si tratta della prima legge bancaria italiana), alla legge generale bancaria del 1926 – preceduta da un interessantissimo dibattito sulla tutela del risparmio e su che cosa debba intendersi per “risparmio”, che in certi punti anticipa le considerazioni e le definizioni contenute nelle direttive europee –, alla legge del 1936 e ai suoi contenuti di “governo del credito”, peraltro talora mitizzati, su su sino alla contorta privatizzazione delle banche pubbliche, alla nascita delle fondazioni d'origine e bancaria e all'introduzione della banca c.d. universale con il testo unico del 1993, noi vedremo che la banca è un'impresa *sui generis*; essa vive bene in un sistema oligopolistico, il suo brodo di cultura è, volere o volare, un sistema di tipo oligopolistico (mi dispiace per chi continui a sognare il paradiso terrestre della concorrenza libera e perfetta). Vedremo soprattutto, poi, che la banca si distingue da qualsiasi altra impresa, commerciale o industriale che sia, perché tratta una merce che merce non è; il denaro non è né un bene di consumo, né un bene di investimento; la moneta è un rapporto sociale, su un ottimo dizionario inglese di economia si legge: “*money is a social relation*” che, poi, è appunto quello che diceva il buon vecchio con la barba, Carlo Marx, negli scritti economico-filosofici del 1844.

È ancor poco dire, sebbene sia di aiuto nell'individuazione della specialità della banca, che la moneta è una “merce di Stato” (proprio questo Schumpeter rimproverava a Knapp: dire che la moneta è una merce di Stato è come dire che il matrimonio è un'istituzione dello Stato); io direi che la moneta è qualcosa di più al di là della “conchiglia” della merce di Stato; è qualcosa di diverso, ma comunque è qualcosa di pubblico. A questo punto le cose si fanno complicate; mi permetto di rimandare ad un mio appunto, *Il denaro e l'etica*, apparso qualche anno fa sulla nostra

rivista (*Diritto della banca e del mercato finanziario*, ora pubblicata dalla Casa editrice Pacini di Pisa); voglio però aggiungere che la moneta è un po' come la polverina che la fata di Peter Pan si spruzza addosso per volare e spruzza addosso ai suoi protetti per farli volare. Così è nelle banche, in quanto trattano la moneta, i loro beni sono trattati nella moneta, la polverina pubblica (sociale) della fata di Peter Pan le impolvera, le trasfigura fin da subito, fa sì che esse svolgano una funzione monetaria, a vari livelli, a livello di credito di circolazione, a livello di credito di capitale...

PRESIDENTE – Franco, t'interrompo con un certo fastidio e disagio, perché ti sto ascoltando con immenso piacere, ma ti ricordo che dovresti parlare ancora per cinque minuti, e cercare di tirare, come diresti tu nel tuo ottimo senese, cercando di stare nelle prode!

BELLI – In realtà si dice stare “alle prode”, perché nelle prode ci sono le “porche”, cioè rudimentali canali di raccolta dell'acque, ma in effetti io mio sono impelagato “nelle prode”, hai ragione. In ogni modo cercherò di concludere o quantomeno di tacere fra pochi minuti.

Ecco, la banca interviene nella circolazione del denaro come denaro (si parla della funzione monetaria delle banche, ma la funzione creditizia della moneta?) e nella circolazione del denaro come capitale, cioè nella trasformazione del capitale monetario *pro tempore* (fermo) in capitale operante. E vi è di più, essa interviene anche nella trasformazione dei fondi, del denaro morto, in capitale monetario e poi in capitale operante, e da qui il grande ruolo del denaro, delle banche, il ruolo schumpeteriano, lo sviluppo economico; il credito lavora su potere d'acquisto a valere su produzione futura; se è olio che fa girare il motore, può essere anche olio che fa girare le crisi.

Tutto questo era chiaro fin dall'inizio; una mia carissima amica, la professoressa Piccini, che è una medievista, ha studiato dei documenti a Siena, siamo all'inizio del 1400, dove si parla di pressa dei depositi, e chi è coinvolto? Il governo dei nove, chi è che dà le regole, chi è che ferma la ressa, chi è che mette delle regole ai banchi, ai banchieri, ai cambiavalute? È il governo dei nove; quindi già è chiaro l'intreccio non districabile fra il “pubblico” e il “privato”.

Ma per comprendere l'essenza della specificità dell'attività e dell'impresa bancaria, sarebbe stato necessario sottolineare il fatto che l'assunzione del rischio è nelle banche totalmente diversa che in qualsiasi altra impresa, anche, oserei dire, di tipo finanziario.

Chiudo (o quasi) con una citazione un po' datata. È del ministro dell'Agricoltura, Industria e Commercio Giovanni Manna. Siamo nel 1863.

In una circolare indirizzata alle camere di commercio, che ha come oggetto le istituzioni creditizie, Manna sottolinea come l'amministrazione di una banca non riguardi solo gli interessi degli azionisti, ma riguardi principalmente l'interesse del paese. Ciò rende opportuno, egli dice un organamento del credito, perché le compagnie vengano fuori in forma castigata e severa, e tale da assicurare perfettamente i capitalisti e gli avventori delle nuove banche. Questo organamento deve essere dominato da un concetto di progresso ordinato e graduale tale da ravvicinare e fondere gli interessi del governo con quelli dell'industria e del commercio.

Tutte queste cose, tutte queste cose che io mi sono limitato ad accennare in maniera confusa, il rapporto dialettico pubblico/privato, la grande importanza socio-economica del credito e i pericoli insiti in quest'attività, il pattinare continuamente su ghiaccio sottile, eccetera, nel corso della metà degli anni Ottanta e per tutti gli anni Novanta sono state completamente dimenticate, a livello di studiosi e di operatori, a livello nazionale e internazionale. Ancorché, eziandio, siano nate una pletora di regolamentazioni sul piano nazionale, sovranazionale e internazionale. Eppure le regole, almeno in teoria, sarebbero abbastanza semplici: la "merce" che la banca tratta (e dalla quale è trattata) è il denaro, ma anche l'informazione e la fiducia, e quindi – viva la libertà d'impresa, viva tutti! –, l'impresa bancaria va maneggiata con estrema cura, perché è rivolta – con una merce che merce non è e che si differenzia da qualsiasi altra merce o bene (non foss'altro perché è il compendio di qualsiasi altra merce o bene) – ad un pubblico indifferenziato di persone, fra cui c'è anche la famosa casalinga di Voghera, povera donna, alla quale, non so perché, vengono rifilate tutte le schifezze che la banca riesce a produrre, massime in un malinteso sistema di banca universale.

Il lessico, il nuovo linguaggio, ha fatto la sua parte. Si parla di prodotti bancari, ma che vuol dire prodotti bancari? Il linguaggio, che ha preso campo negli ultimi decenni, è un mascheramento; anche il linguaggio barbaro intriso di neologismi e di anglicismi ha fatto in questi anni la sua parte.

Non ricordo esattamente chi, ma mi sembra Galbraith, ha detto che l'unica lezione che la storia insegna è che non insegna assolutamente niente. Gli *yuppies* del 1929 non sono gli *yuppies* del 2009, ma purtroppo, andando a cose più serie, quelli che si buttavano dai grattacieli americani nel 1929-1930 sono precisamente uguali ai disgraziati imprenditori che si uccidono nel Nord-Est.

Vi ringrazio molto per la pazienza.

PIETRO GIOVANNINI

Il tema specifico, e cioè pubblico e privato nell'attività bancaria, è inserito in una tematica di crisi; diciamo che ci consentirebbe probabilmente di stare qua dal punto di vista che mi riguarda, cioè dal punto di vista tecnico-aziendale, per 365 giorni senza interruzioni, e sicuramente se ne avessimo il tempo questo ci consentirebbe certamente di non avere problemi ad avere argomenti da trattare. E quindi dire che possiamo intrattenerci solo sui titoli dei capitoli, o addirittura dei testi di questa tematica è più che ovvio. E quindi cercherò di essere il più possibile provocatorio, naturalmente andando a sfiorare solamente la profondità di queste tematiche, di cui l'intervento precedente ci ha dato una concezione per quanto riguarda le interpretazioni rispetto alle quali dobbiamo rivolgerci.

In buona sostanza, già una difficoltà iniziale è quella di riferire il pubblico e privato al mercato domestico o a quello globale, anche perché il titolo dell'incontro afferisce alla crisi, e la crisi è preminentemente globale, non preminentemente domestica. Il tutto è aggravato dalla circostanza che il cuore della crisi è il sistema bancario, e purtroppo tale oggetto è poco sviluppato nelle tematiche, con una grave complicazione data dal fatto che, non conoscendo la malattia, non si sta neanche curando, e quindi in realtà nulla di quello che ci preoccupa è stato rimosso, in realtà quello che ci preoccupa è qualcosa di base di tutto il sistema, per cui lo stesso problema dei derivati che è così presente nella mente di tutti non è che una seconda linea rispetto ai problemi principali.

Quindi cercherò di fare qualche riferimento, intanto partendo da quella che è una nostra idea di quello che è pubblico e privato nell'attività bancaria; pubblico e privato che nell'attività bancaria trova una sua espressione massima di sintesi, perché l'attività bancaria è per sua natura insieme attività pubblica e attività privata, nel senso che si svolgono funzioni monetarie che sono di interesse pubblico, generando l'intermediario degli scambi in generale, e generando la domanda aggregata del sistema. Aggiungasi poi che questa domanda aggregata è funzione delle decisioni prese dalle banche centrali e via dicendo in materia di definizione della domanda aggregata stessa, come è stato praticato dalla crisi del '29 e di cui l'opera di Keynes costituisce un punto di partenza.

Da qui nasce la politica monetaria, e anche quella economica in un senso moderno. D'altra parte l'attività bancaria è un'attività che è svolta da un'impresa, e che ha caratteristiche di interesse privato nello svolgimento gestionale, perché qui anche il più statalista dei presenti rigetterebbe con violenza l'idea che la gestione delle banche sia controllata dall'attività politica; ma vorrei ricordare a tutti quelli che sono molto più giovani di me che fino al '91, esattamente al 30 giugno del '91, il primo

luglio, quando è entrata in vigore la legge Amato, le prime pagine dei giornali non erano dedicate alle nomine bancarie. Chiunque di noi ha memoria, sa che la principale parte delle diatribe sui giornali avveniva in occasione delle nomine bancarie, nomine bancarie di cui dal 1991 non si parla più nei termini di discussione problematica, ma si dà notizia che ci sono state delle nomine bancarie. Premesso questo, quindi, possiamo disquisire in materia di pubblico e privato in relazione alla sua gestione e al suo controllo, alla proprietà e all'*equity* che alimenta queste aziende, la banca può essere a maggioranza di capitale pubblico, a maggioranza di capitale privato, o misto. Oppure possiamo parlare dell'aspetto pubblico e privato relativamente alle funzioni, come dicevamo prima la funzione monetaria e la funzione creditizia, per rimanere alle due principali, ma io ad esempio appartengo a una certa scuola che definisce la banca un'azienda di produzione che svolge una funzione monetaria, tutte le altre non sono banche, per cui se non svolgono la funzione monetaria non sono banche, anche se oggi vengono chiamate banche anche quelle che non svolgono una funzione monetaria.

Ciò premesso, e per fare il volo della farfalla sui fiori, che non può certo essere conclusivo della creazione del miele, perché una farfalla da sola, un'ape da sola non riesce a svilupparne in modo sufficiente, ce ne vogliono molte; quindi rimarrò su questi temi. Noi abbiamo assistito, per fare qualche flash, a una trasformazione agli antipodi del sistema, che apparentemente, non dimentichiamo mai che siamo il paese del Gattopardo, che tutto cambi perché niente cambi, e questo cambiamento ha fatto sì che un sistema che, come diceva correttamente il professor Belli che mi ha preceduto, era a dir di Einaudi per l'85% pubblico. Più recentemente, fino al '91, era oltre il 90% pubblico con sei banche di diritto pubblico, e sul fatto che fossero pubbliche non ci possono essere dubbi, tre banche di interesse nazionale la cui maggioranza era in mano allo Stato, e una quantità numerosissima di casse di risparmio le cui nomine facevano parte di pacchetti di decisioni afferenti al governo, rispetto alle quali la Banca d'Italia formava le famose terne. Allora fino al 30 giugno 1991 il sistema era integralmente pubblico dal punto di vista istituzionale, funzionalmente aveva delle funzioni monetarie, che hanno delle caratteristiche di interesse generale, possiamo anche chiamarle pubbliche; e funzioni aziendali, come quelle creditizie, che dovevano essere poste in essere con regole di tipo privato. Naturalmente tutto questo viene realizzato da chi gestisce, il quale viene nominato da chi è proprietario, e quindi in un caso dallo stato, dal ministero del Tesoro, il comitato interministeriale, le terne e via dicendo; dall'altro lato il mercato, le società per azioni in cui sono le assemblee che in base alla distribuzione dei

capitale decidono. Veramente non se ne parla più, ma come avvengono queste nomine bancarie in questo momento potrebbe essere oggetto di una lunga dissertazione, anche semplicemente vedendo i fatti recenti che avvengono in alcune banche. Questa privatizzazione avvenuta tramite lo scorporo dell'azienda bancaria rispetto alle fondazioni, ha lasciato originariamente le fondazioni nel controllo delle banche, senza più l'intervento pubblico centrale nella scelta, ma non affidando questo a un soggetto che ha messo il capitale proprio ma sempre alle istituzioni che erano originariamente pubbliche e che tali erano rimaste, ancorché con una caratteristica diversa, gli americani non capiranno mai che sono le famose fondazioni.

DALLA SALA – Non solo agli americani!

GIOVANNINI – Noi stessi abbiamo dei grossi dubbi! D'altro canto sappiamo perfettamente, non voglio citare nomi, che alcuni personaggi che fino al 1991 determinavano le nomine bancarie, tuttora le determinano; basta leggere i giornali per vedere che continuano a fare quello che facevano prima. In più, sono state poste in essere delle normative attraverso le quali queste fondazioni non dovrebbero intervenire sulla gestione, ma questo è smentito dai giornali tutti i giorni su come avvengono queste nomine. I principali tre gruppi del sistema bancario, in cui sono confluite sempre per scelte politiche un gran numero di banche, determinano queste nomine, attraverso decisioni di fondazioni, le quali non dovrebbero intervenire nella gestione, secondo la norma, e quindi lasciando che il Gattopardo possa dire di avere trasformato, e non avendo trasformato, comunque ha ottenuto di togliere dalle prime pagine dei giornali questo problema come responsabilità politica, che non è poco. Bisognerebbe tuttavia capire quali sono le legittimazioni di rappresentanza attraverso le quali si controllano delle banche senza essere nè holding pubbliche, né holding private. Bisognerebbe vedere effettivamente in che quota una società per azioni privata è una società per azioni di natura subdolamente pubblica.

Il direttore generale di una delle più grandi di queste banche, sostiene che si è perso di vista il fatto che l'attività bancaria non è un'attività che deve avere per finalità solo il reddito, per il semplice motivo che svolge delle funzioni pubbliche delle quali non parla più nessuno; e che noi aziendalisti non ne parliamo può essere anche comprensibile, ma che non ne parlino neanche i professori di diritto è abbastanza strano, ecco.

Nell'ambito invece della nostra competenza tecnica, questo problema non ce l'abbiamo, perché almeno per quanto riguarda la mia particolare convinzione, devo dire che è il primo lavoro che feci nella mia vita, trattando questo argomento, in realtà noi avremmo risolto questo conflitto, all'interno di una banca che ha insieme funzioni pubbliche e funzioni private, rispetto alle quali poi modelli proprietari possono certo essere definiti con maggiore chiarezza di quello che avviene nel nostro paese quando, per dare una spiegazione che è molto endogena, quando nei nostri studi dicevamo che la banca doveva perseguire nella sua gestione il minimo divario dei tassi di interesse, che sembra un'assurdità, che sembra in conflitto con la ricerca della redditività, che appare invece come l'unica finalità che hanno gli attuali banchieri. Il perseguimento del minimo divario significa il minor costo che la collettività ha per l'esercizio del credito, perché la differenza tra tasso medio attivo (costo dei crediti) e tasso medio passivo che si paga sui depositi, è un costo per la collettività:

la maggiore efficienza pubblica è realizzata dalla minimizzazione di questo costo. Ma nello stesso tempo questa è la condizione di maggiore efficienza reddituale economica delle banche, perché solo le banche che hanno la migliore clientela sono quelle che hanno una prospettiva di reddito, e quindi più riescono a tenere i tassi attivi vicini ai tassi passivi, così hanno la migliore clientela, perché la migliore clientela è in grado di negoziare i migliori tassi, e quindi si persegue la maggiore redditività. La redditività derivante dai tassi è mediata dal rischio che si va ad assumere, quindi io posso pur erogare dei prestiti al 15%, dopodiché perdo tutto dopo tre anni che li ho erogati. Oltretutto si aggiunge una forte asincronia temporale tra il momento di formazione dei ricavi data dai tassi, e quella dell'emergere dei rischi conseguenti alle scelte.

Detto questo, sempre per una rispettosa coerenza con una delle premesse, che non posso essere particolarmente ordinato, m'interesserebbe un momentino rivoltare la questione a livello globale, perché è lì che ci sono i veri problemi. I veri problemi nascono dal fatto che per quanto riguarda la moneta noi operiamo in un sistema a corso forzoso, che rimandando a Mill sarebbe un sistema molto tipico, comunque un sistema molto interessante, proprio perché non è un sistema fiduciario, proprio perché ha un corso forzoso. Finché le economie si basavano su un sistema di scambio domestico, la prevalenza di questo aspetto si generava dal fatto che la Banca d'Italia o le banche centrali in genere non avevano un obbligo di rimborso in nessun termine, una volta stabilito il corso forzoso si assicurava una liquidità della moneta per legge, e poi la salute o meno del sistema monetario e finanziario dipendeva dalla capacità

di darsi delle regole. I governi che in maniera più o meno evidente, più o meno tra parentesi influivano poi sulle politiche monetarie, tenuto conto che il debito pubblico in qualche modo deve essere collocato, e laddove non può essere collocato in pubblico, può essere collocato presso la banca centrale attraverso l'emissione di carta moneta, che fa parte del sistema finanziario. Quindi abbiamo degli esempi molto interessanti, nella repubblica di Weimar per comprare un pezzo di pane non so quanti miliardi di marchi ci volessero, e così via. Il problema è che noi ci troviamo in una situazione molto più grave e molto più seria, perché attualmente il mercato complessivo degli scambi, definito mercato globale, è molto di più dei mercati domestici, e qualsiasi prodotto interno almeno nella misura del 55-60%, nasce da componenti che provengono dal mercato globale. Quindi se il mercato globale venisse meno, non verrebbe meno una parte, ma verrebbe meno il tutto. Ma qual è la moneta del sistema globale? È una moneta fiduciaria, interamente fiduciaria, e vorrei su questo soffermarmi non solo sulla struttura attuale del sistema, ma anche sui rischi a cui questo sistema espone la stessa permanenza dell'attuale sistema capitalistico, dovuto alle tensioni generate dal cambiamento nel settore economico, perché le forze in campo hanno cambiato il loro peso con crescente intensità. La stessa formazione e distribuzione dei redditi è diversa in modo straordinario rispetto a quello che era in passato. C'è oggi il BRIC, Brasile, Russia, India e Cina, che contribuiscono alla parte economica della formazione dell'offerta in una misura che non è comparabile rispetto a quella degli anni passati. Allora, datosi che il nostro sistema monetario nasce nel 1944 a Bretton Wood, attraverso l'accordo delle monete convertibili e attraverso il fatto che il dollaro poi fosse convertibile in oro, in sostanza veniva considerato un sistema fiduciario, con però una base in oro nelle riserve degli Stati Uniti, un sistema che è rimasto lo stesso, per cui al netto di quelli che sono entrati nell'euro restano quei partner che c'erano allora, le cui sole monete sono convertibili, secondo le definizioni di Bretton Wood, con la sola eccezione della Slovacchia, che per non so quale stranezza della storia è entrata dentro le monete convertibili, è entrata dentro l'euro, non essendo parte dei paesi originariamente appartenenti a Bretton Wood. Bene, questo sistema ha cessato di avere una sua legittimità il 15 agosto del '71, quando gli Stati Uniti hanno detto che il dollaro non era più convertibile in oro, per cui non era più un sistema legittimo rispetto agli accordi stessi, ma tutto questo ha sviluppato successivamente una moltiplicazione geometrica, con tempi molto stretti, dei volumi monetari, e quindi del mercato, degli scambi, con un completo disinteresse rispetto al problema che non avesse più una sua legittimità, puramente

formale, ovviamente, perché già prima era così. Attualmente, quindi, noi abbiamo una moneta fiduciaria che integralmente copre tutta la domanda complessiva aggregata negli scambi internazionali, e cioè debiti di banche private, appartenenti ai paesi dell'accordo di Bretton Wood, che abbiano una statura sufficiente per essere dei debitori accettati negli scambi comunemente dagli operatori. Il che vuoi dire che mai e poi mai un operatore cinese accetterà il debito di una banca russa in pagamento, perché poi non potrà utilizzare questa moneta, questo debito della banca russa per fare degli scambi internazionali, perché nessuno gliela accetterà, o comunque sarebbe molto difficile farla accettare. Tanto la Russia non appartiene a Bretton Wood, tanto la banca russa non ha la statura, mancano entrambe le condizioni. Al contrario, le banche americane o le banche italiane, o le banche inglesi, che fanno parte dell'accordo di Bretton Wood, possono assumere i debiti, che sono la moneta internazionale per cui se solo una di queste banche venisse meno l'intero sistema verrebbe infettato e nei rapporti reciproci terminerebbe la solidità. Tutto questo naturalmente è quello che ha preoccupato così tanto gli Stati, perché una delle cose più sorprendenti è stata la rapidità con cui i governi sono intervenuti, portando il disavanzo pubblico a valori senza precedenti. Mill avrebbe detto che andava bene riferire la circolazione forzosa al prodotto interno lordo o alla formazione della ricchezza, che è un po' come i nostri accordi famosi di Maastricht del 3%. Ma chi se li ricorda più? Sapete qual è il rapporto di Maastricht sulla Gran Bretagna, in questo momento? Il 12%! L'Italia è uno dei paesi migliori, pensate che sta solo al 5%, ma pensate che se l'avessimo fatto prima della crisi, ci avrebbero cacciato! E questo per un'idea molto giusta, secondo cui tu non puoi fare debiti di più del 3%, nella formazione di ricchezza di quel periodo. E questa rapidità con cui i vari governi sono intervenuti forse non è stata compresa bene, ma voi capite che cosa era in discussione, essendo in discussione la moneta fiduciaria complessiva ... quanto manca, cinque minuti! Abbiamo sfiorato solo qualche fiore, mi fa molto comodo, perché se no poi stringevo questa ultima cosa che è molto importante. Allora, rispetto a questo il problema non solo non è risolto, ma è fortemente aggravato ogni giorno che passa, perché il problema è la ripartizione del potere: potere economico, potere politico, potere monetario e potere finanziario, che sono tutti strettamente legati. Allora, noi sappiamo che attualmente il sistema è basato su un euro che ha sintetizzato una buona parte dei paesi di Bretton Wood, più i paesi residui, il principale è il dollaro, il Giappone, la sterlina, eccetera. Questo fatto che la moneta fiduciaria, ancorché con delle tecniche particolari, sui conti nostri e loro, sul fatto che i depositi

devono essere a tempo, per una serie di questioni che non sono certo in grado di spiegare qua, alimenta flussi finanziari che per quanto riguarda la disponibilità monetaria deve essere ripartita tra questi paesi, il che crea un privilegio essendo una moneta capitale. Dopodiché il monopolio che abbiamo tutti quanti consente al paese più importante, che sono gli Stati Uniti, di creare mensilmente ormai da dieci anni, adesso negli ultimi giorni non so cosa è successo, circa 60 miliardi di dollari di buco, tra domanda, offerta e debiti con l'estero, regolarmente compensato da 80 miliardi di flussi di capitale, che poi sono pareggiati da 20 miliardi di investimenti di capitale. Questi 80 miliardi al mese moltiplicati per tutti i mesi, per gli anni, continuano sempre, senza sosta. Naturalmente il fatto che il dollaro sia la principale moneta, significa che le banche degli Stati Uniti rappresentano la principale componente fiduciaria del sistema, dopodiché anche noi abbiamo dei piccoli vantaggi, appartenendo al club. Gli altri, tipo la Cina, sono costretti a utilizzare la nostra moneta, specie se sono paesi esportatori, come la Cina in particolare, tutto quello che loro non riescono a reinvestire nella bilancia delle partite correnti lo debbono investire o direttamente in moneta, o in titoli finanziari, che sono tutti denominati più o meno presso le nostre banche. Tutto questo la Cina non lo gradisce, vista la sua componente sugli scambi, non può dichiarare, oltre quello che ha ripetutamente fatto, che questo sistema deve essere riformato, una riforma che comporterebbe la fine della leadership occidentale, e americana; d'altro canto non lo può fare perché ha investito fino adesso, il principale capitalista che ha investito negli Stati Uniti è la Cina; d'altro canto non può neanche accettare politicamente questa posizione, per cui i cinesi sono molto intelligenti, molto non so, io non vorrei dire pericolosi, mi pare che adesso sono quattordici mesi che loro non rinnovano titoli di bond americani a dieci anni per 100 miliardi dollari al mese, deconsolidando il debito pubblico americano, e naturalmente lo fanno a modo cinese, col metodo della tortura goccia a goccia!

Ricordiamoci che l'Italia nel 1980 ha fatto la strada contraria, perché dal ministro Gorla in poi, Andreatta, eccetera, è riuscita finalmente a rimettere in circolazione il debito pubblico, partendo dai famosi bond e arrivando al prolungamento delle scadenze, per cui stiamo qua.

Quindi il vero problema della crisi è che ancora la crisi non c'è stata, perché è una crisi della *leadership* in cui il controllo della moneta è centrale, ma non si può toccare assolutamente nulla senza che il sistema vada a pezzi; come si potrà eventualmente trovare un equilibrio, non lo so, e questo tra pubblico e privato non lo so!

Gli investimenti delle banche

GAETANO PRESTI

Gli investimenti più rischiosi delle banche sono i crediti; e anche la recente crisi nata dai mutui *sub-prime* lo ha confermato. Dovremmo allora, per evitare il ripetersi di crisi bancarie, vietare alle banche di svolgere l'attività di erogazione del credito?

La domanda non è così folle come potrebbe sembrare. Oggi è di moda l'espressione *narrow banking* per alludere all'auspicio che le banche dovrebbero tornare a fare il loro lavoro tipico, cioè raccolta del risparmio ed erogazione del credito ¹. Ma, se si torna indietro nel tempo appena un po', si vede che l'espressione non ha un significato univoco e che, anzi, nel passato essa è stata utilizzata, al fine di limitare i rischi d'instabilità e illiquidità, proprio per indicare (e auspicare) che le banche dovrebbero limitarsi alla raccolta del risparmio e alla gestione dei servizi di pagamento e impiegare l'attivo solo in titoli a breve termine di elevato *standing* (titoli di Stato) ². Ancora all'inizio di questo millennio si è discusso se alle banche, o meglio – per evitare equivoci terminologici – alle istituzioni che raccolgono risparmio presso il pubblico, dovesse essere precluso, o quanto meno fortemente ristretto, l'esercizio del credito ³.

Il quadro di riferimento è, quindi, assai fluido e non si riduce necessariamente alla sola alternativa tra banca universale e banca specializzata o, per usare le parole di Lord Turner, presidente della *Financial Services Authority*, della separazione tra *utility banking* e *casino banking* ⁴.

In questo contesto si collocano le ultime prese di posizione di Barack Obama. Come è noto il presidente degli Stati Uniti a metà gennaio di

¹ Sul punto, per tutti, v.: ONADO, *Regole dopo la crisi? No, grazie*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2009, p. 559 ss., e il Governatore della Bank of England MERVYN KING (*Speech to Scottish business organisations*, Edinburgo, 20 ottobre 2009, in www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2009/speech406.pdf).

² Cfr. FRIEDMAN, *A program for monetary stability*, Fordham University Press, 1960.

³ KOBAYAKAWA e NAKAMURA, *A theoretical analysis of narrow banking proposals*, in *Monetary and economic studies*, maggio 2000.

⁴ FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *The Turner Review, A regulatory response to the global banking crisis*, marzo 2009, p. 43 e 94.

quest'anno, nel giro di pochi giorni, ha formulato tre proposte ⁵ che, in un periodo di stasi della discussione parlamentare, talvolta paragonata a un'odissea, sulla riforma del sistema finanziario statunitense, hanno animato il dibattito:

a) in primo luogo, istituire la c.d. *financial crisis responsibility fee*: cioè un'imposta di durata decennale funzionale a far recuperare al contribuente americano quello che si stima sarà il costo finale del TARP ⁶. L'imposta è prevista a carico delle banche e assicurazioni con un totale dell'attivo superiore a 50 miliardi di dollari e sostanzialmente colpirebbe con l'aliquota dello 0,15% il passivo diverso dal patrimonio netto e dai depositi (le riserve tecniche per le assicurazioni): quindi, un disincentivo alla crescita finanziata con capitale di credito raccolto sul mercato ⁷;

b) in secondo luogo, impedire alle banche, intese come le istituzioni che raccolgono depositi presso il pubblico e godono della c.d. *safety net* "to own, invest, or sponsor hedge funds, private equity funds, or proprietary trading operations for their own profit, unrelated to serving their customers" ⁸. Ed è questa la proposta che riguarda gli investimenti sulla quale poi dovremo tornare più analiticamente ⁹;

c) infine, aggiungere al già esistente *cap* stabilito dal *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act* del 1994, secondo cui nessuna banca può detenere più del 10% del totale nazionale dei depositi, un ulteriore tetto che "should apply to wider forms of funding employed by large financial institutions". Quindi, ancora dal lato della

⁵ Dette misure sono state annunciate il 14, 16 e 21 gennaio 2010 e i relativi documenti (da cui sono tratte le citazioni) sono consultabili nella sezione *briefing room* del sito www.whitehouse.gov.

⁶ Il costo complessivo del TARP (*Troubled Asset Relief Program*) è attualmente stimato in 117 miliardi di dollari, importo notevole, ma comunque sensibilmente inferiore ai 700 miliardi che erano stati originariamente stanziati.

⁷ Si tratta, quindi, di un intervento teso sì a disincentivare la crescita degli intermediari, ma intervenendo sul lato del passivo e non su quello degli investimenti.

⁸ La citazione, come quella successiva, è tratta dagli interventi del presidente Obama citati alla nota 5.

⁹ Per un primo esame delle misure proposte da Obama v. *Regulating banks. Garrottes and sticks*, in *The Economist* del 30 gennaio 2010 nonché, in Italia, PENATI, *Banche, i punti deboli del piano Obama*, in *La Repubblica* del 30 gennaio 2010, e SPAVENTA, *Perché non va la cura Obama sulle banche*, in *La Repubblica. Affari e finanza* del 8 febbraio 2010.

provvista, un secco limite all'aumento delle dimensioni, benché limitato solo alla *growth by acquisitions* ¹⁰.

Non interessa qui vedere quali sono stati i motivi strettamente politici che hanno indotto Obama a formulare queste proposte. Certamente hanno giocato un ruolo non marginale le difficoltà politiche del momento ¹¹, il malcontento popolare per i cospicui utili realizzati dalle grandi banche, per buona parte destinati a *bonuses* in favore dei loro esponenti, a fronte di una crisi da loro stesse provocata e che ha causato la perdita di milioni di posti di lavoro, la tradizionale avversione della democrazia americana per tutto ciò che è troppo grande nell'economia e la ricorrente, anche demagogica, contrapposizione tra *Wall Street* e *Main Street*.

È invece utile ricordare che, per quanto tali eventi possano avere agevolato la decisione politica, questa non è stata improvvisata, ma è frutto del pensiero di uno dei più influenti e reputati consiglieri del presidente, l'ex presidente della *Federal Reserve* Paul Volcker, di certo non accusabile di essere un incompetente populista pregiudizialmente avverso alle banche.

Vediamo, allora, quanto il dibattito suscitato da quelle proposte può essere utile per ciò che oggi dibattiamo; sottolineando, peraltro, preliminarmente che dalle stesse proposte del presidente Obama ¹² emerge chiaramente come il discorso sugli investimenti delle banche, cioè sull'attivo, non possa andare disgiunto da quello sulla provvista, cioè sul passivo. Anche dal punto di vista della stabilità e della liquidità, rischi e opportunità si collocano su entrambi i versanti e difficilmente l'uno può essere affrontato senza considerare l'altro. D'altra parte, con buona pace dei fautori della visione più ristretta del *narrow banking*, il cuore del ruolo della banca consiste proprio nell'intermediazione che fa incrociare chi offre e chi richiede risorse finanziarie con contrapposte preferenze temporali.

¹⁰ Per quest'ultima precisazione v. l'intervento di WOLIN, *Deputy Secretary of the Treasury*, del 2 febbraio 2010 avanti il *Committee On Banking, Housing And Urban Affairs* del Senato degli Stati Uniti nell'audizione sul tema "*Prohibiting Certain High-Risk Investment Activities by Banks and Bank Holding Companies*".

¹¹ Basta ricordare lo stallo della riforma sanitaria e di quella del settore finanziario e l'esito negativo delle elezioni suppletive in Massachusetts.

¹² Nel frattempo, con alcuni temperamenti, divenute legge grazie all'approvazione del *Dodd-Frank Wall Street Reform And Consumer Protection Act* derivante dal coordinamento del testo approvato dal Congresso degli Stati Uniti il 2 dicembre 2009 (H.4173 *The Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009*) con quello approvato il 20 maggio 2010 dal Senato (S.32117 *The Restoring American Financial Stability of 2010*).

Partirei da una premessa che condivido con il prof. Nigro¹³, nostro ospite e coordinatore e che esprimo in estrema sintesi: le banche sono imprese, ma non imprese come tutte le altre; non è dunque scandaloso porre limiti alla loro attività, anche per quanto riguarda gli investimenti; il mercato è fondamentale, ma non può essere l'unico metro di misura e fonte di regolazione dell'attività bancaria.

Il tema fattuale di fondo può riassumersi così: l'analisi della crisi ha dimostrato che gran parte dei titoli tossici derivanti dalla cartolarizzazione dei mutui non erano collocati presso il pubblico ma nei portafogli di banche commerciali e di investimento¹⁴. Se ci si chiede perché molte banche si sono imbottite di titoli tossici, probabilmente la risposta è perché così guadagnavano di più, o meglio pensavano di guadagnare di più. Il quesito riguarda allora la ragione per cui il rischio è stato così chiaramente, per lo meno con il senno di poi, sottovalutato. La risposta è articolata¹⁵:

d) la sempre maggiore concessione di crediti destinati a non rimanere nel portafoglio della banca erogatrice, ma a essere cartolarizzati e “distribuiti” sul mercato¹⁶ ha fatto venir meno il fondamentale incentivo per la banca finanziatrice alla corretta erogazione del credito con conseguente peggioramento della qualità di quest'ultimo e, a seguire, dei titoli in cui esso veniva “insaccato”¹⁷;

¹³ A. NIGRO, *Crisi finanziaria, banche, derivati*, in *Dir. Banc.*, 2009, I, p. 13 ss.

¹⁴ Si tratta di una constatazione che non riguarda le banche italiane che, infatti, hanno complessivamente avuto meno problemi di stabilità rispetto a quelle straniere, soprattutto a quelle americane e inglesi. Tuttavia, ed è il risvolto della medaglia, è noto che in taluni importanti casi le banche italiane si sono liberate dal rischio di credito nei confronti di imprese prossime alla crisi collocando presso il pubblico titoli di elevata opacità, così traslando il rischio a carico dei propri clienti.

¹⁵ Cfr. DIAMOND e RAJAN, *The credit crisis: conjectures about causes and remedies*, NBER working paper series n. 14739, febbraio 2009.

¹⁶ È il noto fenomeno dell'*originate to distribute*, che forse – visto l'impiego delle tecniche di cartolarizzazione – meglio dovrebbe chiamarsi *originate to securitize*. Sul punto, per tutti v. CESARINI, *Il ruolo delle banche: controllo del rischio di credito e collocamento di strumenti finanziari*, in *Centro Nazionale di Prevenzione e Difesa Sociale*, a cura di, *La crisi finanziaria: banche, regolatori, sanzioni*, Milano, Giuffré, 2010, p. 21 ss.

¹⁷ Il meccanismo può essere descritto nel seguente modo. La banca finanziatrice cede un *pool* di crediti a un'apposita società veicolo la quale finanzia il loro

e) questo fenomeno non ha però impedito l'acquisto di questi titoli da parte di altre banche che trovavano conveniente l'operazione. Per un verso, il malfunzionamento delle agenzie di *rating* e l'eccesso di confidenza sia da parte dei pubblici poteri sia da parte degli operatori privati, ivi incluse le istituzioni finanziarie, sulle loro valutazioni ha causato che le *tranches seniores* delle cartolarizzazioni avessero a parità di rendimento con titoli tradizionali un *rating* migliore e, corrispettivamente, a parità di *rating*, rendimenti maggiori¹⁸.

Per altro verso, è mancata la percezione del rischio, cioè del fatto che i maggiori rendimenti, in realtà, altro non erano che il compenso per un rischio occulto: e ciò sia per la difficoltà di comprendere tale rischio da parte dei *risk managers* delle banche acquirenti e, più in generale, lo scarso potere effettivo di questa funzione; sia per l'idoneità di queste operazioni a far immediatamente emergere plusvalenze suscettibili di tramutarsi in *performances* tali da far scattare più che allettanti *bonuses* per gli esponenti aziendali¹⁹; sia, ancora, per la trascuratezza generale sul rischio di liquidità e di mercato connesso a questi titoli (la c.d. prociclicità) e alla loro connessione con erogazioni di credito assai generose (i citati mutui *sub-prime*).

A voler essere maliziosi, poi, si può citare il possibile scambio "perverso" tra istituzioni finanziarie: secondo il Fondo Monetario Internazionale²⁰ degli 1,2 trilioni di dollari di mutui *sub-prime* emessi a fine 2007,

acquisto sul mercato, con l'emissione di titoli obbligazionari, i cui capitale e interessi verranno pagati con il *cash flow* generato dai crediti acquistati. Il meccanismo, oltre al *bundling* di diverse attività sottostanti e alla loro cartolarizzazione, comprende anche il cd. *slicing*. I titoli emessi, infatti, vengono ripartiti in *tranches* gerarchicamente ordinate, ciascuna delle quali è soggetta in via successiva al rischio di *default* dei debitori sottostanti di modo che le *tranches* privilegiate (*senior*) subiranno perdite se e solo se i *defaults* sugli *underlying assets* saranno di entità tale da non essere assorbiti dalle *tranches* subordinate (*junior*) che, quindi, sopportano in prima battuta il pericolo di insolvenza dei debitori.

¹⁸ Cfr. PRESTI, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *Centro Nazionale di Prevenzione e Difesa Sociale*, a cura di, *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Milano, Giuffrè, 2009, p. 75 ss. (e in *Jus*, 2009, p. 65 ss.).

¹⁹ Cfr. PRESTI, *Mezzi e fini nella nuova regolazione finanziaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, p. 208 ss. (e in *Dopo la crisi: conseguenze economiche, finanziarie e sociali*, Milano, 2010, p. 59 ss.).

²⁰ FONDO MONETARIO INTERNAZIONALE, *Containing Systemic Risks and Restoring*

il 75% era stato cartolarizzato e di questo l'80% aveva ricevuto la magica tripla A: cioè il 60% del credito a rischio magicamente, con la collaborazione delle agenzie di *rating*, era stato trasformato in titoli sedicentemente a prova di bomba. Il che ovviamene può avere comportato un fenomeno analogo a quello che abbiamo visto nelle nostre squadre di calcio ove per anni i bilanci sono stati sistemati scambiando alla pari Stanlio con Ollio, ma valutandoli entrambi come fossero Maradona. In altri termini, se mi tengo i miei crediti in bilancio, mi costano molto in termini di capitale perché sono rischiosi; ma se li cartolarizzo e un altro operatore acquista la *tranche senior* AAA gli costa molto meno ... e naturalmente viceversa.

La distorsione sul lato dell'attivo ha provocato un analogo difetto su quello del passivo che, a sua volta, ne ha amplificato gli esiti. Proprio la scarsa fiducia sull'idoneità dei meccanismi di *governance* a consentire la percezione e l'emersione del rischio ha fatto sì che vi fosse un notevole *spread* tra la raccolta a breve sui mercati e quella a lungo termine (sia di credito che di rischio). Il minor costo della raccolta a breve sui mercati, incrementata anche – a livello macroeconomico – dal *gap* spaventoso tra paesi formiche eccedentari e paesi cicale deficitari, ha sì consentito guadagni a breve termine, ma ha anche reso più volatile la provvista che, infatti, non appena aperta la crisi, si è liquefatta, amplificando la crisi generata sul lato attivo del bilancio.

L'esperienza, insomma, insegna che la celebre legge di Murphy (se qualcosa può andare male, lo farà) si applica anche alla finanza: la tossicità di un prodotto finanziario non ne impedisce affatto l'appetibilità sul mercato e neppure l'acquisto da parte di soggetti a loro volta fabbricanti di prodotti finanziari tossici. Come a dire: se si possono produrre e vendere uova marce, non è affatto escluso che anche altri contadini le comprino e le mangino.

Di fronte a questo scenario il presidente degli Stati Uniti, oltre al campionario di tutti gli strumenti di cui si discute a livello internazionale ²¹, ha proposto una misura che di primo acchito sembrerebbe voler

Financial Soundness, aprile 2008, 59, consultabile alla pagina web www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/01/index.htm.

²¹ La latitudine degli strumenti utilizzati negli USA è dimostrata quantitativamente dalle dimensioni della versione finale della legge di riforma, il *Dodd-Frank Wall Street Reform And Consumer Protection Act*: tale provvedimento

riesumere il *Glass-Steagall Act* del 1933 messo in pensione dal *Gramm-Leach-Bliley Act* del 1999: ripristinare cioè la secca separazione tra l'attività bancaria e quella di mercato mobiliare ²². Per la verità, va subito precisato che non è esattamente così: alle banche, infatti, non verrebbe vietata *tout court* l'attività mobiliare, ma solo il c.d. *proprietary trading* (*prop trading*).

La proposta parte da questa premessa: le banche commerciali sono assistite da una *safety net* (l'assicurazione sui depositi, l'intervento quale *lender of last resort* della *Fed*) che si giustifica con l'interesse pubblico (il servizio che le banche nella loro attività *core* prestano ai clienti). Non è però giustificato che chi si avvale di questa *safety net* a spese del contribuente, che significa tra l'altro potersi finanziare a un costo inferiore perché i finanziatori, contando sulla rete di protezione, richiedono tassi minori, svolga poi attività che “*put taxpayer money at risk by operating hedge funds and private equity funds and making riskier investments to reap a quick reward*” ²³. A questa ragione di fondo si aggiunge poi che occorre evitare il sorgere di un conflitto di interessi in quanto “*it is not appropriate for them* [le banche

legislativo, approvato definitivamente dal Senato il 15 luglio 2010, consta di 2.319 pagine e di cinquecentotrentatré articoli (molti dei quali, a loro volta, richiedono una normativa secondaria da parte delle Autorità di settore). Solo esemplificativamente si può ricordare che la legge prevede il riassetto della vigilanza (con, tra l'altro, l'istituzione di una nuova agenzia di protezione dei consumatori, il *Consumer Financial Protection Bureau*, allocato presso la *Federal Reserve* e di un *Financial Stability Oversight Council* dedicato alla vigilanza sui rischi sistemici), l'aumento della qualità e quantità del capitale, la diminuzione della leva finanziaria, il potenziamento della liquidità degli intermediari, la riduzione dei rischi di controparte per i prodotti derivati favorendo i mercati regolamentati con controparte centrale, la riduzione della prociclità dei comportamenti e delle regole contabili, la previsione di meccanismi efficienti di *resolution* delle crisi, nuove regole di *corporate governance* (in particolare per quanto concerne la nomina degli amministratori e i compensi dei *managers*), un ulteriore inasprimento delle disposizioni sulle agenzie di *rating*, ecc.

²² Va ricordato che l'ipotesi di riesumere il *Glass-Steagall Act* ha trovato subito il secco contrasto di quasi tutti: COMMITTEE ON CAPITAL MARKETS REGULATION THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS, *A Plan for Regulatory Reform*, maggio 2009, p. 191 ss.; KREGEL, *No going back: why we cannot restore Glass-Steagall's segregation of banking and finance*, *Levy economics institute of Bard College*, n. 107, 2010.

²³ La citazione, come quelle che seguono nel paragrafo, è tratta dagli interventi di Barack Obama citati alla nota 5.

che fruiscono della *safety net*] to turn around and use that cheap money to trade for profit. And that is especially true when this kind of trading often puts banks in direct conflict with their customers' interests".

La conclusione è secca: "we cannot accept a system in which shareholders make money on these operations if the bank wins but taxpayers foot the bill if the bank loses" e da questa discende la c.d. "Volcker Rule"²⁴: "Banks will no longer be allowed to own, invest, or sponsor hedge funds, private equity funds, or proprietary trading operations for their own profit, unrelated to serving their customers".

Molte critiche sono state formulate nei confronti di questa proposta. Anzitutto se ne è rilevata la genericità, in particolare sul punto cruciale della definizione precisa di cosa sia il *prop trading unrelated to serving their customers*²⁵. E i casi, si è detto, sarebbero due: o si usa una *narrow definition*²⁶, e allora la regola servirebbe a poco in quanto resterebbe fuori quella forma di prestiti indiretti che sono rappresentati proprio dai titoli cartolarizzati in cui si annidano i maggiori rischi; oppure si usa una *broad definition*²⁷, ma allora nel divieto rientrerebbe, oltre alla *securitization*, anche l'attività di *market making*. Si correrebbe, pertanto, il rischio di precludere alle banche un'attività essenziale non solo per la realizzazione dei loro profitti, ma anche per l'ordinato funzionamento dei mercati finanziari e, in ultima analisi, vista la tradizionale attività in proprio delle banche sui titoli pubblici, per il finanziamento degli Stati

²⁴ Sulla quale v. l'intervento dello stesso VOLCKER del 2 febbraio 2010 avanti il *Committee On Banking, Housing And Urban Affairs* del Senato degli Stati Uniti nell'audizione sul tema "Prohibiting Certain High-Risk Investment Activities by Banks and Bank Holding Companies".

²⁵ Ma anche altri profili sono stati bollati come eccessivamente generici: per esempio cosa debba intendersi per *sponsorship* di un *hedge fund*.

²⁶ "Too narrow a definition, limited to discrete internal hedge fund and private equity activity undertaken by banks for their own accounts, is unlikely to lead to material reduction of risk, since these activities account for only a small fraction of most banks' operations" (SCOTT, intervento del 4 febbraio 2010 avanti il *Committee On Banking, Housing And Urban Affairs* del Senato degli Stati Uniti nell'audizione sul tema "Implications of the 'Volcker Rules' for Financial Stability").

²⁷ "Defining proprietary trading too broadly, meanwhile, might seriously impair the basic function of modern banks as market-makers in government and non-government securities, and as securitizers of consumer debt" (SCOTT, *ibidem*).

sovrani ²⁸. D'altro canto, la stessa attività di cartolarizzazione è anch'essa, al netto di distorsioni, importante: lo stesso presidente Obama ha detto che deve essere rinvigorita perché è essenziale per l'efficiente funzionamento del mercato creditizio. E, in altra prospettiva, ci si può chiedere come si concilierebbe il limite con la percentuale di titoli cartolarizzati che, secondo tutti progetti, in futuro la banca cartolarizzatrice dovrebbe mantenere in portafoglio per continuare ad avere “*skin in the game*” ²⁹.

Su quest'ultimo aspetto può replicarsi che un conto è il divieto di *trading* sui titoli derivanti dalla cartolarizzazione dei mutui, altro è l'obbligo per l'*originator* di mantenere una quota significativa di interesse nell'andamento dei crediti cartolarizzati. Resta, tuttavia, il problema di fondo della definizione di *prop trading* per far sì che il divieto sia, insieme, efficace, ma non tale da precludere alle banche attività utili per l'interesse generale.

Certamente condivisibile è, invece, l'osservazione che, in realtà, il *prop trading* (se si eccettuano i titoli da cartolarizzazione dei mutui) non è stato all'origine della crisi. Le perdite della crisi sono dovute per il 34% all'attività creditizia immobiliare diretta (577 miliardi di dollari), per il 20% ad altra attività creditizia (338 miliardi di dollari), per il 31% all'attività creditizia immobiliare indiretta, cioè alle cartolarizzazioni dei mutui (519 miliardi di dollari) ³⁰. Tuttavia, anche se per la

²⁸ FERGUSON, *Ascesa e declino del denaro*, Mondadori, Milano, 2009. Del resto, neppure il *Glass-Steagall Act* precludeva questa tipologia di attività.

²⁹ Al riguardo oggi v. la *section 941* del Dodd-Frank Act secondo cui “*Not later than 270 days after the date of enactment of this section, the Federal banking agencies and the Commission shall jointly prescribe regulations to require any securitizer to retain an economic interest in a portion of the credit risk for any asset that the securitizer, through the issuance of an asset-backed security, transfers, sells, or conveys to a third party*”. Nello stesso senso, al fine di allineare l'interesse del *securitizer* con quello degli acquirenti, sono anche le proposte del *Financial Stability Board*. A livello europeo si può ricordare l'obbligo di mantenere un interesse economico netto non inferiore al cinque per cento di ogni tranche previsto nella Direttiva 2009/111/CE del 16 settembre 2009 che modifica le direttive 2006/48/CE, 2006/49/CE e 2007/64/CE per quanto riguarda gli enti creditizi collegati a organismi centrali, taluni elementi dei fondi propri, i grandi fidi, i meccanismi di vigilanza e la gestione delle crisi (v., in particolare, l'art. 1 che modifica la direttiva 2006/48/CE, tra l'altro introducendo una nuova sezione 7 “*Esposizioni sul rischio di credito trasferito*”).

³⁰ SCOTT, *ibidem*.

crisi cominciata nel 2007 il *prop trading* in senso stretto non è stato la causa principale ³¹ (così come, del resto, non lo sono stati neppure gli strumenti finanziari derivati e gli *hedge funds*), non sembra che ciò rappresenti un motivo decisivo per non intervenire. L'intrinseca pericolosità di tale attività, le perverse connessioni con l'attività bancaria in senso stretto, la moltiplicazione dei conflitti di interesse (giustamente sottolineata sia dal presidente Obama sia da Volcker nella sua audizione al Senato) sono tutti motivi che giustificano un intervento per ridurre il rischio di una nuova crisi e assicurare il miglior funzionamento del mercato.

Tre in definitiva sembrano le giustificazioni idonee a sorreggere un divieto di *prop trading unrelated to serving their customers*.

La prima è il problema del conflitto di interessi. Se la banca stessa opera in proprio, inevitabilmente entra in conflitto con i suoi clienti per i quali presta il servizio di intermediazione sui medesimi titoli. Non è che uno dei molteplici conflitti di interesse che caratterizzano l'attività mobiliare della banca ³², ma la *Volcker Rule* può essere un buon inizio per smentire la litania che nell'attività finanziaria i conflitti di interesse non possono essere eliminati, ma solo gestiti. È banale osservare che la tesi della c.d. ineliminabilità dei conflitti è solo un'argomentazione politica che sta a valle della scelta c.d. efficientistica di consentire alle banche una pluralità di attività; ed è altrettanto banale ricordare che la supposta maggiore efficienza di tale scelta dovrebbe essere accompagnata dall'individuazione degli interessi che da essa traggono vantaggio: che siano quelli dei risparmiatori è lecito dubitare.

La seconda è il problema della concorrenza e delle pari opportunità.

Consentire a chi si avvale della *safety net* di svolgere attività *unrelated to serving their customers* introduce una distorsione nel meccanismo competitivo tra operatori. Ci si può chiedere se sia corretto affrontarlo solo dal punto di vista dell'attivo; ma la proposta di Obama, come si ricordava all'inizio, riguarda anche il passivo delle banche.

³¹ E, più in particolare, non lo è stato quello svolto dalle banche commerciali che raccolgono depositi giacché le istituzioni maggiormente colpite sono state le *investment banks*.

³² In termini generali, si rinvia a PRESTI e RESCIGNO, *Il conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento: diagnosi e terapie*, in *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, a cura di Anolli, Banfi, Presti, Rescigno, Bologna, Il Mulino, 2007, p. 11 ss.

La terza, infine, è il noto problema del *too big to fail*. Precludere alle banche l'attività di *prop trading* significa, infatti, porre un argine al loro gigantismo e, quindi, limitare l'azzardo morale legato al raggiungimento di dimensioni che rendono improponibile il fallimento. Alcuni dati empirici sono impressionanti ³³; e si può seriamente dubitare che le motivazioni usualmente addotte per consentire il perseguimento di sempre maggiori dimensioni (necessità di grandi banche per grandi clienti, protezione degli operatori nazionali rispetto a quelli esteri, economie di scala e di scopo, assicurare liquidità ai mercati) siano davvero adeguate e, comunque, tali da superare l'inconveniente dell'impossibilità di fatto di essere assoggettate a fallimento (con la conseguenza dell'intervento pubblico, a spese dei contribuenti, per il salvataggio delle macro-imprese in difficoltà).

D'altra parte, non può nascondersi che ancora più importante di quella delle dimensioni è la questione dell'interconnessione, cioè del *chain-reaction risk* che prescinde dalle dimensioni e anche dalla natura sussidiata del passivo. Ci si deve allora chiedere se sia corretto limitare la preclusione dell'attività di rischio in proprio alle sole banche, cioè a soggetti comunque vigilati, e non estenderla anche al c.d. sistema bancario ombra. Quest'ultima osservazione porta a ricordare l'osservazione secondo cui vietare il *prop trading* alle banche comporterebbe il pericolo che per potere esercitare quell'attività alcuni intermediari avviino un processo di *de-banking* per cui alla fine ci si troverebbe sì senza la commistione tra "passivo garantito" e attività di rischio *unrelated to serving the customers*, ma anche con l'inopportuna concentrazione di una tipologia di attività particolarmente rischiosa svolta da soggetti meno

³³ Vedi JOHNSON, intervento del 4 febbraio 2010 avanti il *Committee On Banking, Housing And Urban Affairs* del Senato degli Stati Uniti nell'audizione sul tema "*Implications of the 'Volcker Rules' for Financial Stability*": le sei maggiori banche USA avevano attivi di bilancio pari al 17% del PIL nel 1995, al 55% nel 2006, al 63% nel 2009. Altrove la situazione è ancora peggiore: RBS aveva un attivo di bilancio pari al 125% del PIL del Regno Unito; le sei maggiori banche britanniche arrivavano al triplo del PIL; tutte insieme al sestuplo. In Islanda l'attivo complessivo delle banche arrivava a un importo oscillante tra 11 a 13 volte il PIL. In Svizzera le due maggiori avevano un attivo pari a otto volte il PIL. Negli USA, infine, le maggiori tre banche hanno il 40% del mercato dell'*underwriting*; le quattro maggiori il 50% di quello dei mutui e il 67% di quello delle carte di credito; le cinque maggiori controllano il 95% del mercato dei derivati OTC.

vigilati ³⁴. Ne risulta l'opportunità che le regole sul *prop trading* non vengano limitate alle sole banche, ma – benché con regole non necessariamente eguali – siano estese anche ad altre istituzioni finanziarie.

Per quanto gli Stati Uniti siano tuttora il maggior mercato finanziario mondiale, è evidente infine che un intervento unilaterale che non sia accompagnato dal consenso internazionale presenterebbe il grave rischio di stimolare arbitraggi normativi e, in conclusione, di aumentare l'entropia del sistema finanziario mondiale. Le proposte del presidente americano sono state accolte con favore da importanti esponenti del Regno Unito (*in primis* dal Governatore della *Bank of England* citato in apertura), dalla Banca centrale europea e dal *Financial Stability Board*. Meno favorevoli sono state le reazioni del comitato di Basilea, della Germania e della Francia. Il Presidente francese, intervenendo il 27 gennaio 2010 al *World Economic Forum Annual Meeting* di Davos-Klosters ha senza reticenze dichiarato: “*Je suis d'accord avec le Président Obama quand il juge nécessaire de dissuader les banques de spéculer pour elles-mêmes ou de financer des fonds spéculatifs. Mais ce débat ne peut pas être tranché par un seul pays quel que soit son poids dans la finance mondiale. Ce débat, c'est au sein du G20 qu'il doit être tranché*” ³⁵.

S'intrecciano, quindi, temi politici e temi tecnici. Da un lato, la costruzione del nuovo ordine finanziario mondiale non può essere frutto di una scelta unilaterale americana. Dall'altro, è ancora aperto il tema se sia preferibile vietare determinate forme di attività alle banche oppure continuare a consentirle, solo rendendole più onerose tramite l'internazionalizzazione dei rischi prospettici in costi attuali per gli operatori: che è poi l'opzione sulla quale si sta muovendo il comitato di Basilea ³⁶.

[Nelle more tra lo svolgimento dell'incontro in cui questo contributo è stato presentato e la pubblicazione la proposta di Obama, come già si è accennato, è divenuta legge. Non è certo questa la sede per presentare il *Dodd-Frank Wall Street Reform And Consumer Protection*

³⁴ SCOTT, *op. loc. cit.*

³⁵ Il discorso può essere letto nella sua versione integrale sul sito www.voltairenet.org.

³⁶ Cfr. ONADO, *op. cit.* Va ricordato che il tema del *prop trading* è uno di quelli per i quali, allo stato, vi è maggiore scollamento tra l'impostazione europea e quella statunitense.

Act, complesso atto normativo che si estende per 2.319 pagine, consta di cinquecentotrentatré articoli (molti dei quali, a loro volta, richiedono una normativa secondaria da parte delle Autorità di settore) e tocca una molteplicità di argomenti (v. *supra*, nota 21). Mi limito, pertanto, a riassumere cosa è stato previsto per il *prop trading* che, come raccontato anche dalle cronache ³⁷, è stato fino all'ultimo uno degli argomenti più discussi e controversi e per il quale alla fine, anche allo scopo di ottenere il voto decisivo di alcuni senatori repubblicani, si è realizzato un articolato compromesso tra fautori e detrattori; compromesso che pare abbia lasciato insoddisfatto lo stesso Paul Volcker da cui la neo introdotta regola, nonostante il suo lamentato annacquamento ³⁸, prende il nome.

Premesso che il *Dodd-Frank Wall Street Reform And Consumer Protection Act* risulta dalla sintesi tra il testo approvato dal Congresso degli Stati Uniti il 2 dicembre 2009 (H.4173 *The Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009*) e quello approvato il 20 maggio 2010 dal Senato (S.32117 *The Restoring American Financial Stability of 2010*), la materia che qui interessa è regolata dalla *section* 619 che ha introdotto una nuova *section* 13 “*Prohibitions On Proprietary Trading And Certain Relationships With Hedge Funds And Private Equity Funds*” del *Bank Holding Company Act of 1956*.

L'inizio della norma è assai perentorio: secondo il paragrafo (a): “*Unless otherwise provided in this section, a banking entity* ³⁹ *shall not (A) engage in proprietary trading* ⁴⁰; *or (B) acquire or retain any equity, partnership,*

³⁷ Per tutti v.: *Not all on the same page*, in *The Economist* del 3 luglio 2010; *Bang or whimper*, in *The Economist* del 26 giugno 2010.

³⁸ Per la verità, il giudizio non sembra poter essere così univoco giacché per alcuni versi la norma è particolarmente severa. Vero è però che vi sono punti deboli per le possibili eccezioni rimesse alle Autorità di settore, per i lunghi tempi di adeguamento, per i c.d. investimenti *de minimis* consentiti.

³⁹ Secondo il paragrafo (h)(1) “*The term ‘banking entity’ means any insured depository institution (as defined in section 3 of the Federal Deposit Insurance Act (12 U.S.C. 1813)), any company that controls an insured depository institution, or that is treated as a bank holding company for purposes of section 8 of the International Banking Act of 1978, and any affiliate or subsidiary of any such entity*”. La nozione è, quindi, assai ampia e si estende alle *subsidiaries*.

⁴⁰ Secondo il paragrafo (h)(4): “*The term ‘proprietary trading’, when used with respect to a banking entity or nonbank financial company supervised by the Board, means engaging as a principal for the trading account of the banking entity or nonbank financial company supervised by the Board in any trans-*

or other ownership interest in or sponsor⁴¹ a hedge fund or a private equity fund”. Le *nonbank financial companies supervised by the Board*⁴² sono, invece, soggette (come sarà stabilito dalla normativa secondaria) a requisiti di capitale addizionali e a ulteriori limiti quantitativi.

Il dettaglio preciso dell'estensione del divieto è lasciato, tuttavia, alla normativa secondaria. Il paragrafo (b), infatti, prevede che: “*Not later than 6 months after the date of enactment of this section, the Financial Stability Oversight Council shall study and make recommendations on implementing the provisions of this section*”. Solo dopo questa attività di studio, e più precisamente “*not later than 9 months after the completion of the study ... the appropriate Federal banking agencies, the Securities and Exchange Commission, and the Commodity Futures Trading Commission, shall consider the findings of the study ... and adopt rules to carry out this section*”.

L'entrata in vigore della nuova normativa è differita ed è, in prima battuta, legata all'emanazione della normativa secondaria. Essa avrà effetto “*on the earlier of (A) 12 months after the date of the issuance of final rules under subsection (b); or (B) 2 years after the date of enactment of this section*”. Conseguentemente, il termine di adeguamento delle banche e delle *nonbank financial company supervised by the Board* è, in linea generale (e salva l'ipotesi di possibili deroghe), fissata in “*not later than 2 years after the date on which the requirements become effective*”. La regola, insomma, c'è, ma i tempi della sua applicazione pratica sono particolarmente diluiti nel tempo.

action to purchase or sell, or otherwise acquire or dispose of, any security, any derivative, any contract of sale of a commodity for future delivery, any option on any such security, derivative, or contract, or any other security or financial instrument that Commission, and the Commodity Futures Trading Commission may, by rule as provided in subsection (b)(2), determine”.

⁴¹ Secondo il paragrafo (h)(5): “*The term to ‘sponsor’ a fund means (A) to serve as a general partner, managing member, or trustee of a fund; (B) in any manner to select or to control (or to have employees, officers, or directors, or agents who constitute) a majority of the directors, trustees, or management of a fund; or (C) to share with a fund, for corporate, marketing, promotional, or other purposes, the same name or a variation of the same name*”. Anche qui la nozione utilizzata pare alquanto estesa.

⁴² Secondo il paragrafo (h)(3): “*The term ‘nonbank financial company supervised by the Board’ means a nonbank financial company supervised by the Board of Governors, as defined in section 102 of the Financial Stability Act of 2010*”.

Fin d'ora, tuttavia, la legge elenca una serie di attività permesse e di attività vietate (e, si tratta, quindi, dei confini entro i quali potrà muoversi la normativa secondaria). Le attività permesse secondo il paragrafo (d) sono:

- (A) il *trading* di titoli di Stato e di titoli a questi assimilati;
- (B) il *trading* di *securities* “*in connection with underwriting or market-making-related activities, to the extent that any such activities permitted by this subparagraph are designed not to exceed the reasonably expected near term demands of clients, customers, or counterparties*”;
- (C) le attività di copertura di rischi;
- (D) il *trading* svolto “*on behalf of customers*”;
- (E) gli investimenti in “*small business investment companies*”;
- (F) il *trading* effettuato da una “*regulated insurance company directly engaged in the business of insurance for the general account of the company and by any affiliate of such regulated insurance company, provided that such activities by any affiliate are solely for the general account of the regulated insurance company*”, purché ricorrano determinate condizioni indicate in dettaglio;
- (G) a determinate condizioni l'attività di “*organizing and offering a private equity or hedge fund, including serving as a general partner, managing member, or trustee of the fund and in any manner selecting or controlling (or having employees, officers, directors, or agents who constitute) a majority of the directors, trustees, or management of the fund, including any necessary expenses for the foregoing*”;
- (H) il *proprietary trading* svolto “*solely outside of the United States*” da una *banking entity* che non sia direttamente o indirettamente controllata da una banca americana;
- (I) l'acquisizione o la titolarità “*of any equity, partnership, or other ownership interest in, or the sponsorship of, a hedge fund or a private equity fund*” svolta “*solely outside of the United States*” da una *banking entity* che non sia direttamente o indirettamente controllata da una banca americana e a condizione che “*no ownership interest in such hedge fund or private equity fund is offered for sale or sold to a resident of the United States*”;
- (J) infine, ed è una clausola finale di enorme importanza “*such other activity as the appropriate Federal banking agencies, the Securities and Exchange Commission, and the Commodity Futures Trading Commission determine, by rule, as provided in subsection (b)(2), would promote and protect the safety and soundness of the banking entity and the financial stability of the United States*”.

Tutte queste attività sono, o possono essere, permesse solo a condizione che non si realizzi uno di questi eventi: *“(i) would involve or result in a material conflict of interest ... between the banking entity and its clients, customers, or counterparties; (ii) would result, directly or indirectly, in a material exposure by the banking entity to high-risk assets or high-risk trading strategies (as such terms shall be defined by rule as provided in subsection (b)(2); (iii) would pose a threat to the safety and soundness of such banking entity; or (iv) would pose a threat to the financial stability of the United States”*. Anche qui le regole di dettaglio sono delegate alle Autorità di settore.

Infine, e senza la clausola di salvaguardia appena riportata, è anche permesso che una *“banking entity may make and retain an investment in a hedge fund or private equity fund that the banking entity organizes and offers, ... for the purposes of (i) establishing the fund and providing the fund with sufficient initial equity for investment to permit the fund to attract unaffiliated investors; or (ii) making a de minimis investment”*. L'attività (i) è soggetta alla condizione che *“(i) A banking entity shall actively seek unaffiliated investors to reduce or dilute the investment of the banking entity to the amount permitted under clause (ii)”*; quella sub (ii) alla condizione che *“(ii) Notwithstanding any other provision of law, investments by a banking entity in a hedge fund or private equity fund shall (I) not later than 1 year after the date of establishment of the fund, be reduced through redemption, sale, or dilution to an amount that is not more than 3 percent of the total ownership interests of the fund; (II) be immaterial to the banking entity, as defined, by rule, pursuant to subsection (b)(2), but in no case may the aggregate of all of the interests of the banking entity in all such funds exceed 3 percent of the Tier 1 capital of the banking entity”*. In ogni caso *“the aggregate amount of the outstanding investments by a banking entity under this paragraph, including retained earnings, shall be deducted from the assets and tangible equity of the banking entity, and the amount of the deduction shall increase commensurate with the leverage of the hedge fund or private equity fund”*.

Infine, il paragrafo (g)(2) prevede che *“Nothing in this section shall be construed to limit or restrict the ability of a banking entity or nonbank financial company supervised by the Board to sell or securitize loans in a manner otherwise permitted by law”*.

In conclusione, se è vero che la *Volcker Rule* è stata introdotta nell'ordinamento statunitense ed è uno dei punti qualificanti della nuova legislazione, è anche vero che i tempi di attuazione sono particolarmente lunghi e che, nel frattempo, la regola dovrà essere meglio dettagliata dalle Autorità di settore le quali hanno ampi margini per la sua sintonia

fine. Restano, quindi, le preoccupazioni che essa, a seconda dell'esito finale della normativa secondaria, possa rivelarsi *over-inclusive* qualora prevalga un orientamento punitivo o, al contrario, *under-inclusive* qualora, come sembra più probabile, le *lobbies* interessate riescano a ottenere un trattamento di riguardo dalle Autorità].

MATTEO MATTEI GENTILI

La qualità e quantità degli investimenti bancari determinano l'entità dei rischi che l'istituto si assume. La stabilità di un'azienda di credito, a passivo costante, dipende dalla composizione dell'attivo, per conseguenza l'attenzione dei regolatori è principalmente focalizzata su questo aspetto. Con una sovrasemplificazione potremmo affermare che il principio di fondo delle statuizioni di Basilea è quello di pesare il livello di rischi generato dall'attivo ed assicurarsi che sia efficacemente bilanciato da un adeguato volume di mezzi propri. La stabilità aziendale nella logica regolamentare in questione riposa sull'equilibrio fra rischi e patrimonio. L'architettura complessiva che ne deriva si caratterizza quindi per un'elevata flessibilità, posto che, in linea teorica, gli intermediari possono sempre optare fra una riduzione dei rischi e un incremento del capitale.

Un diverso approccio al problema del controllo sulla stabilità è quello fondato su divieti e obblighi. In questo modello il sistema di regole mira a ottenere la stabilità degli intermediari vietando le categorie di investimenti a maggior contenuto di rischio. Gran parte delle regolamentazioni approntate dopo la crisi del millenovecentoventinove si articolavano secondo questa logica, che presenta una maggiore rigidità.

È naturale che la recente crisi finanziaria abbia indotto a una riflessione sull'opportunità di ritornare a questo modello di controllo, che alcuni ritengono maggiormente capace di tutelare la stabilità del sistema.

È necessario avere sempre presente che ogni attività economica origina dei circuiti monetari che generano fisiologicamente rischi di varia natura (operativi, di controparte, di prezzo, di liquidità...). Questi non possono essere cancellati, se non sopprimendo l'attività che li genera. Se non s'intende seguire questa via, che evidentemente determina il contenimento dell'economia, è necessario prendere atto dalla loro esistenza e interrogarsi su come possono essere allocati nel modo migliore per la collettività. Questo significa che, in linea generale, dobbiamo valutare quale fra i macro operatori del sistema: famiglie, imprese, amministrazione pubblica e istituzioni finanziarie, sia più adatto ad acquisirli, quindi a selezionarli, monitorarli e gestirli.

È mia opinione che la soluzione più razionale per la stabilità complessiva del sistema sia quella oggi vigente, che prevede l'accollo di gran parte dei rischi all'industria finanziaria, in particolare a banche e assicurazioni, con l'amministrazione pubblica nel ruolo di controllore e garante di ultima istanza. Pare lecito dubitare che famiglie e imprese abbiano il desiderio e la capacità di farsi carico di un maggior onere in termine di rischi. La stragrande maggioranza delle famiglie non possiede le competenze e i mezzi finanziari necessari. Le imprese sono impegnate a fronteggiare i rischi tipici dell'attività produttiva. La pubblica amministrazione non ha mai dimostrato particolare efficacia in materia e sembra quindi poco opportuno che possa svolgere un ruolo più diretto.

In sostanza, divieti all'assunzione di rischi da parte dell'industria finanziaria determinano o riduzione di attività economiche o trasferimento di rischi a famiglie e imprese e pubblica amministrazione o una combinazione di questi eventi.

In Italia, come in altri paesi, esiste una lunga esperienza di funzionamento di sistemi di controllo fondati su divieti. La stabilità del sistema, vigente la legge bancaria del '36, è stata assicurata, in larga misura, precludendo alle aziende di credito la possibilità di assumere taluni rischi, ma al prezzo di un contenimento delle attività. Questo modello ha determinato soprattutto una forte limitazione dei finanziamenti a media e lunga scadenza e di quelli a titolo di capitale, con le inevitabili conseguenze sugli investimenti, sull'attività delle imprese ed in definitiva sull'intera economia.

È evidente che ogni regolamentazione deve trovare un punto di equilibrio fra gli obiettivi di stabilità e quelli di efficienza e di efficacia dell'industria finanziaria chiamata a fornire risposte alle richieste dei datori e dei prenditori di fondi ed ad accollarsi i rischi che ne derivano.

Gli accadimenti hanno dimostrato i limiti del modello regolamentare vigente, anche prescindendo dalla circostanza che, al manifestarsi della crisi in alcuni paesi, come gli Stati Uniti, esso non fosse ancora completamente applicato. Questo non significa che sia necessaria la sua sostituzione e il ritorno ad un sistema fondato su divieti. Per quanto è possibile conoscere sui lavori in corso, è lecito immaginare una prossima "Basilea 3" che si caratterizzi come uno sviluppo del modello in essere e faccia tesoro dell'esperienza per definire una più appropriata ponderazione dei rischi generati dagli investimenti delle banche e della quantità e qualità di capitali necessari per fronteggiarli. Allo stesso modo si sta riconsiderando la regolamentazione del patrimonio di vigilanza per orientarla verso configurazioni più restrittive, o semplicemente più ortodosse. Nel senso di considerare capitale solo gli elementi patrimoniali che effettivamente sono in grado di assorbire le perdite.

La regolamentazione attuale presenta, purtroppo, anche gravi carenze sotto il profilo logico che gli eventi hanno reso palesi. Il principio di parametrare il capitale ai rischi è valido solo per una categoria di rischi, quelli economici, la cui manifestazione determina un impatto negativo sulla redditività che, in ultima analisi, deve essere adeguatamente assorbito dal patrimonio. I mezzi propri sono una grandezza appropriata per fronteggiare questa tipologia di rischi, non lo sono invece in misura significativa per affrontare quelli finanziari. Gli squilibri fra i flussi in entrata e in uscita derivano dal livello di trasformazione delle scadenze attuato dagli intermediari e possono essere contenuti solo limitandone la misura e imponendo loro il mantenimento di appropriate riserve di liquidità. Il complesso regolamento di Basilea 2, ignorando i rischi finanziari ha esposto il sistema a condizioni di forte vulnerabilità da crisi di liquidità. La vicenda Northern Rock, istituto specializzato nell'erogazione di mutui ipotecari a lunga scadenza utilizzando una significativa percentuale di raccolta a breve termine, rappresenta un caso evidente di instabilità da squilibrio finanziario e costituisce un esemplare oggetto di riflessione su questo tema.

È lecito sperare in interventi di regolamentazione che limitino il rischio di squilibri finanziari e che impongano riserve di liquidità parametriche alla dinamica dei flussi in entrata e in uscita delle singole banche, non alla consistenza della passività, poiché la stabilità della raccolta non dipende che parzialmente dalle caratteristiche degli strumenti finanziari utilizzati.

Un'ulteriore lacuna della regolamentazione in essere è relativa a quelle prassi che vengono identificate con il modello operativo dell'*originate to distribute*. Questo si realizza attraverso la cartolarizzazione e la cessione di quote dell'attivo, con il duplice scopo di ottenere, sia un flusso di fondi, sia il trasferimento agli acquirenti dei titoli dei relativi rischi, di credito e di prezzo. Mentre l'afflusso di mezzi appare del tutto funzionale all'efficacia complessiva del sistema, poiché agevola il mantenimento dell'equilibrio finanziario dell'intermediario, il trasferimento dei rischi presenta importanti controindicazioni.

La cessione di questi titoli ad acquirenti spesso non in grado di valutarli correttamente provoca due effetti parimenti negativi:

- favorisce la distribuzione di rischi oltre il perimetro dell'industria finanziaria, anche a controparti abituate a ritenere le aziende di credito degli interlocutori deputati a fornire ai clienti "sicurezze" anche sul piano psicologico. Ne consegue, a prescindere dalle asimmetrie di competenza, una capacità valutativa degli acquirenti assai limitata;
- determina nell'istituto originatore un atteggiamento inevitabilmente più superficiale nella stima dei rischi, per la consapevolezza che me-

dianche il processo di cartolarizzazione saranno trasferiti in capo ad altri. Inoltre, anche quando la valutazione venisse approfondita nel modo più scrupoloso, la cessione a terzi fa venir meno l'interesse per la banca originante di porre in essere il monitoraggio *ex post* sul credito, o lo rende addirittura impraticabile; questa attività, come è noto costituisce una fase essenziale del processo del credito e normalmente consente il contenimento delle insolvenze in misura non trascurabile.

La revisione della regolamentazione potrebbe limitare gli effetti indesiderabili delle cartolarizzazioni stabilendo che il rischio di credito debba restare in tutto o in parte significativa in capo all'istituto originatore. È evidente che, nei casi di livelli di cartolarizzazione successivi al primo, aumentano ulteriormente le asimmetrie informative e quindi i rischi per i sottoscrittori dei titoli che ne risultano. Tale circostanza richiede una riflessione particolarmente attenta da parte di acquirenti e regolatori.

Un'altra eccezione ragionevole alla logica del modello Basilea potrebbe essere individuata nel divieto di operazioni particolarmente aleatorie quali le partecipazioni al capitale degli *hedge funds*, di società di *private equity*, o altri investimenti paragonabili. In ogni caso, il limite più efficace all'assunzione di rischi resta l'obbligo di contenere la leva finanziaria complessiva, entro un rapporto massimo fra il totale dell'attivo e i mezzi propri. L'assenza di questo tipo di vincolo ha certamente creato condizioni particolarmente favorevoli alla dilatazione degli attivi e quindi all'instabilità del sistema. Peraltro, questo tema pare essere ben presente a coloro che stanno operando sulla revisione delle regole e sembra esistere un generale consenso sull'opportunità di fissare un *leverage ratio*.

È stata anche autorevolmente proposta una sorta di ritorno al passato, con la separazione fra banche di investimento e banche commerciali e la tradizionale delimitazione dei rispettivi ambiti operativi. L'obiettivo dichiarato è quello di contenere drasticamente il perimetro degli investimenti delle banche commerciali e quindi le loro probabilità di dissesto.

Questo modello ha una base di razionalità, poiché di fatto determina una riduzione della trasformazione delle scadenze e quindi dei rischi di instabilità che ne derivano. Peraltro, i sostenitori della proposta sostengono che adottando questo modello le autorità potrebbero anche limitare gli eventuali interventi di salvataggio alle sole banche commerciali, le uniche coinvolte nel sistema dei pagamenti. Esse non sarebbero invece obbligate ad assicurare la solvibilità delle banche di investimento, in quanto esterne al circuito monetario. Queste considerazioni, che potrebbero apparire ragionevoli per le esperienze del passato, si fondano sull'ipotesi che sia possibile la creazione di compartimenti sta-

gni nell'ambito dell'industria finanziaria, ignorando la molteplicità delle interrelazioni che da tempo collegano le sue diverse componenti. Inoltre, sembra trascurare il peso della componente emotiva del mercato, assolutamente determinante nelle scelte degli operatori, anche in quelli professionali.

È il comportamento dei clienti, e più in generale delle controparti, che determina il dissesto o la sopravvivenza di un intermediario. È difficile immaginare che, nelle circostanze attuali, l'insolvenza di una banca d'investimento non determini situazioni di panico e quindi meccanismi di contagio solo perché non raccoglie depositi monetari.

La stabilità dell'industria finanziaria, quindi la sua capacità di trasformare i rischi di credito e quelli legati alla trasformazione delle scadenze, riposa in primo luogo sulla fiducia del pubblico. Per questo è necessario che le aziende di credito assolvano sempre, e in via continuativa, ai propri impegni nei confronti della clientela, confermando in questo modo la loro solvibilità. Taluni, condizionati dal comprensibile timore che crisi sistemiche comportino onerosi salvataggi a carico del pubblico erario, mostrano preoccupazione per le dimensioni dei maggiori istituti, nella convinzione che anche all'industria finanziaria si applichi la regola del *too big to fail*.

Questa credenza, pur diffusa, mostra scarsa conoscenza della peculiarità del settore, e in particolare degli equilibri gestionali delle aziende di credito. Ribaltando il noto assunto, potremmo affermare che nessuna banca è abbastanza piccola per fallire, se con questo termine s'intende il mancato adempimento degli obblighi verso i clienti. Questo evento smentirebbe l'assioma per cui la banca presenta un rischio controparte sostanzialmente nullo e proprio per tale ragione costituisce un prezioso elemento di certezza per tutti gli operatori.

La sicurezza che l'intermediario offre al mercato costituisce la sua principale ragion d'essere e il suo maggior contributo al funzionamento del sistema economico. Per tale motivo la banca è l'interlocutore privilegiato nelle transazioni monetarie e per questo percepisce compensi. Il venir meno di questa convinzione porterebbe ad un ostacolo alle transazioni, ad una diffusa percezione di incertezza e quindi ad un incremento dei premi per il rischio, con un innalzamento complessivo del sistema dei tassi.

Il luogo comune del *too big to fail* è completamente inappropriato, se applicato all'industria finanziaria. Per ragioni a tutti note, la stabilità del settore costituisce un bene collettivo indispensabile al funzionamento dell'economia. Questa dipende prevalentemente dai comportamenti del pubblico, che sono condizionati dagli aspetti emotivi, e quindi dai convincimenti maturati in base all'esperienza storica.

Il meccanismo del contagio viene sterilizzato solo attraverso interventi che evitano che le crisi determinino perdite o anche solo significativi disagi alla clientela e interruzioni nel circuito dei pagamenti e pertanto consolidino nel pubblico la certezza circa l'affidabilità delle banche.

I rischi di *moral hazard* da parte delle aziende di credito, legati alla convinzione di essere al riparo da rischi di fallimento, possono essere efficacemente affrontati sanzionando con severità azionisti e management. Non è necessario, ma solo dannoso, estendere le sanzioni ai creditori. In astratto, si potrebbe ritenere che anche questi ultimi debbano farsi parte diligente selezionando le banche più solvibili. In concreto, è assai improbabile che il pubblico sia in grado di esprimere una qualche valutazione in merito all'affidabilità di un'azienda di credito, posto che le caratteristiche dell'attività bancaria rendono tale compito spesso assai arduo anche per le società di *rating* e gli operatori professionali.

L'esperienza del nostro Paese dimostra come le autorità di vigilanza possano affrontare efficacemente le crisi evitando fenomeni di contagio e mantenendo indenni i creditori. Anche in casi di dissesti gravi e di ampia notorietà, non si sono create situazioni di panico grazie a interventi che hanno consentito il regolare adempimento dei contratti in essere.

Tutto questo ha comportato un impegno per l'erario limitato, e comunque molto inferiore a quello che sarebbe derivato da un dissesto non gestito.

Regolamentare gli investimenti delle banche significa definire quantitativamente e qualitativamente i rischi che esse possono assumersi. La materia non è semplice poiché si tratta di ricercare un punto di equilibrio fra obiettivi di stabilità e di efficienza del sistema finanziario. Una scelta di tipo restrittivo riduce le probabilità di dissesti, ma determina una contrazione delle attività che generano questi rischi o il loro accollo a famiglie, imprese e pubblica amministrazione. Se si considera la complessità delle decisioni e la necessità che le nuove regole siano condivise da molti paesi con situazioni e interessi diversi, divengono comprensibili i lunghi tempi di gestazione dei provvedimenti in materia.

In conclusione le difficili vicende del recente passato ci ricordano che le crisi bancarie devono essere gestite con rapidità e attraverso modalità che non determinino danni alle controparti, pena una rapida diffusione del contagio. Esse, comunque, possono essere prevenute con un'adeguata regolamentazione delle attività e quindi dei rischi che le aziende di credito possono assumersi. Lo *stress test* della crisi finanziaria ha dimostrato che la regolamentazione attuale è incompleta e inadeguata. Le maggiori carenze appaiono quelle legate ai rischi di liquidità, alle carto-

larizzazioni e alla assenza di limiti di indebitamento. È inoltre certamente necessario un processo analitico di revisione critica che conduca ad un adeguamento nelle ponderazioni di rischio delle diverse tipologie di attività e delle regole di composizione del patrimonio di vigilanza. Occorre avere sempre ben presente che la principale funzione dell'industria finanziaria è quella di accollarsi dei rischi, e quindi che gli obiettivi di stabilità vanno temperati con quelli di sostegno dell'economia. Le varie proposte di revisione regolamentare dovranno quindi essere sottoposte ad un'analisi d'impatto per valutarne gli effetti quantitativi e calibrare di conseguenza i diversi provvedimenti.

Banche e rischio di credito

GIUSEPPE CARRIERO

L'argomento oggetto di questa relazione sconta, come del resto l'insieme delle tematiche nella quali s'articola la giornata di studio, la necessaria sua inerenza al più vasto contesto della crisi finanziaria (poi anche economica e sociale) che ha origine, senza alcuna contestuale consapevolezza in ordine alle sue dirompenti conseguenze ¹, nell'estate del 2007 con l'insolvenza dell'*American Home Mortgage* e deflagra irrimediabilmente nel settembre del 2008 con l'ammissione di *Lehman Brothers* alle procedure concorsuali previste dal *Bankruptcy Code* degli Stati Uniti d'America.

Sotto l'indicato versante ho in altra sede già osservato che, per quanto forse abusato, il sostantivo che meglio esprime essenza e dimensione del fenomeno rimane quello di "fallimento" ². Del mercato finanziario quanto ad autopoiesi, efficienza e "distruzione creativa"; dei protagonisti (banche e istituzioni finanziarie), incapaci di valutare i propri rischi e perciò di adempiere al relativo statuto imprenditoriale, teso proprio al monitoraggio

¹ Sulle c.d. "previsioni fallite" degli economisti e sullo stupore della regina Elisabetta nella nota visita alla *London School of Economics* ("Why did nobody notice it?"), v., per tutti, PETRINI, *Processo agli economisti*, Milano, 2009. Il punto di vista della Banca d'Italia è espresso da DRAGHI, *Gli economisti e la crisi*, Intervento alla 50 riunione della *Società italiana degli economisti*, Roma, 22 ottobre 2009.

² Rinvio al mio *La crisi dei mercati finanziari: disorganici appunti di un giurista*, in *Dir. banc.*, 2009, p. 197 ss.

del merito di credito; dei regolatori – dotati di poteri vastissimi – manifestamente impreparati a prevedere le conseguenze sottese alla c.d. finanza innovativa. Soprattutto, per quello che in questa sede rileva in punto di disciplina del rischio creditizio, delle regole, numerose e pervasive sul piano quantitativo quanto facilmente aggirabili su quello strutturale e dell'*enforcement*, non in grado di prevenire o limitare comportamenti anomali e devianti ³. Regole peraltro plurali quanto alle relative fonti, visto il cumulativo, spesso disorganico concorso del diritto sovranazionale con quello europeo, di quello statuale con le fonti sub primarie delegate alle c.d. autorità amministrative indipendenti, alle quali sommare le norme del c.d. “diritto mite” ⁴: *soft law*, fonti negoziali di autodisciplina, nuova *lex mercatoria*, raccolte di principi dei contratti commerciali internazionali.

Forse mai nella storia così tante regole e così tanti organismi (pubblici e privati) hanno governato l'attività di banca, finanza, mercati assicurativi. Forse mai in maniera così inefficiente.

Regole tuttavia non di sistema, non espressive di una linea di *policy* unitaria a tutela di interessi generali, non utili a segnalare direzioni di marcia. Piuttosto burocratiche proliferazioni legislative o pseudo legislative spesso frutto delle esigenze dei protagonisti del mercato o di gruppi di pressione. In ogni caso non in grado di evitare il fallimento del mercato ⁵. Norme quindi “inutili” che – come Montesquieu avvertiva – “indeboliscono quelle necessarie”.

³ V., al riguardo, ROSSI, *Crisi del capitalismo e nuove regole*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 929 ss.; MACCHIATI, *L'interesse pubblico nella regolamentazione finanziaria. Lezioni dalla recente crisi e problemi aperti*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2009, p. 223 ss.; A. NIGRO, *Crisi finanziaria, banche, derivati*, in *Dir. banc.*, 2009, p. 13 ss.; AA.VV., *Un anno con tredici lune: crisi e diritto*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2009, p. 3 ss.; ONADO, *Regole dopo la crisi? No, grazie*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2009, p. 559 ss.; MATTEI, *Senza diritto, che mercato è?*, in *Il Sole 24 ore* del 5 giugno 2009; SICLARI, *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2009, p. 45 ss.; VISENTINI, *Le nuove frontiere del diritto commerciale nella crisi economica*, in *Dir. fall.*, 2009, p. 593 ss.

⁴ L'espressione corrisponde al fortunato saggio di ZAGREBELSKY, *Il diritto mite*, Torino, 1993.

⁵ Come è costretto a confessare POSNER, *A failure of Capitalism: The crisis of '08 and the Descent into Depression*, Harvard University Press, Cambridge (Mass.), 2009, sul quale testo v. BAFFI, *Un libro che mira a spiegare cause, conseguenze e rimedi della crisi finanziaria 2008*, in *Apertacontrada.it*, 2008.

E tuttavia, squarciato il velo della territorialità della norma giuridica a fronte della universalità del mercato, emerge con chiarezza che tale particolarismo legislativo sottende, è funzionale al dogma della incontrovertibilità dell'economia mercatista con conseguente soluzione di continuità tra norme e interessi, bisogni e affari, valori e finanza. L'assunto è nel senso che l'economia, politicamente neutra, sia regolata da proprie leggi naturali: non abbia bisogno di un diritto altro da sé. I suoi sacerdoti non sono i giuristi, ma tecnici ed esperti in grado di decidere, non di inutilmente discutere. Essi, in quanto conoscitori di quelle leggi e di quei meccanismi, rappresentano i soli in grado di interpretarli e declinarli correttamente. "Il mercato" – è stato efficacemente osservato – è "il criterio di tutti i criteri, la misura di ogni giudizio. Singolare, ma non inattesa, combinazione di naturalismo e tecnocrazia... Se c'è una vincolante oggettività – nel nostro caso, le leggi dell'economia di mercato – è inutile sciupare tempo ed energie nei dibattiti parlamentari. I tecnocrati ne prendono il luogo e riducono al silenzio la *clasa discutidora*"⁶. Non a caso è predicato, nell'ambito della *Western Legal Tradition*, il primato della *common law* in quanto in grado di assicurare e difendere il primato dell'autonomia dei privati. Nel senso indicato viene altresì fornita distorta lettura alle valutazioni della Banca Mondiale che, dal 2002, pubblica i noti rapporti *Doing Business*, comunemente (ed erroneamente) intesi quali indicatori della qualità degli ordinamenti giuridici. Da essi si fa discendere un assai aspro confronto tra *common law* e *civil law* smentito dalla convergenza tra gli ordinamenti⁷ non avvedendosi, per un verso, che il diritto non è misurabile perché espressione di una cultura (e le culture sono tra loro incommensurabili); per altro verso, che tali rapporti evitano accuratamente l'uso di indicatori che attengano al grado di democraticità del sistema e, più in generale, della qualità della vita, essendo il loro obiettivo limitato a misurare i costi transattivi imposti all'impresa in quanto guide rivolte agli investitori stranieri.

Il contratto sociale viene, di conseguenza, ridotto a un unico Titolo: quello delle relazioni economiche. In siffatta guisa il pluralismo normativo serve a occultare un'ideologia (appunto quella mercatista) che

⁶ Negli indicati termini IRTI, *Crisi mondiale e diritto europeo*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2009, p. 1244.

⁷ E v. il magistrale saggio di GAMBARO, *Common law e civil law: evoluzione e metodi di confronto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2009, p. 7 ss. nonché SHLEIFER, *I fondamenti giuridici della corporate governance e della regolamentazione del mercato*, Roma, 2008, soprattutto p. 197 ss.

non ama dichiararsi quanto piuttosto nascondersi. Il diritto (che naturalmente è cosa diversa dalla legge: *scire leges non est verba eorum tenere, sed vim ac potestatem*) diviene sovrastruttura: “comunismo e capitalismo mostrano un'intrinseca fraternità e si ritrovano insieme nel postulare una struttura economica capace di determinare tutte le forme di vita”⁸.

La sostanziale assenza di regole portatrici di valori basici diversi da quelli di mercato che da tale ideologia è derivata, il progressivo smantellamento dei previgenti presidi di ordine pubblico economico (da *Bretton Woods* al Glass – Steagall Act), la “miopia finanziaria” che si è sommata alla “miopia macroeconomica”⁹ sono efficacemente testimoniate dal commiato di Alan Greenspan di fronte ai banchieri centrali europei al termine del suo mandato alla guida della *Federal Reserve* americana. “Quella di Greenspan voleva essere una battuta di spirito, ma si è rivelata un'esatta fotografia di ciò che si sarebbe verificato. Il banchiere USA... spiegò di aver lasciato al suo successore tre buste, una per ogni futura crisi. Nella prima c'era scritto ‘dai la colpa al mercato’ e nella seconda ‘dai la colpa al governo’. Nella terza, infine, ‘prepara tre buste’”¹⁰.

In termini elementari di tecnica bancaria, per rischio di credito s'intende il “rischio d'insolvenza della clientela finanziata da una banca, cioè il rischio di perdita totale o parziale dei relativi crediti, per capitali prestati e interessi maturati”¹¹. La cautela nel controllo del rischio consiste, anzitutto, nella valutazione del “merito di credito” (oggetto sociale precipuo di questa attività d'impresa). Specifici strumenti contrattuali (garanzie reali e/o personali) sono tradizionalmente tesi ad attenuare tale rischio. Perché il rischio d'insolvenza del sovvenuto non si traduca nel rischio d'insolvenza della banca sono contemplati appositi fondi rischi sui crediti erogati.

Il rischio di credito può essere, in tutto o in parte, trasferito tramite le procedure di c.d. cartolarizzazione dei crediti. Cartolarizzare i crediti significa porre in essere una tecnica finanziaria complessa volta a realiz-

⁸ IRTI, *op. e pag. cit.*

⁹ Cfr. SANTINI, *Miopia macroeconomica e miopia finanziaria*, in AA.VV., *Seminari di aggiornamento professionale*, a cura di Alpa, Napoli, 2009, p. 337 ss.

¹⁰ PARONETTO, *Francesco Micheli: c'è una bolla enorme*, in *Il Sole 24 ore* del 16 dicembre 2009.

¹¹ Traggo questa definizione dal *Nuovo dizionario di banca, borsa e finanza*, Roma, 2002.

zare un processo attraverso il quale attività a liquidità differita (crediti o altre attività finanziarie non negoziabili) vengono convertiti in strumenti finanziari rappresentati da titoli negoziabili, collocabili sul mercato attraverso la loro cessione a un soggetto specializzato. Ciò determina, in buona sostanza, il trasferimento dei flussi finanziari (e dei sottesi rischi) dal mercato del credito al mercato dei capitali.

Può realizzarsi anche prescindendo dalla cessione dei crediti. Ciò avviene attraverso meccanismi di c.d. “cartolarizzazioni sintetiche” consistenti nella conclusione di uno o più contratti derivati creditizi con una società veicolo venditore di protezione (*protection seller*), la quale a sua volta trasferisce a terzi il rischio così assunto attraverso altri contratti derivati o attraverso l'emissione di titoli (*credit linked notes*). Queste operazioni sono sottratte alla portata applicativa della disciplina ex l. n. 130/1999 in quanto esulano dall'oggetto sociale delle società veicolo come regolato dalla legge. Soggiungo che l'art. 3 della legge prevede, riguardo a queste società, il requisito dell'oggetto sociale esclusivo che viene dalla dottrina interpretato rigidamente, nel senso della impossibilità per il veicolo di svolgere addirittura attività connesse o strumentali¹². Da ciò derivano forti elementi di dubbio sulla liceità (in senso civilistico) di operazioni della specie che, ove poste in essere dalle stesse società veicolo della l. 130/99, sarebbero in forte odore di possibile nullità per contrasto con norme imperative. Sotto il versante economico – finanziario, le operazioni di cartolarizzazione (come, del resto, quelle in derivati) realizzano, ad opera del cedente, una attenuazione del suo rischio di credito utile a determinare il possibile investimento di parte del patrimonio così liberato per altri impieghi produttivi; da parte dell'acquirente dei titoli cartolarizzati producono l'integrazione del proprio portafoglio dei crediti con un'esposizione verso soggetti o settori economici in precedenza non affidati. Possono da ciò derivare utili sinergie, incrementi di operatività, crescite dimensionali, miglior soddisfacimento della domanda di credito da parte di imprese e famiglie.

Occorre tuttavia presidiare la stabilità dell'intermediario e, soprattutto, del sistema finanziario, esposto al noto effetto domino. A ciò sono sostanzialmente deputate le regole sul capitale fissate nell'Accordo di Basilea II del giugno 2004 e delle direttive 2006/48/Ce e 2006/49/Ce del

¹² Cfr. MARCUCCI e PAPA, *Cartolarizzazione dei crediti*, in *Commentario breve al codice civile. Leggi complementari* a cura di Alpa, Zatti, II, Padova, 2006, p. 443 ss. e dottrina ivi richiamata.

14 giugno 2006. Queste regole, rifluite nelle Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia (Circ. 263/06), contengono discipline di attenuazione del rischio di carattere quantitativo e qualitativo.

In sintesi estrema, le prime calcolano il requisito patrimoniale a fronte del rischio di credito sulla scorta, a seconda dei casi, di una ponderazione che dipende dal *rating* attribuito da un'agenzia esterna ovvero attraverso uno degli approcci dettagliatamente regolato dalla disciplina prudenziale (metodo c.d. standardizzato ovvero basato su *rating* interni). Ulteriori regole riguardano i diversi profili di rischio che, a seconda dei casi, gravano (ancorché in parte) sull'intermediario – acquirente con riferimento alla categoria di titoli sottoscritti (*junior*, il cui rimborso è subordinato all'avvenuta restituzione del capitale, ovvero *mezzanine* e *senior*) in funzione del grado crescente di priorità nel rimborso; sul cedente con riguardo alla qualificazione giuridica dell'operazione (cessione *pro solvendo* o *pro soluto*). Sul piano qualitativo, rilevano regole aventi a oggetto assetti organizzativi e di controllo interno.

Quanto tale regolamentazione sia adeguata ed efficace è difficile dire, visto che proposte di modifica di Basilea II sono nel senso di rendere queste regole più rigide quanto a dotazione del capitale e ad aliquote di mantenimento del rischio di credito, cinque per cento, in capo al cedente¹³. In ogni caso, essa fornisce risposta alla sola istanza di stabilità “atomistica” dell'intermediario bancario, omettendo del tutto di fare i conti con i profili di vigilanza “molecolare” sottesi al rischio sistemico proprio di intermediari della specie. La recente crisi finanziaria ha invece fatto emergere proprio questa lacuna, alla quale si tenta ora (in punto di assetti generali della regolamentazione) di porre rimedio, (sulla scorta del c.d. “rapporto de Larosière”) attraverso la vigilanza c.d. di “macro stabilità” affidata all'*European System of Financial Supervisors*, composto – tra l'altro – da tre nuove autorità di vigilanza dotate di personalità giuridica.

La proposta della Commissione, approvata dall'Ecofin il 2 dicembre 2009, si basa sulla istituzione di un Consiglio Europeo per il Rischio Sistemico (*European Systemic Risk Board* – ESRB), organismo privo di personalità giuridica e composto dai governatori delle banche centrali, dal governatore della BCE, dai presidenti delle nuove autorità europee

¹³ Cfr. CEBS, *Call for technical advice on the effectiveness of a minimum retention requirement for securitisation*, 2009.

di vigilanza finanziaria e nazionali, con sede a Francoforte. Disporrà, al suo interno, di un comitato ristretto di otto membri, composto dal presidente della BCE, da un vice presidente, da due banchieri centrali, da un commissario UE e dai tre presidenti delle nuove *Authorities*. Deputato alla vigilanza macro prudenziale di stabilità a livello europeo, avrà accesso a tutte le informazioni rilevanti in ordine alla solidità delle istituzioni finanziarie, potrà diramare segnali d'allarme ed emanare raccomandazioni specifiche, seppure non vincolanti, incluse quelle di natura legislativa in caso di crisi. Oltre che gli Stati, destinatari di tali raccomandazioni potranno essere le stesse autorità europee di vigilanza microprudenziale, per le quali è previsto l'applicazione del criterio *comply or explain*, con conseguente obbligo di motivare la mancata applicazione delle raccomandazioni.

Insieme al Consiglio è contemplata la costituzione del Sistema Europeo delle Autorità di Vigilanza Microprudenziale (*European System of Financial Supervisors* – ESFR) che comprende: 1) un comitato di coordinamento; 2) tre nuove autorità di vigilanza europee dotate di personalità giuridica (rispettivamente, la *European Banking Authority*, la *European Insurance and Occupational Pension Authority* e la *European Securities Authority*) che derivano dalla trasformazione e dal potenziamento degli attuali Comitati di terzo livello (CEBS, CEIOPS, CER); 3) le autorità di vigilanza nazionali. Oltre a emanare regole vincolanti tese a costruire un “libro unico delle regole europee”, le nuove autorità potranno intervenire in caso di manifesta violazione del diritto comunitario, emanando raccomandazioni vincolanti per le autorità nazionali e disporre di veri e propri poteri di supervisione per soggetti la cui attività è strutturalmente transfrontaliera. La vigilanza sui singoli operatori rimane invece affidata alle autorità nazionali.

La proposta originaria è stata fortemente depotenziata con una soluzione di compromesso che prevede: *i*) che prima di presentare una proposta, l'*Authority* dovrà averne valutato l'impatto sulle finanze pubbliche del paese destinatario, che potrà chiedere di modificarla; *ii*) in caso di conferma, il paese potrà appellarsi all'Ecofin; *iii*) nel caso di ulteriore conferma, il paese potrà ulteriormente appellarsi al Consiglio europeo dei capi di governo UE, che potranno decidere di rinviare ancora all'Ecofin per la parola finale. Il tutto entro e non oltre sei settimane.

Anche in quanto particolarmente farraginoso e burocratico, l'assetto proposto corre seri rischi di ineffettività a fronte di possibili future crisi che impongono sempre soluzioni immediate. Ma, ancora una volta, la cultura del procedimento prevale rispetto a quella del risultato,

purtroppo non solo a livello europeo ¹⁴. Mette intanto conto osservare che lo stesso parlamento europeo ha espresso forti critiche al progetto, proponendo la limitazione della clausola di salvaguardia a limitati casi tassativamente definiti; una sede unica per le diverse autorità; poteri preminenti delle autorità di vigilanza microprudenziale europee rispetto a quelle nazionali in caso di conflitti; vigilanza esclusiva delle autorità europee per i grandi gruppi transfrontalieri.

Ma questo è solo un corno del problema e forse, per il giurista, neanche il più importante.

Quanto al rischio di credito, ineludibili più strutturali (e finora inevase) domande derivano dagli eventi recenti. Possono forse compendiarsi nelle tre seguenti:

1. è conforme all'oggetto sociale della banca la cessione dei propri crediti ¹⁵? In altre parole, è coerente con la funzione economico – sociale (cioè con la causa) degli schemi negoziali tipici di questo intermediario l'impiego di contratti atipici e innominati di trasferimento del rischio (segnatamente derivati del credito) potenzialmente in grado di alterare l'ordine pubblico economico e perciò in forte sospetto di coerenza con la tutela dell'autonomia negoziale a fronte di una possibile causa illecita (art. 1343 cod. civ)? Ancora, sotto il versante sostanziale, è efficiente oltre che eticamente corretto trasferire il rischio che si è assunti nello svolgimento della specifica attività d'impresa dal proprio interno al mercato, sottraendosi così al conseguente monitoraggio dello stesso, certo più efficace di quello del mercato in ragione del ruolo istituzionale di *insider* ricoperto?
2. nell'affermativa, è soluzione idonea a preservare valori fondanti della collettività quali quello della tutela del risparmio il rimettere la definizione delle regole agli stessi operatori?
3. può il giudizio essere attribuito nella sua interezza alle società di *rating* che continuano a rappresentare uno tra i principali imputati della crisi?

¹⁴ V. le audizioni di fronte alla VI Commissione Finanze della Camera di CONSOB, BANCA D'ITALIA, ISVAP, rispettivamente del 16 settembre e del 16 e 17 dicembre 2009.

¹⁵ *Amplius* cfr. su tale profilo MERUSI, *Per un divieto di cartolarizzazione del rischio di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, p. 253 ss. Contra ROSSI, *Crisi del capitalismo*, cit., p. 940.

Sotto questi profili mi sembra che il dibattito sia ancora aperto e che la crisi abbia solo provveduto, parafrasando Kirkmann, a mandare al macero intere biblioteche. Senza rimpianti per quei libri.

CLAUDIO BOIDO

In questi ultimi mesi la relazione “Banche e Rischio di credito”, ha suscitato un notevole interesse tra i seguenti soggetti economici: banche, imprese e *regulators*.

Nell'affrontare il tema è opportuno, in via preliminare, effettuare una distinzione tra le banche di matrice anglosassone e quelle italiane.

Osservando i risultati, nel corso dell'ultimo decennio, è evidente che le prime si sono orientate prevalentemente sul mercato finanziario per la ricerca dei profitti, dando maggiore rilievo nella loro attività:

- Alla *spinta eccessiva al processo di cartolarizzazione dell'attivo* (per i crediti ipotecari e per quelli al consumo), che ha contribuito all'espansione della bolla dei mutui *subprime* e che potrebbe creare le premesse per ulteriori problemi sul segmento delle carte di credito;
- *Al ricorso al mercato per ottenere la liquidità*, (sulla base del favorevole andamento dei tassi di interesse) sostituendo parzialmente o quasi integralmente la tradizionale raccolta di depositi presso la clientela (la crisi finanziaria di liquidità del settembre 2008 è stata superata per i ripetuti interventi delle banche centrali);
- *All'impiego sostenuto di strumenti derivati* (con l'implementazione dei *credit derivatives* e in particolare dei *credit default swaps*, cresciuti in termini di volume e di volatilità al punto da sollecitare la creazione di una *clearing house* per ridurre il rischio controparte);
- *All'utilizzo eccessivo del leverage ratio* (nelle *Big Five*: Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley la leva finanziaria ha raggiunto valori superiori a 40);

Viceversa le banche italiane hanno:

- Utilizzato in modo prudente la cartolarizzazione;
- Mantenuto il modello di business tradizionale prediligendo i depositi per raccogliere liquidità, risentendo in modo ridotto della crisi finanziaria;
- Impiegato gli strumenti derivati, senza arrivare agli eccessi del mondo anglosassone, anche se di fatto hanno contribuito al rischio sistemico;

- Fatto un utilizzo contenuto del *leverage ratio*, poiché nei banchieri italiani sopravvive prevalentemente il *modus operandi* legato alla banca tradizionale.

Il modello di business delle banche italiane ha consentito loro di contenere sia la crisi di liquidità del 2008, per la significatività del peso dei depositi e delle emissioni di valori mobiliari tra le modalità di raccolta, che la crisi del mercato finanziario per la presenza prevalente nell'attivo di impieghi, rispetto a quella di titoli con un elevato profilo della relazione rischio/rendimento (infatti la composizione del portafoglio titoli di una banca italiana comprende quasi esclusivamente titoli di Stato).

Nel corso del 2009 la composizione dell'attivo dello stato patrimoniale della banca è stata oggetto di attenzione per ciò che ha riguardato:

- La quantità del credito (rispetto ai volumi dei periodi precedenti);
- La qualità dei prenditori dei fondi (è chiaro il peggioramento della qualità dei prenditori);
- Il costo dei finanziamenti (riflette la dinamica dell'andamento dei tassi di interesse).

La valutazione del merito creditizio rimane un punto centrale nella gestione bancaria e rappresenta un elemento imprescindibile, per la ricerca della redditività e dell'equilibrio finanziario. Peraltro il tema della corretta valutazione del merito creditizio in Italia è da sempre oggetto di interesse e di approfondimenti da parte di illustri studiosi della disciplina ¹.

Nell'attività tipica di concedere un finanziamento la banca deve effettuare un'analisi preventiva e rigorosa per accertare la capacità di produrre reddito da parte del prenditore e deve controllare che questa condizione iniziale sia mantenuta per l'intera durata del rapporto.

Quale dovrebbe essere il fine della banca nell'attività di concessione del finanziamento?

Una scuola di pensiero prevalente ritiene che sia centrale la redditività dell'operazione, senza tralasciare l'obiettivo di ridurre e/o sterilizzare le possibili perdite su crediti, ma in molti contesti sociali si argomenta che la banca dovrebbe contribuire a favorire lo sviluppo economico del tessuto locale in cui opera anche a svantaggio della sua redditività.

Qual è il livello qualitativo dei flussi informativi, che dovrebbero contribuire al perseguimento del risultato?

¹ CAPRERA 1954, DELL'AMORE 1964, DEMATTÈ 1975, BIANCHI 1986, FORESTIERI 1991.

L'informazione sulla situazione del prenditore dei fondi dovrebbe consentire alla banca di conoscere la situazione economica finanziaria, basata sui dati correnti. In realtà i database utilizzati non presentano un'elevata affidabilità poiché, nella maggior parte dei casi sono riferiti agli ultimi dati di bilancio disponibili e non considerano l'incidenza delle variazioni delle grandezze macroeconomiche (variazioni sul mercato dei tassi di interesse, sui cambi e sulle *commodities*) sui risultati economici del soggetto prenditore dei fondi.

Negli ultimi anni molte banche estere hanno superato il problema della valutazione qualitativa del merito creditizio del prenditore di fondi modificando il loro modello di business. Da quello *originate to hold* (OTH, ove la banca è investitore finale), che si basa sulla capacità del datore di fondi di selezionare i prenditori affidabili e di monitorare in tempo reale le possibili evoluzioni dallo scenario iniziale, si è passati all'*originate to distribute* (OTD, ove la banca è intermediario) che consente di alleggerire la fase di *screening* del prenditore (la valutazione ex ante) e di evitare quella di *monitoring* (la valutazione ex post), poiché il datore di fondi cede i crediti a un soggetto terzo. Di conseguenza la banca, con la cessione dei crediti in portafoglio, riduce apparentemente i suoi problemi di *risk management* trasferendoli, con i derivati ad altri soggetti, ma di fatto alimenta il rischio sistemico in quanto le controparti finali sono un numero ristretto di banche e le loro difficoltà si ripercuotono sull'intero settore bancario. L'applicazione dell'OTD supera i problemi connessi sia all'asimmetria informativa ex-ante (*adverse selection*) che ex post (*moral hazard*), poiché il modello di business non si pone l'obiettivo di una sana ed equilibrata politica di raccolta/impieghi, ma si basa sulla ricerca della massimizzazione del profitto nel breve termine (che viene ulteriormente esasperata facendo lievitare il rapporto fra attività e patrimonio, ovvero il *leverage ratio*).

La valutazione del rischio per ciò che concerne gli strumenti finanziari presenti nei portafogli della banca viene delegata a soggetti esterni (banche di investimento e/o agenzie di rating) che non hanno gli stessi incentivi della corretta valutazione che sono propri della banca del modello OTH nel ruolo di investitrice finale. In questo nuovo processo di selezione dei prenditori giocano un peso significativo le agenzie di rating che forniscono un contributo rilevante nella definizione dei flussi informativi. Le società di rating esprimono un parere sul merito creditizio del prenditore e valutano la capacità di rimborsare il debito nei tempi e nelle modalità stabilite. Il loro ruolo diventa duplice, poiché da un lato influenzano i giudizi di merito creditizio da parte del mercato e dall'altro offrono consulenza agli emittenti. Infatti gli operatori sono attratti da un giudizio facilmente comprensibile, dalla reputazione della società sul rating espresso e non sempre tengono

nel giusto peso delle corrette modalità di formazione del merito creditizio finale, che spesso si basa su dati passati senza che vengano effettuate delle stime sull'impatto nella valutazione del verificarsi di scenari futuri (emblematico al riguardo il caso della Lehman Brothers, le cui obbligazioni sono state mantenute fino al venerdì precedente alla dichiarazione di default della banca americana nel paniere proposto da Pattichiari). Le stesse società di rating suggeriscono agli emittenti le modalità per ottenere una valutazione più favorevole dei giudizi di merito, che influenzano il valore degli strumenti finanziari proposti sul mercato, alterando in questo modo la trasparenza e la correttezza della valutazione proposta.

La variazione nel modello di business tradizionale, applicato nelle operazioni tipiche di concessione di finanziamento ai prenditori, ha contribuito, abbassando il livello di attenzione sulla qualità dei prenditori, alla crisi finanziaria sui mercati finanziari internazionali. La conseguenza tangibile è stata quella di aver provocato una contrazione e un irrigidimento nelle procedure di concessione di finanziamento alle imprese.

Come abbiamo anticipato in premessa, i dati internazionali presentano un effetto amplificato rispetto alla realtà delle banche italiane, che peraltro stanno risentendo della crisi finanziaria nei rapporti con i prenditori finali.

Ritornando ai tre punti sopra richiamati (quantità, qualità e costo), si può evidenziare che la quantità di credito è rimasta quasi invariata, mentre scende la qualità (si rimarca un crescente incremento delle sofferenze). A settembre 2009, le sofferenze lorde sono risultate pari a 55 miliardi di euro, 3,1 miliardi in più rispetto ad agosto 2009 e 11,1 miliardi in più rispetto a settembre 2008 (+ 25,4% la variazione annua). In rapporto agli impieghi esse risultano pari al 3,1% (2,5% a settembre 2008 e 2,27% a novembre 2008 quando hanno raggiunto un punto di minimo).

Inoltre si registra un incremento delle perdite su crediti: nel primo semestre del 2009 le rettifiche di valore netto per deterioramento sono state pari ad 8,5 miliardi e potrebbero raddoppiare a fine anno. Secondo le previsioni dell'ABI e degli Uffici Studi delle principali banche le perdite su crediti, pari a 5,5 miliardi a fine 2007 e a 9,9 miliardi nel 2008 raggiungeranno i 18 miliardi annui nel medio periodo.

I dati della crisi e delle difficoltà in cui si dibattono le imprese sono evidenti dalla lettura dell'Osservatorio Trimestrale pubblicato dalla CERVED² relativo al quarto trimestre 2009.

² CERVED Febbraio 2010 "Osservatorio Trimestrale" quarto trimestre 2009.

Nel 2009 risultano aperte 2900 procedure fallimentari con un incremento del 15% sui dati del 2008 (che già risente della crisi) e ben del 43% sui dati 2007. Nel 2009 incrementa del 23% il numero dei fallimenti (9000) rispetto ai dati 2008 con un picco del 31% nel settore immobiliare (segmento costruzioni). L'impennata dei fallimenti ha toccato in modo particolare il Nord nella misura del 25%. Si manifesta una forte impennata nel segmento delle PMI (il 75% ha un attivo inferiore a 2 milioni di euro nei tre anni precedenti la crisi). I fallimenti sono aumentati del 19% tra le aziende che non hanno presentato un bilancio, del 23% tra quelle con un attivo inferiore a 2 milioni di euro, del 41% tra quelle con un attivo compreso tra 2 e 10 milioni, del 44% per la fascia 10-50 milioni e del 20% per le società maggiori. Inoltre i dati relativi al concordato preventivo (+ 33% rispetto al quarto trimestre 2008) e il dato annuale confermano una crescita del 62% rispetto al 2008. Nel periodo 2001-2009 il rapporto domanda di concordato/aperture di procedure fallimentari è passato da 1/46 a 1/10. È da rilevare, rispetto ai dati sul fallimento, che è prevalente la presenza di imprese medio-grandi (70% attivo tra 10 e 50 mln e 75% attivo superiore a 50 mln).

Tra il 2005 e il 2009 cambiano sede sociale 1500 società con l'obiettivo di rendere più difficoltosa l'azione di recupero crediti. Alla frequenza del trasferimento della sede legale viene associata la probabilità di *default*, per cui il valore è pari al 24% nel caso di un trasferimento all'anno.

Questo dato balza all'85% nei casi in cui si manifestano più variazioni di sede nello stesso periodo di esercizio.

Pur assistendo a un lieve miglioramento rispetto all'ultimo quadrimestre 2009, è pur vero che appare ancora arduo sostenere che la crisi economico-finanziaria internazionale sia risolta. La situazione italiana presenta, dal lato banche, un quadro lievemente migliore pur palesando una tendenza stringente alle condizioni di concessione del credito alle imprese.

Nel corso del 2009 le banche italiane hanno potenziato il loro patrimonio (aumenti di capitale, dismissioni di attività non strategiche, ridotta o nulla distribuzione degli utili, interventi pubblici ³) il *core tier I ratio* è passato da fine 2008 a settembre 2009 da 5,8 a 7,3, se riferito ai prime cinque gruppi. La migrazione del rischio da parte delle

³ Il ricorso ai cosiddetti "Tremonti Bonds" è stato esercitato da: MPS (1,9 mld euro), BPI (1,45 mld euro), BPM (500 mln euro) e Credito Valtellinese (200 mln euro).

banche italiane si evince dal ridotto utilizzo del *leverage ratio* rispetto alle banche internazionali: infatti il dato, riferito a giugno 2008, risulta pari a 24 contro la media europea pari a 34. Gli utili dimezzati rispetto al 2008 e la già rimarcata crescita delle nuove sofferenze confermano la presenza di un trend decrescente, che fornisce una chiave di lettura per la riduzione dei prestiti alla clientela. Gli effetti del peggioramento si sono trascinati anche nel quarto trimestre a conferma della crisi delle imprese affidate e dei mancati pagamenti delle rate di rimborso previste.

La situazione di crisi, che mostra dei piccoli segnali di ripresa, è confermata dai dati sul PIL resi noti da Banca d'Italia nel Bollettino di gennaio 2010 e relativi al periodo 2008-2010.

P.I.L.	2008	2009	2010
ITALIA	-1,00%	-4,80%	0,70%
AREA EURO	0,50%	-3,50%	1,30%
USA	0,40%	-2,50%	2,70%
CINA	9%	8,50%	9,60%

Fonte: Bollettino Banca d'Italia 2010 gennaio

Le previsioni mostrano quindi una crescita modesta del PIL, ciò renderebbe necessario ridurre la stretta creditizia per stimolare la produttività del sistema industriale. Alcuni dati, pubblicati il 15 marzo 2010 da Il Sole 24 Ore, riferiti alle province italiane ove è presente in misura più rilevante l'industria manifatturiera (Biella, Ancona e Belluno), mostrano che in quei distretti si è riscontrato un calo dei prestiti di oltre il 20%. Il dato della contrazione dei crediti viene confermato dai consuntivi a dicembre 2009, ove si segnala un segno negativo dello 0,7% su base nazionale, e in particolare con una diminuzione del 1,3% al Nord e un incremento del 2,7% nel Meridione.

L'andamento negativo di concessione di finanziamenti riguarda le imprese (-3%) rispetto al 2008, giustificato dalla fase recessiva dell'economia e dal timore che i prenditori di fondi non siano in grado di garantire il pagamento degli importi convenuti. Il problema della riduzione dei prestiti si potrebbe acuire anche nel primo semestre del corrente anno, quando nelle procedure di valutazione, al fine di concedere il finanziamento richiesto, entreranno i dati di bilancio al 31.12.2009.

Il rapporto BCE sull'accesso al credito conferma questa tendenza delle banche operanti nell'Area Euro; nel secondo semestre 2009 le banche hanno aumentato il costo dei finanziamenti alle imprese e il 42% dei

prenditori dei fondi ha lamentato un peggioramento della disponibilità del credito. Il dato italiano sull'insoddisfazione a far fronte alle richieste di finanziamento passa dal 26% al 29% a ciò si associa una tendenza generale ad aumentare il livello degli *spread* e delle garanzie richieste da parte delle banche con un allungamento dei tempi di risposta alla pratica di finanziamento. Il lungo e costoso iter porta in molti casi al diniego del finanziamento.

Pur riconoscendo alcune qualità alle banche italiane caratterizzate per:

- una buona qualità degli attivi;
- una scarsa esposizione alle crisi internazionali;
- una buona raccolta al dettaglio;
- un livello di indebitamento moderato sia da parte delle famiglie che delle imprese.

È evidente, anche in Italia, la presenza di un incremento del rischio dei prestiti tradizionali (sulla base dell'osservazione del rapporto fra nuove sofferenze e impieghi e delle crescenti difficoltà nel comparto del *leasing*).

Questo scenario è portatore di nuove preoccupazioni, sia per la presenza di tensioni sui mercati finanziari, che per il peggioramento delle prospettive economiche con un aumento della selettività da parte dei datori di fondi. Le difficoltà si manifestano, in termini concreti, con un arretramento delle richieste da parte delle imprese e delle famiglie. Il rallentamento si è palesato, in misura maggiore per la clientela delle grandi gruppi bancari, rispetto a quella delle banche maggiormente radicate sul territorio, che riescono a percepire con maggiore precisione e puntualità la presenza di eventuali cambiamenti nella struttura economico-finanziaria delle imprese richiedenti, anche se hanno dimensioni ridotte. In questo contesto il canale bancario rappresenta la forma preferita dalle imprese per sostenere i ridimensionati piani di investimento rispetto ai mercati dei capitali, ove trovano maggiori difficoltà quelle caratterizzate da una fragile struttura finanziaria.

È corretto porsi la domanda, se la banca locale risenta meno degli effetti della crisi rispetto ai grandi gruppi bancari presenti in Italia. È evidente da un lato che le grandi banche subiscono un maggior impatto dalla crisi, poiché in termini di raccolta una parte ampia proviene dai mercati internazionali all'ingrosso, in molti casi i processi di aggregazione hanno comportato un'analisi più attenta del portafoglio crediti che di fatto ha imposto una riduzione delle esposizioni verso il prestatore di fondi, precedentemente affidato da più banche. Dall'altro lato il forte radica-

mento sul territorio da parte delle banche locali ha contribuito a offrire una risposta più adatta alle esigenze di medio-piccole realtà imprenditoriali, anche per la capacità di valutare il merito creditizio sulla base di un consolidato e consueto rapporto con la clientela. Infatti ritroviamo tratti comuni rappresentati da bassi livelli di capitalizzazione, da una capacità di investimento limitata e da una redditività contenuta. In questi contesti territoriali non è desueto trovare che il patrimonio personale dell'imprenditore sia impiegato come garanzia del finanziamento concesso.

Nelle realtà più grandi il mantenimento di un aggiornato e corretto flusso informativo risulta complesso e costoso, poiché richiede la tempestiva raccolta di una massa elevata di informazioni qualitative e quantitative, il loro inserimento nei modelli valutativi e la possibilità di variare discrezionalmente i punteggi automatici attribuiti dai sistemi di *rating* utilizzati. Tale modifica discrezionale (il cosiddetto *override*) benché sia prevista e regolamentata dalle autorità di vigilanza non viene utilizzata, con la frequenza che richiederebbe il manifestarsi improvviso di variazioni del set informativo a disposizione dell'intermediario, ai fini di valutare correttamente il merito creditizio del prestatore di fondi.

Le stesse misure di controllo del rischio, che prevedono l'utilizzo di modelli VAR, si fondano su un'ipotesi di efficienza dei mercati e quindi nella certezza di attribuire un valore corretto agli strumenti finanziari in portafoglio e sulla presenza di una domanda che abbia elasticità infinita in corrispondenza del prezzo stimato. I fatti del biennio 2007-2008 non hanno confermato quanto sopra affermato, mettendo in discussione i modelli più diffusi di *risk management*.

Basilea 3 panacea di tutti i mali?

È innegabile che in questi ultimi mesi si sta accentuando sulle banche una pressione per migliorare e incrementare il livello di capitalizzazione, a ciò si associa un generale rallentamento dell'economia, che comporta un aumento del rischio di credito e una maggiore rigidità nella concessione dei finanziamenti. Nel corso del 2009, a seguito di riflessioni e dibattiti, è emersa la necessità di rivisitare l'impianto di Basilea 2 al fine di apportare le modifiche e i miglioramenti opportuni per renderlo più flessibile alle situazioni di crisi finanziarie. Senza entrare nella descrizione analitica dei problemi sotto osservazione, possiamo sintetizzare i seguenti punti:

- il patrimonio di base (*Tier 1*) dovrà essere composto in misura predominante da azioni ordinarie e riserve di utili, al fine di essere meglio capace di assorbire le perdite. Gli strumenti ibridi (che in base alle norme attuali potevano rappresentarne fino al 15%) verranno progressivamente eliminati dal patrimonio di base;

- è prevista l'introduzione di un *leverage ratio* sull'attivo non ponderato per il rischio come misura aggiuntiva rispetto ai requisiti basati sul rischio di Basilea 2, con possibile sua inclusione nei requisiti di Primo pilastro;
- a seguito dei problemi manifestati, è stato inserito un requisito minimo per il rischio di liquidità nella forma di un coefficiente minimo di copertura in caso di stress, che impone alle banche una copertura di trenta giorni a fronte di forte instabilità dei mercati, supportato e affiancato da un coefficiente strutturale di liquidità a più lungo termine;
- in ottica anti – ciclica è prevista l' introduzione di uno schema per riserve patrimoniali “tampone”, da accantonare nelle fasi espansive, in aggiunta ai requisiti minimi;
- sono inoltre formulate alcune raccomandazioni per ridurre il rischio sistemico associato alla gestione delle crisi di banche *cross-border*.

Dopo aver espletato la fase di consultazione e dell'analisi di impatto e la stesura delle regole, che avverrà nel corso del corrente anno, le innovazioni introdotte dovrebbero andare a regime entro il 2012. Le recenti indicazioni ⁴ del Comitato di Basilea in tema di governance evidenziano che il Consiglio di Amministrazione deve intervenire approvando e supervisionando la strategia della banca sul rischio e di conseguenza richiedendo che i componenti abbiano un'adeguata e rilevante esperienza delle attività operative della banca. Il *chief risk officer* dovrà avere status, indipendenza, risorse e accesso al c.d.a. al fine di rappresentare in modo chiaro e puntuale i rischi a cui di volta in volta e in coincidenza con i diversi scenari di mercato potrebbe essere esposta la banca. Al c.d.a. spetterà l'elaborazione dei sistemi di retribuzione in modo da allineare i compensi con un'assunzione di rischi prudente, come prescrive il Financial Stability Board.

La continua costante ricerca del profitto, per logiche spinte da istanze individuali del *top management*, ha portato le banche a ricercare modelli di business volti alla redditività di breve periodo motivando la loro applicazione in termini di efficienza. Non dobbiamo dimenticare che la corretta ricerca del profitto dovrebbe tener conto del benessere collettivo (famiglie) e contribuire allo sviluppo e alla crescita economica della nazione (imprese).

⁴ Marzo 2010.

Se la ricerca del profitto resterà il fine esclusivo dell'attività bancaria dovremo prepararci ad assistere nuovamente a crisi finanziarie, i cui effetti finali potrebbero avere una portata più ampia rispetto alle crisi passate.

Banche e derivati

MARINA BROGI

Grazie, presidente di questo invito, i temi importanti sono spesso al crocevia di discipline diverse, e fra economia aziendale e diritto c'è veramente molto da raccontarsi. Io non ritengo che il diritto sia una sovrastruttura, anzi consentitemi di dirvi che la crisi cominciata nel 2007 ha dimostrato che il libero mercato può non essere un mercato senza regole. I mercati non sono perfetti, possono sbagliare, ed è per evitare o contenere quegli sbagli che servono le regole. Più specificatamente, qualunque prezzo venga fatto sul mercato è all'incrocio fra domanda e offerta e pertanto può non essere per nulla rappresentativo del valore. L'esempio che faccio sempre in aula ai miei studenti – ho l'onore, il privilegio, di insegnare alla Sapienza – è che se il Colosseo fosse messo in vendita dallo Stato italiano e nessuno lo volesse comprare, avrebbe un prezzo di mercato pari a zero. Chi di noi può pensare che il Colosseo abbia un valore pari a zero? Nessuno, è ovvio. Tuttavia, questo esempio ci ricorda che il mercato “prezza” sulla base di domanda e offerta. La liquidità è alla base della qualità di quel prezzo, la liquidità assicura che i prezzi fatti siano fattibili (Bianchi 1958; p. 37 e ss.). In presenza di condizioni di mercato non ordinate, di illiquidità, nel caso di *dislocated markets* i prezzi possono divergere molto dal valore.

Buone regole possono contribuire alla liquidità e all'ordinato funzionamento del mercato? Secondo me sì.

Fatta questa premessa, il mandato è di parlare 20 minuti e il tema è estremamente vasto. Mi concentrerò allora su tre punti, particolarmente rilevanti nel rapporto tra banche e derivati, che spero possano fornire qualche spunto per le future regole sui derivati.

L'intervento, da aziendalista studioso di economia delle aziende di credito e di economia del mercato mobiliare, persegue l'obiettivo di focalizzare l'attenzione su pochi concetti chiave, quelli che probabilmente richiederebbero maggiormente un intervento normativo o un affinamento delle norme esistenti, adottando al tempo stesso un approccio sistemico.

Quest'ultimo è necessario per tre motivi:

1. macroeconomico, in quanto i mercati sono globali e interconnessi e pertanto eventuali regole devono essere condivise perché in caso contrario sono facilmente aggirabili;

2. le esternalità del ruolo svolto da mercati e intermediari finanziari a sostegno dell'economia. Sul mercato dei capitali, in particolare sul mercato del capitale proprio, tutte le aziende sono in competizione fra di loro. Se le banche non sono solide – non hanno cioè dotazioni patrimoniali sufficienti – non possono trasmettere gli impulsi di politica monetaria e non danno credito alle imprese, anche in presenza di tassi bassi e grandi immissioni di liquidità, come è successo l'anno scorso;

3. le specificità delle banche che discendono dal loro essere collegate a sistema.

Tre sono anche le tappe del ragionamento su derivati e regole: che cosa s'intende per derivati (la definizione consente di dimostrare che i derivati non sono tutti uguali e anche gli operatori che li usano perseguono obiettivi molto differenti); il rapporto tra derivati e regole, in particolare le regole per le banche (partendo dalle regole contabili e passando attraverso le regole della vigilanza prudenziale); alcune osservazioni conclusive con qualche stimolo, spero, per quanto riguarda la riforma delle regole per la banca e per la finanza.

Partendo dal primo aspetto – la definizione – nel Glossario della relazione annuale 2008 della Banca d'Italia (p. 364) gli strumenti derivati vengono definiti come “attività finanziarie il cui valore è determinato da quello di altri titoli scambiati sul mercato”. “Tra gli strumenti negoziati sui mercati regolamentati si ricordano i futures e le opzioni, tra quelli scambiati sui mercati *over-the-counter* si ricordano gli *swap* e i contratti *forward*”. Nello stesso Glossario – oltre che in derivati su crediti, *credit default swaps* – il termine derivati appare anche nella definizione di cartolarizzazione, opzioni, titoli sintetici e titoli strutturati.

Nel Testo unico della finanza si fa anche riferimento ai derivati su merci, oltre che ai derivati su strumenti finanziari. La definizione è amplissima e include strumenti molto diversi come *swaps*, *future*, opzioni, *credit default swaps* e così via, che vengono negoziati su mercati assai differenti.

L'importanza dei derivati discende dalla loro diffusione: nel 2007 il valore nozionale complessivo dei derivati aveva raggiunto 10 volte il prodotto mondiale, dati più recenti stimano 9 volte.

Volendo concentrare l'attenzione sui derivati più rischiosi, a fine 2007, i *credit default swaps* (noti con il loro acronimo CDS) in 10 anni avevano

raggiunto un valore nozionale di 60 mila miliardi di dollari, poi sceso a 40 mila miliardi di dollari.

Nella teoria economica, sulla base degli obiettivi perseguiti e della propensione al rischio del soggetto che compra o vende lo strumento derivato, si distingue tra *trader/dealer*, arbitraggista, *hedger*.

Esistono altre definizioni di derivati meno asettiche e molto critiche, come quella di Buffett (2003) che li ha etichettati come “armi finanziarie di distruzione di massa” oppure, più recentemente, Stiglitz (2010) che ha sostenuto che “i derivati sono strumenti complessi, poco trasparenti e venduti fuori borsa”.

Le posizioni critiche risentono del fatto che i derivati si prestano a utilizzi distorti, come sostenuto anche da Draghi (2008b; p. 21): “L’esperienza della crisi ha confermato che i prodotti derivati, in generale gli strumenti innovativi per il trasferimento del rischio, sono armi a doppio taglio. Se usati in modo accorto e prudente permettono agli operatori di coprire e diversificare il rischio e possono contribuire a ridurre la fragilità del sistema; se adoperati senza adeguata considerazione dei rischi consentono una moltiplicazione senza controllo della leva finanziaria”. Anche Buffet fa implicito riferimento alla leva mentre Stiglitz identifica altri difetti, alcuni dei quali però sono forse risolvibili con un’adeguata regolamentazione.

Occorre anche sottolineare come, proprio perché sono complessi e poco trasparenti, la larghissima diffusione dei derivati possa minare la fiducia, elemento fondamentale per la stabilità dei sistemi finanziari come già sottolineato da Keynes (1936; p. 149): “Lo Stato di fiducia come lo definiscono loro, è una questione a cui gli uomini pratici dedicano sempre la massima attenzione. Ma gli economisti non l’hanno analizzato accuratamente”.

Sui derivati ci sono punti di vista assolutamente diversi. Se consideriamo ad esempio i più controversi, i CDS, solo negli ultimi giorni, forse anche grazie alla crisi del debito greco, Wolfgang Munchau e Marco Onado si sono espressi pubblicamente per l’abolizione dei CDS “nudi” sui titoli di Stato in quanto scommesse pure.

Al contrario, secondo Hart e Zingales, i CDS aiutano le banche in difficoltà in quanto possono essere utilizzati come parametri per far scattare la conversione delle obbligazioni in capitale, mentre Zingales propone i CDS come indicatore di solvibilità da utilizzare per decidere se erogare i bonus ai manager.

In realtà, l’efficacia dei prezzi fatti sui CDS come stimatori del rischio d’insolvenza dipende dalla liquidità del mercato che, a sua volta, dipende dall’esistenza di una situazione di mercato ordinata. Dobbiamo anche

intenderci sul concetto di mercato: l'essenza di un mercato è data dalla possibilità di vendere o comprare senza alterare il prezzo, implicitamente si fa riferimento alla concorrenza perfetta mentre talvolta i mercati finanziari possono essere oligopoli.

Il mercato dei derivati è sicuramente un oligopolio con la presenza delle quattro principali banche americane (JP Morgan, Goldman Sachs, Bank of America, Citibank) che intermediano da sole il 90% dei derivati *over-the-counter*, pari a 202 mila miliardi di dollari secondo i dati dell'agenzia USA Comptroller of the currency.

Passiamo ora al secondo punto, derivati e regole. Ma quali regole?

In materia di derivati e regole, occorre considerare le regole contabili, le regole per i mercati e le regole per le banche. Alcune regole sono da modificare perché introducono incentivi distorti (ad esempio regole contabili), altre regole vanno introdotte perché dovrebbero indurre comportamenti virtuosi (ad esempio regole sull'introduzione di una controparte centrale per i CDS), altre regole vanno rafforzate per stabilizzare il sistema (ad esempio adeguata patrimonializzazione delle banche).

Partiamo dalle regole contabili. Il rapporto tra derivati e regole contabili è sempre stato difficile dai tempi in cui i derivati venivano contabilizzati nei conti d'ordine ed erano pertanto strumenti *off balance sheet*.

Anzi si può ritenere che i derivati siano stati "inventati" per aggirare vincoli contabili.

Va rilevato che in casi recenti (Grecia, enti pubblici italiani, e così via) spesso i derivati sono stati utilizzati per aggirare le regole contabili sfruttando alcuni limiti nella regolazione esistente. I derivati sono diventati etichette per spostare in avanti/camuffare debiti futuri, ma questa è un'altra storia, anche se non pare sbagliato il divieto di utilizzo dei derivati da parte degli enti locali.

Un aspetto invece da chiarire riguarda il rapporto tra *fair value* e *marking-to-market*.

La migliore evidenza del *fair value* è il valore di mercato. Per questo motivo spesso *fair value* e *mark-to-market* tendono ad avere contorni sfumati. In realtà, i due concetti sono diversi, il *mark-to-market* o *marking-to-market* è una tecnica che implica la valorizzazione al mercato. Si tratta di un esercizio utile per prendere decisioni, per segnalare al mercato eventuali plusvalenze non realizzate, ma non si presta altrettanto come principio contabile, in particolare se combinato con coefficienti minimi patrimoniali, anch'essi sostanzialmente prociclici, Brogi (2009; p. 264 e ss.).

Una norma come il *fair value* applicata in maniera più ampia al bilancio bancario che cosa determina? Determina l'illusione per i banchieri di

potersi rivolgere al mercato per avere liquidità, considerato che porzioni significative dell'attivo sono espresse al valore di mercato. Le banche non hanno mantenuto buffer di liquidità adeguati (in quanto costosi in termini di costo-opportunità) dato che, in caso di bisogno, sembrava sufficiente, vendere parte del portafoglio titoli. Il risultato è stato che, in momenti di tensione sul mercato interbancario, le banche che avevano bisogno di liquidità si sono trovate a svendere titoli mentre altre banche hanno registrato una riduzione nel valore dei loro attivi senza che avessero venduto neanche un titolo.

Allora, quando si pensa al disegno delle regole non basta ragionare sugli effetti che si vogliono indurre, ma anche agli effetti distorti che si potrebbero produrre, ed è proprio questa la grande sfida che deve vedere alleati aziendalisti e giuristi. L'adozione del *fair value* può risultare destabilizzante per il sistema bancario, pertanto è auspicabile mantenere la possibilità di riclassificare gli strumenti finanziari così come concesso dal Regolamento 1004/2008 o addirittura che lo IASB prevedesse principi contabili speciali per le banche che tengano conto delle loro peculiarità.

Al contrario, il *mark-to-market* può essere una tecnica a supporto della stabilità. Nei mercati future il *marking-to-market* consente alla Cassa di compensazione e garanzia di fraporsi tra gli operatori, assumendosi il rischio di controparte e richiedendo dei margini iniziali di garanzia.

Grazie alla valorizzazione al mercato nel continuo, la *clearing house* è in grado di chiudere automaticamente le posizioni in perdita, per le quali non sono stati reintegrati i margini, prima che si verifichino dei problemi di insolvenza e si propaghi il contagio. Un meccanismo di questo tipo, basato su una controparte centrale e il *marking-to-market*, sarebbe fra le regole da introdurre per il mercato dei CDS. Più in generale occorre un miglioramento delle norme sui mercati dei derivati, come sostenuto da Draghi (2010a; p. 13) "Ci auguriamo che i lavori della Commissione europea volti a definire un quadro legislativo armonizzato possano contribuire presto ad accrescere la trasparenza, la liquidità e la stabilità del mercato su cui si scambiano i derivati, specie quello dei *credit default swaps*, che più si presta a manipolazioni speculative".

Con riguardo alle regole sui derivati per le banche, il primo aspetto attualmente al centro del dibattito riguarda la proposta di separazione dell'attività bancaria tradizionale dall'attività di trading, incluso il trading su derivati.

Permettetemi su questo punto di citare il mio Maestro, Tancredi Bianchi (2009) che nella sua *Lectio Magistralis* di accettazione dei saggi scritti dai colleghi in occasione dei suoi 80 anni ha sottolineato che: "La sovrastruttura finanziaria determinata dalla moltiplicazione di prodotti derivati

genera, insieme con il ricercato pareggiamento di rischi operativi, una sistematica negoziazione, correlata, di “scommesse” finanziarie da collocare presso risparmiatori e investitori. Ancorché tali scommesse siano note alle controparti, non rientrano, a mio parere, nell’attività bancaria” (p. 34). E ancora, le banche “possono essere emittenti e negoziatori di prodotti finanziari derivati, rappresentati da valori mobiliari, ma solo per cercare il pareggiamento di rischi della clientela affidata, purché trattasi di pericoli ragionevolmente probabili, onerosi in caso di sinistro e non “connaturati” con l’attività economica esercitata dai clienti; non debbono essere emittenti e negoziatori di prodotti finanziari derivati che siano, per la controparte, ancorché consapevole e informata, pure ‘scommesse’ o quasi, giacché il gioco delle scommesse non è attività bancaria; e così via” (p. 36).

Nel caso in cui non si optasse per la corretta delimitazione dell’attività bancaria in strumenti derivati, occorre assicurare un’adeguata patrimonializzazione e una compiuta comprensione del livello dei rischi. Per quanto riguarda il primo aspetto, concentriamo l’attenzione su due esempi di *worst-practice* e di insufficiente capitalizzazione: AIG e Lehman Brothers.

AIG, salvata dallo Stato americano con un esborso di 180 miliardi di dollari, rappresenta un buon esempio di sottocapitalizzazione. AIG, per la cronaca, si stima fosse il ventesimo operatore sul mercato del CDS, aveva sottoscritto 3200 miliardi di dollari di crediti *default swap*, cifra grossa ma non enorme rispetto al mercato. Il tasso medio d’insolvenza implicito nei contratti che aveva sottoscritto era dello 0,5%, che sta a significare che in 5 casi su 1000 prevedeva di dover pagare la controparte.

Se si fosse verificato esattamente il livello di insolvenze implicitamente previsto nei contratti che aveva sottoscritto, in quella che si può ritenere sarebbe stata la situazione normale e non una situazione particolarmente avversa, AIG avrebbe dovuto sostenere un esborso di 16 miliardi di dollari (pari al 5 per mille di 3200 miliardi di dollari), una cifra improponibile considerando che AIG aveva un patrimonio complessivo di 25 miliardi di dollari. C’è stato un ulteriore problema: nel 2008 il tasso di insolvenza, immaginato da AIG allo 0,5%, è salito al 7%, e allora per far fronte ai suoi obblighi AIG avrebbe dovuto pagare 225 miliardi di dollari, oltre nove volte il patrimonio di cui poteva disporre. Va peraltro sottolineato che il fatto che il tasso di insolvenza possa arrivare al 7% non è in se impensabile, anzi! Nelle regole di Basilea I – e anche Basilea II metodo standard – quant’è il capitale che le banche devono accantonare ogni 100 euro di prestito? L’8%, e questa percentuale è stata scelta perché statisticamente, osservando orizzonti temporali lunghi, effettivamente sul credito si può arrivare al 8% di perdita, in un dato anno. AIG non era un intermediario regolamentato, stile Basilea, aveva

largamente sottostimato i rischi cui era soggetta ed era fortemente sottocapitalizzata. Lo stesso ragionamento vale anche per la Lehman Brothers, che non aveva capitali sufficienti a sostenere le eventuali perdite delle sue attività. Lehman aveva all'attivo Mortgage Backed Securities (che sembravano tripla A, e poi tripla A non erano) raccoglieva tassi bassi, aveva uno spread del 3%, faceva degli enormi profitti a fronte di un patrimonio insufficiente.

Draghi (2008a; p. 17) sostiene che “assieme all'adeguatezza del patrimonio e dell'organizzazione, il terzo presidio cui è affidata la stabilità del sistema bancario è la qualità del governo societario”, pertanto un corretto governo societario dovrebbe condurre ad una compiuta comprensione dei rischi assunti e del tipo di attività svolta.

Con riguardo alla governance, Bianchi (2009) sottolinea come “l'attività in prodotti derivati debba essere rigorosamente vigilata dagli organi di *governance*, affinché non si traduca in un esercizio di compravendita di ‘scommesse’” (p. 36).

“La saggezza sta nel comporre le antitesi dei potenziali conflitti di interesse tra tutti gli *stakeholders*; l'imprudenza sta nel privilegiare l'unilateralità degli interessi degli *shareholders*, ricercando, a tal fine, il rispetto non puntuale delle norme di vigilanza prudenziale; la saggezza, ancora, sta nel non introdurre operazioni rischiose, di pura sorte, come molti prodotti finanziari derivati, nelle relazioni di clientela, alla caccia di ricavi per commissioni e provvigioni; l'imprudenza sta nel perseguire alti gradi di redditività non sostenibili nel medio/lungo termine” (pp. 13-14).

Le banche hanno sottostimato i rischi dei derivati e delle cartolarizzazioni, occorrono norme di governance più stringenti affinché i rischi siano compiutamente compresi con un rafforzamento del ruolo del consiglio di amministrazione e della responsabilità degli amministratori e dell'organizzazione interna.

Cinque minuti? Mi avvio alle conclusioni. Alcuni spunti, guardando avanti: libero mercato non significa mercato senza regole, anzi i mercati regolamentati sono più tutelanti per i risparmiatori.

La crisi del 2007-08 cade alla fine di un lungo percorso di deregolamentazione negli USA e in Europa. Negli USA vi fu un importante tentativo di regolamentazione dei derivati alla fine degli anni '90, Greenspan – Rubin – Summers si opposero al piano della Commodities Futures Trading Commission (un'agenzia indipendente con il mandato di regolamentare i mercati dei future e delle opzioni) di regolamentare i deri-

vati tra il 1998-99. Insistettero che un mercato libero dei CDS avrebbe assicurato un'assunzione di rischi efficiente. Coloro che si opposero alla regolamentazione sottolinearono i rischi di delocalizzazione del mercato. Questa esperienza dimostra la necessità del coordinamento internazionale nella riforma delle regole per il sistema finanziario.

L'introduzione di regole uniformi è un problema politico internazionale, tuttavia recentemente sono emerse posizioni diverse già solo in Europa. A gennaio, il Commissario UE designato al mercato interno, Michel Barnier, ha confermato che l'esecutivo europeo proporrà iniziative legislative sui prodotti derivati e la creazione delle Camere di compensazione e il ministro francese Cristine Lagarde durante il convegno Aspen a Venezia (6 marzo) ha sollecitato un'azione europea più forte sui derivati. Gli inglesi potrebbero, invece, avere una posizione diversa sui CDS e sulla creazione di una Cassa compensazione e garanzia europea (come nel caso delle norme sugli *hedge fund* e sul *private equity*). Anche l'Associazione europea dei tesorieri d'impresa ha inviato una lettera a favore dei derivati su misura (non regolamentati e senza controparte centrale), probabilmente dovuta alla preoccupazione che i costi delle regole vengano traslate dalle banche alle imprese.

Alle regole ha dedicato spazio anche il governatore Draghi che mercoledì pomeriggio (17 marzo) ha riferito come presidente del Financial Stability Board alla Committee on Economic and Monetary Affairs of European Parliament. Secondo Draghi (2010b; p. 6) gli aspetti da considerare nella regolamentazione dei derivati OTC sono: quali derivati debbano essere standardizzati e soggetti ad un obbligo di negoziazione nei confronti di una *clearing house* e quali utenti finali possano essere esonerati da questi obblighi. Il Governatore ha poi anche sottolineato l'importanza della trasparenza per un'adeguata vigilanza.

Laddove i derivati non sono standardizzati e non vengono negoziati per mezzo di una *clearing house* occorre richiedere maggiori dotazioni patrimoniali e massima trasparenza.

In estrema sintesi, per favorire il superamento della crisi e ripristinare la fiducia occorre sia introdurre nuove tutele, sia modificare quelle norme e prassi che hanno contribuito a minare la stabilità del sistema adottando un approccio sistemico che consideri simultaneamente strumenti, mercati e intermediari.

Per quanto riguarda il primo aspetto – l'introduzione di nuove regole – occorre rafforzare i meccanismi di salvaguardia, incrociando le tutele relative al singolo intermediario con le tutele per il mercato, ad esempio: in primo luogo prevedendo, laddove i mercati OTC diventano così gran-

di da poter minare la stabilità del sistema, l'introduzione di una *clearing house*, come sarebbe auspicabile fare per i derivati di credito; in secondo luogo, imponendo alle agenzie di rating regole più stringenti e trasparenti sulle loro indicazioni; in terzo luogo, verificando periodicamente che gli attori del mercato finanziario siano tutti soggetti a vigilanza e a regole prudenziali.

Relativamente al secondo aspetto – modifica delle norme e delle prassi che hanno contribuito a minare la stabilità del sistema – la recente crisi dei mercati finanziari e la sua propagazione all'economia reale è stata favorita anche dall'introduzione degli IAS e dalla progressiva riduzione nella dotazione patrimoniale delle banche. Oltre alla modifica degli IAS citata prima, va modificata Basilea II, nell'ottica di attenuare la prociclicità, rafforzando anche il patrimonio delle banche.

L'aspetto maggiormente tradito dello spirito del cambiamento dalla legge bancaria del '36 al testo unico bancario del '93 è il fatto che si pensava che con il nuovo testo unico – e con la privatizzazione – le banche avrebbero avuto una dotazione patrimoniale maggiore: lo Stato non poteva ripatrimonializzarle, ma ci avrebbe pensato il mercato. Questo non è avvenuto, alcune banche hanno raggiunto un ROE del 25%, assumendosi evidentemente dei rischi, tali da giustificare una remunerazione del capitale del 25%, e distribuendo sostanziosi dividendi non solo in Italia, ma anche all'estero. Nell'aprile del 2008 – a crisi già cominciata – sono stati distribuiti dalle prime dieci banche italiane quotate 10,5 miliardi di dividendi; sei mesi dopo, Tremonti andava a Bruxelles a farsi autorizzare i Tremonti bond per le sole banche quotate – perché il problema erano appunto le quotate – per un ammontare complessivo stimato fra i dieci e i dodici miliardi quando invece sarebbe stato sufficiente non distribuire i dividendi. Sicuramente il mercato spinge le banche ad assumersi rischi, allora: in primo luogo, serve il coefficiente dimensionale – come era stato previsto in Italia all'inizio di Basilea I – e la leva complessiva va normata; in secondo luogo, è utile imporre alle banche un buffer di capitale oltre il minimo regolamentare. Allorché una banca non abbia questo ulteriore cuscinetto patrimoniale, non potrà distribuire dividendi.

In conclusione, le misure devono essere adottate da tutti gli intermediari in tutti i paesi, non solo perché vogliamo che le nostre banche possano competere ad armi pari ma perché, se consentiamo di aggirare le regole, il sistema non sarà mai stabile. Non è pertanto un tema di patriottismo, ma un tema di stabilità.

Non voglio concludere in chiave negativa. La crisi, infatti, può anche essere vista come un'occasione per un cambiamento in meglio, come

sosteneva Einstein nel 1955, “senza la crisi non ci sono sfide, senza sfide la vita è una routine, una lenta agonia; dobbiamo finirla una volta per tutte con l'unica crisi pericolosa, la tragedia di non voler lavorare insieme per superarla”.

Desidero ancora ringraziare la nostra presidente, la prof.ssa Calvosa, il professor Nigro, e il prof. Piras che ha moderato la tavola rotonda e che mi ha consentito di parlare in questa occasione per ragionare insieme su temi secondo me molto importanti*.

VITTORIO SANTORO

Grazie. Credo che le mie osservazioni siano pressoché superflue, sia perché data l'ora la platea si è ridotta, sia perché alcune considerazioni sono state appena anticipate dalla prof. Brogi. In ogni caso, credo che,

* Riferimenti:

BANCA D'ITALIA, *Glossario alla relazione*, 2008.

BIANCHI, *Mercato finanziario e Borsa Valori*, Milano, Giuffrè, 1958.

BIANCHI, *Considerate la vostra semenza*, Lectio Magistralis, mimeo, 2009.

BROGI, “IAS, fair value e coefficienti patrimoniali nelle banche”, in *Saggi in onore di Tancredi Bianchi “Banche, sistema, modelli”*, a cura di Comana, Brogi, Vol. I, Roma, Bancaria Editrice, 2009.

DRAGHI, *Considerazioni finali*, 31 maggio 2008a.

DRAGHI, *Un sistema con più regole, più capitale, meno debito, più trasparenza*, 21 ottobre 2008b.

DRAGHI, *Intervento del Governatore della Banca d'Italia al convegno AIAF, ASSIOM, ATIC FOREX*, 13 febbraio 2010a.

DRAGHI, *Modernisation of the Global Financial Architecture: Global Financial Stability, intervento alla Committee on Economic and Monetary Affairs of European Parliament*, 17 marzo 2010b.

HART, ZINGALES, “Raccolta di capitale e livello dei valori. Perché i Cds aiutano le banche in difficoltà”, in *Il Sole 24 Ore*, 9 febbraio 2010.

KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London, Macmillan, 1936.

MÚNCHAU, “È ora di abolire i credit default swap”, in *Il Sole 24 Ore*, 2 marzo 2010.

ONADO, “Vestiamo di regole quei Cds ‘nudi’”, in *Il Sole 24 Ore*, 13 marzo 2010.

ZINGALES, “Per le regole sui bonus una lezione da Goldman”, in *Il Sole 24 Ore*, 12 dicembre 2009.

ZINGALES, “Chi combatte i Cds teme solo la verità del mercato”, in *Il Sole 24 Ore*, 22 aprile 2010.

con sollievo di tutti, dopo un pomeriggio denso di relazioni, sia bene imprimere un *motus in fine velocior*.

Toccherò solo tre punti: 1) rammenterò i fatti che hanno determinato la crisi; 2) porrò una questione terminologica in ordine al significato di derivati finanziari; 3) terminerò con due proposte di possibile evoluzione del sistema.

1) I fatti sono quelli che hanno ricordato tutti, in sintesi: le banche, negli Stati Uniti, in seguito all'abrogazione del *Glass-Steagal Act*, hanno goduto di una libertà maggiore che non nel passato nell'erogazione dei prestiti, fino al punto che non vi è stata più distinzione fra banche commerciali e banche di investimento. I loro attivi hanno incorporato posizioni molto rischiose, cosicché all'approssimarsi della crisi nel mercato del credito, alle prime avvisaglie di problemi in ordine a sofferenze su prestiti, in particolare nel settore immobiliare, le banche hanno proceduto a ripulire i loro attivi di bilancio, rivendendo le loro posizioni di credito più rischiose a investitori non soggetti a controlli, ovvero, quando controllati, non in grado di riconoscere il rischio insito in strumenti finanziari sempre più sofisticati. Paradossalmente proprio le regole di Basilea I (Basilea II era appena agli esordi e soprattutto non era stata ancora applicata negli Stati Uniti) hanno contribuito ad accelerare in certa misura l'esito nefasto della crisi. Basilea I, infatti, ha introdotto requisiti meno flessibili di patrimonializzazione in relazione ai mutui; ciò ha spinto le banche al *moral hazard*, vale a dire a creare prodotti sempre più sofisticati e meno comprensibili, proprio al fine di riacquisire quella flessibilità che le regole di Basilea sottraevano loro.

In tale fase le banche, da un lato, hanno camuffato i rischi maggiori impacchettandoli in derivati con sottostante di qualità migliore; d'altro lato, hanno creato speciali "veicoli" (società partecipate o collegate) dotati di alto *rating* proprio per il fatto di essere di proprietà delle medesime banche e a tali veicoli hanno ceduto le posizioni più rischiose.

Tali modalità operative si sono sviluppate nel mercato americano, e per l'intima connessione in quello inglese. Tuttavia, gli altri mercati non ne sono rimasti immuni per effetto della globalizzazione e per effetto competitivo. Nessuno è voluto rimanere fuori a guardare quello che sembrava un'orgia di facili profitti.

D'altra parte non è pensabile tenere separati i mercati di questi paesi dai mercati di tutti i paesi avanzati, con particolare riguardo a quelli europei e a quello italiano. Si ha voglia a dire in Italia la situazione è migliore, in effetti la crisi è giunta anche da noi, e le maggiori nostre banche, in una misura maggiore o minore, sono state partecipi del fenomeno descritto. D'altra parte, sono proprio i principi economici della

concorrenza che, in assenza di regole di vigilanza, hanno spinto le banche di tutti i paesi a imitare quelle americane e inglesi nell'uso spregiudicato di una leva finanziaria molto accentuata, ma è noto che al manifestarsi della crisi è almeno altrettanto ampio il *deleverage*.

La globalizzazione dei mercati impedisce che si possa realizzare un'adeguata protezione degli investitori *retail*, salvo che si raggiunga un soddisfacente grado di omogeneizzazione tra gli ordinamenti, l'obiettivo non è facilmente realizzabile.

Gaetano Presti ci ha parlato della situazione dall'altra parte dell'Oceano, altri relatori si sono soffermati un po' più sulle cose europee; ma al di là di qualche dato di fondo comune a tutte gli interventi degli Stati di fronte al dilagare della crisi economica, le difformità fra gli ordinamenti sono enormi. Piuttosto che offrire un'omogenea protezione degli investitori, vi è stata una gara a offrire una protezione al ribasso. D'altra parte se un ordinamento volesse optare per una difesa più rigorosa degli investitori *retail*, non sarebbe in grado di proteggere efficacemente nemmeno i propri cittadini-risparmiatori. Le regole di protezione varrebbero, secondo i principi di diritto internazionale privato, quando l'emittente o intermediario raggiungano l'investitore nei confini dello Stato che offre la protezione più rigorosa, non varrebbero nel caso inverso. Ma gli intermediari spregiudicati sono abili a sollecitare l'interesse dei risparmiatori attraverso pubblicità accattivanti di prodotti finanziari che promettono interessi da favola; pubblicità che sono sotto gli occhi di tutti in internet o sono prospettate in modo aggressivo con strumenti anche più tradizionali quali la posta o il telefono.

Consentitemi un esempio personalissimo: alcuni anni fa, sono stato ripetutamente contattato telefonicamente direttamente da New York da un promotore che parlava esclusivamente in lingua inglese, il quale mi proponeva investimenti dai contorni ambigui ma, a suo dire, economicamente vantaggiosissimi. Per fortuna mi sono guardato bene dall'investire; ma ricordo l'episodio per sottolineare l'aggressività degli intermediari verso una platea casuale e distante dai mercati di origine e dalla quale si pretende di estorcere una proposta di investimento; badate bene non si chiede, invece, di accettare una proposta, con le conseguenze sopra evidenziate in ordine alla legge applicabile.

Questo genere di aggressività si è manifestata nelle forme peggiori esattamente prima dello scoppio della crisi, quando ormai gli intermediari erano consapevoli di avere degli attivi solo figurativi di cui occorreva disfarsi rapidamente, trasferendo i titoli tossici dagli originatori in grado di riconoscere il rischio, a soggetti che non sono più in grado di riconoscerlo, vale a dire a intermediari più deboli o, infine, a investitori *retail*.

Fatto è che le stesse autorità di controllo, sia pure in gradi diversi da paese a paese, ipnotizzate dal valore taumaturgico del “mercato”, hanno lasciato mano libera agli originatori dei titoli derivati fino al punto che non sono state più in grado di comprendere, esse stesse, il grado di rischio insito in molti strumenti derivati. Tra i *gate keepers* che hanno fallito la loro missione in prima linea devono essere ricordate le agenzie di rating, che, al di là dei casi di dolo, hanno fallito nella loro missione cadendo in gravi negligenze professionali.

2) Dipende tutto ciò dall'uso stesso dei derivati? Certo, questi strumenti hanno la caratteristica di accrescere la leva finanziaria in periodo di crescita, ma anche di ridurla fortemente in periodi di crisi, ciò rappresenta di per sé un fattore di rischio.

Possiamo pensare, come qualcuno anche oggi ha adombrato, di risolvere drasticamente il problema azzerando la storia e tornando indietro ad un mondo della finanza senza derivati?

Io credo, come già altri oggi ha sottolineato, che questo scenario è impensabile, sarebbe come dire che è meglio un mondo senza dinamiche (che pure è utile ad es. nelle miniere, nelle grandi opere pubbliche).

Credo che la storia non possa tornare indietro, pertanto dobbiamo imparare a gestire i derivati come abbiamo imparato a maneggiare l'esplosivo.

A tal fine il primo passo da compiere è comprendere di cosa parliamo. Mi piace partire da un bel saggio di Eugenio Barcellona, recentemente apparso sulla rivista *Banca e borsa*, nel quale l'a. afferma che anche le azioni di società sono dei derivati (in particolare l'a. afferma che “lo scambio azionario è il contratto con il quale [...] si scambiano un *flusso monetario certo* (il prezzo) con un *flusso monetario incerto* (le aspettative di utili)”).

Se così è, tuttavia, è innegabile che di strada se ne è fatta da un mercato in cui si scambiavano solo azioni (e obbligazioni) ai mercati in cui si scambiano derivati. In ordine a questi ultimi le definizioni sono così ampie da essere poco utili in termini giuridici, si afferma ad esempio che: i tipi di strumenti derivati sono illimitati e possono contenere tutte le clausole in ordine alle quali le parti trovino un accordo al fine di scambiare un prezzo contro l'assunzione di un rischio.

La ricerca nella legislazione europea, come in quella nazionale, di una nozione di derivato, o di nozioni di vari tipi di derivati, è vana. Si può, invece, constatare come il legislatore europeo (a cui quello nazionale deve adeguarsi) nelle direttive Market abuse e Mifid, ne hanno ampliato l'elenco su base casistica, in ciò assecondando la tendenza degli operatori “all'innovazione finanziaria” o se si preferisce “all'uso sfrenato

della fantasia operativa". Questo fatto di per sé testimonia della complessità del fenomeno.

PRESIDENTE – Scusa Vittorio, se sai qualcosa su quelli islamici a cui ho fatto accenno stamattina...

SANTORO – Non mi sembra che siano derivati, loro sono più saggi di noi da questo punto di vista! I derivati finanziari, infatti, contravvengono il divieto di transazioni aleatorie e quello di vendita del rischio.

Dicevo che il legislatore europeo tende ad allargare il novero degli strumenti finanziari derivati per assecondare l'innovazione finanziaria, ma la crisi attuale ha posto bruscamente all'ordine del giorno l'esigenza di mettere ordine nella materia.

A tale operazione si è recentemente accinto il CESR (Committee of Securities Regulators) partendo da concetti semplici e, credo, condivisibili vale a dire che i mercati per funzionare al meglio hanno bisogno: 1) della standardizzazione dei prodotti; 2) dello scambio d'informazioni tra autorità di controllo. Tuttavia, di fronte all'innovazione finanziaria le regole sull'ammissibilità del prodotto alla negoziazione così come quelle relative allo scambio di informazioni si devono continuamente adeguare, per evitare che siano aggirate con il pretesto che si tratta di prodotti diversi da quelli già regolati e, pertanto non soggetti ad alcun tipo di regola.

Il documento CESR (09/987 del gennaio 2010) prevede la standardizzare dei derivati *over the counter*, che in realtà è una sorta di contraddizione in termini, perché in pratica l'OTC è uno strumento che non dovrebbe prestarsi a nessuna standardizzazione *ex ante*, proprio per questo la proposta del CESR è tanto più meritevole.

Nel documento si prospetta la necessità che le autorità di controllo dei vari paesi dell'Unione europea siano reciprocamente informate in ordine ai prodotti finanziari che circolano sui rispettivi mercati sulla base di un *report* unico nel quale andranno inserite le principali notizie relative ai derivati contrattati nei vari paesi. L'auspicio sotteso è che le indicazioni, che dovranno essere inserite nel report, saranno, a loro volta, richieste da ciascuna autorità di controllo agli operatori, i quali, dunque, saranno autorizzati ad immettere nel mercato solo quei prodotti che rispondano alle informazioni standard presenti nel format.

A tal fine, il CESR elenca tipi di derivati OTC che si possono standardizzare e le informazioni che è necessario fornire per raggiungere l'obiettivo della standardizzazione.

Qui mi limito a riportare, per il tempo limitato a mia disposizione, l'elenco dei derivati che, secondo il CESR, è possibile standardizzare,

essi sono: *Options*; *Futures*; *Warrants*; *Total return swap*; *Spread bets* (sono nell'elenco quelli meno noti, preciso pertanto che sono simili ai *contracts for difference*, e hanno talvolta come sottostante un *equity*, e sono caratterizzati da una leva finanziaria importante); alcuni tipi di *Swaps*; *Credit default swap*; infine, i *Complex derivatives* (con le limitazioni che dirò poi). All'esito della Consultazione CESR, si propone di standardizzare i suddetti prodotti attraverso l'obbligatoria indicazione degli elementi seguenti: a) il codice ISO, che altro non è che una sorta di bollino blu; b) il tipo di derivato; c) le tipologie di derivati sottostanti; d) con riferimento alle *option*, se siano *put* o *call*; e) se vi sia un moltiplicatore del prezzo; f) il prezzo *strike*, vale adire il prezzo al quale si può esercitare il diritto; g) infine, il termine entro il quale il diritto può essere esercitato.

In verità, i *Complex derivatives* non si prestano ad essere facilmente classificati secondo lo schema sopra sintetizzato; sicché il CESR suggerisce che le autorità di controllo nazionali non ammettano normalmente che siano negoziabili questo tipo di derivati, ma aggiunge che se proprio dobbiamo aprire la porta anche ai derivati complessi lo si faccia solo per: 1) quei derivati complessi la cui funzione *put* o *call* non è classificata alla stipula; 2) quei derivati in forma di *option* con variabili sia *put* che *call*, ove l'acquirente sceglierà, a una data futura, se l'opzione debba essere *put* o *call*; 3) quei derivati in forma di *option* e di *warrant*, dove il prezzo *strike* non è noto alla stipula, ma basato su un prezzo corrente del periodo considerato. Già da questa mera elencazione di indicazioni, abbiamo un quadro molto complicato delle clausole che possono afferire ai derivati complessi, al di là del quale la standardizzazione non pare al CESR più praticabile. Oltre tale limite, la circolazione di strumenti derivati dovrebbe essere vietata, oppure, come con più realismo sembra suggerire il CESR, limitata ad una contrattazione tra soggetti professionalmente qualificati e specificamente specializzati.

È evidente che l'auspicato nuovo corso dovrebbe inserirsi nel quadro di una riforma europea che preveda importanti modifiche di direttive, in particolare, *market abuse* e *mifid*, in senso meno liberale che nel passato.

3) Quanto infine alle due proposte che vi annunciavo in apertura, vorrei, in primo luogo, far notare che gli stessi controllori del mercato (incluso in questi le agenzie di *rating*) spesso, se non sempre, non sono in grado di conoscere perfettamente le caratteristiche dei prodotti più complessi, si affidano, a scatola chiusa, alle dichiarazioni degli emittenti e degli intermediari. Questa rinuncia *a priori* ad esercitare in modo appropriato le funzioni di controllo non è più tollerabile; occorre, pertanto, prevedere che, quando s'immettono dei prodotti sul merca-

to, l'emittente o l'intermediario debba chiedere una specifica autorizzazione, che dovrebbe essere rilasciata se, e solo se, siano chiarite le caratteristiche del prodotto (affinché, poi, l'autorità di controllo indichi le informazioni che dovranno essere trasferite al mercato). In secondo luogo, poiché, quando il prodotto è complesso, vi è un onere finanziario da sostenere già solo per spiegare il modo in cui è costruito un derivato finanziario, tali oneri dovranno essere caricati sugli emittenti e sugli intermediari interessati. Se non è possibile raggiungere tale risultato, il prodotto non dovrà essere immesso sul mercato, questo è un punto fondamentale, che potrà essere facilitato dalle accennate regole di standardizzazione promosse dal CESR.

La seconda proposta è quella già avanzata dalla prof.ssa Brogi, con la quale mi trovo perfettamente concorde, sicché sarò telegrafico: è necessario istituire un sistema di controparte centrale anche per i derivati OTC più pericolosi, come d'altra parte già accade per altri derivati. Io credo che il sistema di controparte centrale debba essere esteso il più possibile. Esso, infatti, è un meccanismo che assicura liquidità al sistema, e garantisce rispetto all'insolvenza dei soggetti aderenti, sicché qualora qualche intermediario abbia problemi di liquidità o, nei casi più gravi, fallisca, il sistema di controparte centrale, nel primo caso, l'aiuta a superare la difficoltà ovvero, nel secondo caso, lo espelle dal sistema ricalcolando le posizioni reciproche degli altri aderenti, evitando in definitiva che la crisi si contagi agli altri operatori. Molti ritengono che questo sistema non sia estensibile ai derivati OTC per definizione fuori mercato, ma mi piace segnalare che un parere opposto è stato espresso dall'associazione internazionale tra gli operatori specializzati in *swap*.

Ho qui terminato in ordine ai tre punti che mi ero proposto, però consentitemi ancora un'osservazione conclusiva.

Oggi si è parlato molto di mercati e dell'opportunità che essi siano più o meno regolamentati. Io vorrei sottolineare che il mercato in quanto tale non esiste: non possiamo concepire se non un mercato che abbia delle regole, regole che altro non sono che meccanismi di manipolazione di tendenze e comportamenti che se non corretti andrebbero in altre direzioni.

Dico questo perché la vera scelta che abbiamo di fronte è la seguente: 1) lasciare ancora che il mercato sia autoregolamentato, vale a dire manipolato dagli stessi operatori che su di esso hanno una posizione oligopolistica, ma mi sembra che oggi nessuno abbia espresso questa posizione; 2) imporre una regolamentazione esterna rigorosa, affidata possibilmente ad una competenza sopranazionale, nell'ottica di proteggere gli investitori e di assicurare il regolare finanziamento alle imprese.

Sia chiaro che anche in questa seconda ipotesi il mercato sarà “manipolato” ma, in questo caso, non in funzione dell’interesse di pochi operatori bensì in funzione di un interesse più generale, per garantire stabilità e sicurezza.

Perché una tale regolamentazione funzioni efficacemente, il regolatore del mercato dovrebbe avere una competenza sopranazionale. Forse in Europa stiamo muovendo i primi passi (troppo lenti) per costruire un sistema europeo unico, ma anche ciò non sarà sufficiente se non vi sarà un efficace coordinamento e un’unità di intenti con i regolatori di oltreoceano.

Considerazioni conclusive

ALESSANDRO NIGRO

Vorrei iniziare queste rapide considerazioni conclusive rilevando che tutti i relatori si sono collocati – mi parrebbe – nell’ottica che indicavo all’inizio dell’incontro, quella cioè di tentare un’analisi dei problemi nascenti dalla crisi, con riferimento alle banche, in una dimensione per così dire “laica”, ovvero senza tabù, senza pregiudizi, senza idee preconette. E rilevando ancora che se, nella trattazione dei singoli argomenti, c’è chi ha mostrato (volendo usare degli stereotipi) una posizione più conservatrice e chi, invece, una visione più rivoluzionaria, tutti però, in misura minore o maggiore, hanno convenuto – mi parrebbe – non soltanto sull’esistenza e sulla gravità dei problemi sollevati dalla crisi ma anche sulla necessità di interventi più o meno drastici, più o meno rivoluzionari, appunto.

Nella varietà di voci e di approcci non sono mancate, ovviamente, divergenze anche vistose. Mi sembra da segnalare, per esempio, il contrasto fra la visione pessimistica di Pietro Giovannini, secondo il quale, da un lato, il cuore della crisi non sarebbe stato neppure compreso fino in fondo e, dall’altro, la vera crisi, in realtà, non ci sarebbe ancora stata; e quella ottimistica di Marina Brogi, che invita a considerare la crisi come sfida e occasione propizia per rivedere le regole. Sono emerse, peraltro, anche interessanti consonanze. Con riferimento, sempre per esempio, alle cartolarizzazioni, che evidentemente pongono problemi particolarmente sentiti, tutti quelli che hanno toccato l’argomento (Presti, Mattei Gentili, Carriero, Boido, Brogi) sono stati dell’avviso della necessità di un intervento che introduca correttivi all’utilizzazione di quello strumento da parte delle banche.

Quasi tutti gli interventi, poi, hanno posto in luce la difficoltà, in qualche misura, di “isolare” i singoli problemi: una difficoltà che c’è sempre e comunque, ma che nel nostro caso è emersa in tutta la sua rilevanza, anche in relazione alle differenti dimensioni da considerare (quella nazionale; quella internazionale) con riguardo sia alla crisi sia ai meccanismi di intervento. Sono stati coinvolti, potremmo dire, i massimi sistemi.

È stato toccato il tema del “pubblico” e “privato” non solo nell’attività bancaria e nella relativa regolamentazione, ma nell’impresa, e quindi nell’attività economica, in genere. È apparsa l’esigenza di ripensare o ridefinire la nozione stessa di banca, per individuare l’ambito rispetto a cui ragionare. Si sono evocati i problemi legati all’evoluzione dell’impresa, in relazione alle dimensioni che la medesima può assumere, problemi che, di nuovo, non riguardano solo l’impresa bancaria. L’Unicredit è troppo grande per fallire, ma anche la FIAT è troppo grande per fallire: e questo, evidentemente, ha tutta una serie di implicazioni e di corollari.

Fra l’altro, va anche considerato un altro aspetto, che non mi pare sia stato qui evocato, ma che occorre abituarsi a tenere presente: la dimensione delle imprese rileva con riferimento a tutti i “rimedi”, per così dire, alle crisi: quindi, se è giusto porsi il problema se un’impresa sia troppo grande per fallire, in relazione alle ripercussioni che ne deriverebbero, ci si deve anche porre il problema se un’impresa sia troppo grande anche per essere aiutata dallo Stato. Sotto questo profilo, emerge in tutta la sua importanza la problematica, che qui non è stata considerata, perché non la si poteva considerare, del “frazionamento” delle grandi imprese, specificamente di quelle bancarie.

Vengo a qualche riflessione che trae spunto da quello che abbiamo sentito in ordine ai diversi argomenti.

Sul tema “pubblico”/“privato” nell’attività bancaria. Franco Belli ha evidenziato due cose. La prima che le categorie del “pubblico” e del “privato” né possono essere delimitate in modo rigido né possono essere frontalmente contrapposte: nella realtà, in particolare nella realtà dell’attività economica, il “pubblico” e il “privato” s’intrecciano e si frammischiano (il relatore ha usato la suggestiva espressione “si incistono”). La seconda è che l’intreccio “pubblico”/“privato” è particolarmente intenso nella banca: e lo è perché l’attività bancaria ha a oggetto una “merce pubblica”. Questo non significa – ha precisato Belli – che la banca non sia impresa: certamente lo è, ma si tratta di un’impresa dai connotati assolutamente peculiari.

Anche Giovannini si è collocato sulla stessa linea, là dove ha sottolineato che l’attività bancaria è per sua natura insieme attività pubblica e

attività privata e criticato, poi, il fatto che si sia perso di vista il dato delle funzioni “pubbliche” della banca.

I rilievi di entrambi i relatori mi trovano perfettamente d'accordo.

Credo che si debba abbandonare una volta per tutte l'idea che la banca sia un'impresa privata come le altre, che in principio essa debba essere trattata come le altre e che quindi qualsiasi limitazione al modo di essere e di operare della banca debba essere riguardata come una sorta di eccezione, come una sorta di espropriazione di un pezzo di autonomia.

Ritengo che questa sia un'idea profondamente errata, perché la banca non è un'impresa come tutte le altre, per la specificità del suo paradigma imprenditoriale e del bene che ne costituisce l'oggetto e per la conseguente, ineliminabile, sua valenza pubblicistica o, se si preferisce, rilevanza per l'interesse collettivo: una valenza e una rilevanza che si manifestano, oserei dire, più ancora che sul versante della raccolta del risparmio, sul versante dell'erogazione del credito.

Ho avuto altre volte occasione di sottolineare che mi sembra riemersa l'attualità e la correttezza dell'espressione usata nella vecchia legge bancaria del '36, che definiva la raccolta del risparmio fra il pubblico e l'esercizio del credito come “funzioni di interesse pubblico”: una formula, dove era chiaro il senso della distinzione tra la funzione pubblica e la funzione di interesse pubblico, che era ed è perfettamente calzante con i connotati della fattispecie “attività bancaria” e che, per questo, meriterebbe – in una futura revisione del testo unico bancario – di ritrovare il suo posto nella normativa (e di ritrovarlo precisamente accanto alla formula dell'attuale art. 10, dove si precisa la natura di impresa dell'attività bancaria: formula quest'ultima certamente superflua, se presa a sé, ma che recupererebbe una precisa ragion d'essere ove posta accanto a quella dell'art. 1 l. banc., in un rapporto allora di reciproca complementarietà).

Proprio alla luce di tutto questo si giustifica e si comprende, in particolare, l'intervento dello Stato nelle situazioni di crisi. Il fatto che tutti gli Stati siano intervenuti, con una sintonia impressionante e significativa (Giovannini ha parlato di “sorprendente rapidità di intervento”), per salvare le banche, con strumenti diversi ma aventi tutti il medesimo obiettivo, credo che dimostri la ineliminabile componente pubblicistica dell'attività bancaria, non soltanto sotto il profilo della tutela dei depositanti, che in questo caso veniva meno in considerazione, quanto sotto il profilo della tutela della funzione creditizia. Non a caso i meccanismi di soccorso per le banche italiane sono stati ancorati, come è noto, proprio al mantenimento e al rafforzamento della funzione creditizia.

Quanto fin qui detto significa e comporta che, là dove la tutela della funzione creditizia lo richiama, ben possono o debbono essere imposte limitazioni anche incisive all'attività e al modo di essere delle banche.

Le considerazioni fin qui fatte mi consentono di passare al secondo argomento, quello relativo agli investimenti.

Come i relatori hanno ben colto, il titolo dato al tema non era da riferire agli investimenti della banca intesi in senso generico, perché è chiaro che l'investimento principe della banca – ed è stato sottolineato – è nel credito che viene erogato. Il discorso doveva riguardare – e ha in effetti riguardato – l'impiego da parte della banca di propri capitali in investimenti sul mercato mobiliare: che è, poi, quello che ha determinato, fondamentalmente, i problemi.

I problemi, infatti, sono nati in relazione al fatto che le banche – come ci ha chiarito anche Presti – da un lato hanno creato e messo in circolazione titoli “tossici” e, dall'altro, questi titoli hanno esse stesse acquistato, non tanto per rivenderli ai clienti o per conto dei clienti, ma per sé, come forma di impiego delle proprie disponibilità. Di qui, il problema di stabilità patrimoniale della banca, derivante dal fatto che si fosse “imbottita”, come si è detto, appunto di titoli “tossici”.

Presti ha richiamato la proposta Obama, secondo la quale dovrebbe essere preclusa alle banche commerciali la possibilità di svolgere attività di *trading* in proprio, in base alla considerazione, da un lato, che le banche commerciali sono assistite da una rete di sicurezza che non può tradursi in una protezione, a spese dei contribuenti, di chi svolga un'attività a rischio nel proprio interesse e, dall'altro, che non si può consentire che chi raccoglie a buon mercato denaro fra il pubblico usi poi questo denaro, anziché per la funzione creditizia, per eseguire *trading* a proprio profitto.

Mi sembra che la strada da seguire sia proprio questa, se si vuole essere coerenti fino in fondo con l'idea che il cuore dell'attività delle banche (la ragion d'essere della loro esistenza) sia l'attività bancaria in senso stretto. Il resto è un “collaterale” che può essere gestito dalla banca liberamente finché non ponga in crisi l'esercizio della funzione creditizia. Se, come si è visto nei casi venuti all'attenzione di tutti, gli investimenti sul mercato mobiliare delle disponibilità delle banche ha messo a rischio lo svolgimento della funzione creditizia, allora evidentemente bisogna regolare in maniera più appropriata e più stringente di quanto è avvenuto fino ad ora quel tipo di investimenti. Tanto più ove si consideri che, operando come hanno operato, le banche hanno oltretutto dimostrato di non essere neppure capaci di gestire quel tipo di investimenti.

Mattei Gentili – oltre a richiamare l'esigenza di prestare attenzione alla qualità dei fondi propri delle banche – ha fortemente premuto sul tasto dell'interconnettività tra l'attività bancaria e l'attività finanziaria: a suo avviso ormai le imprese finanziarie debbono fare tutto, quindi chi fa banca deve poter fare anche attività di investimento, intesa come attività di intermediazione nell'investimento (e non come investimento in proprio). Secondo Mattei Gentili – è una scuola di pensiero accreditatissima – non è possibile tornare indietro, non è possibile cioè tornare al mondo di prima, in cui le banche non potevano svolgere attività di intermediazione finanziaria.

Personalmente, non sono affatto convinto di quest'inscindibilità. Anzi, ho avuto occasione di scrivere che occorrerebbe separare rigorosamente l'attività bancaria e l'attività di intermediazione finanziaria, da riservare a soggetti distinti dalle banche e con esse non collegate. Questo per vari ordini di ragioni. La prima e più importante è che le banche debbono tornare a concentrarsi, rigorosamente, sul loro oggetto tipico, cioè sull'intermediazione creditizia che ne costituisce la stessa ragion d'essere; ma c'è anche l'esigenza di ridurre i conflitti di interesse e quella di contribuire ad evitare il “gigantismo” delle imprese finanziarie.

Il rischio di credito. Il discorso riguarda ovviamente, in primo luogo, le cartolarizzazioni. C'è stata una proposta drastica di Fabio Merusi, che tutti avrete letto su *Banca, borsa e titoli di credito*: quella di proibire per legge la cartolarizzazione sotto qualsiasi forma del rischio di credito. Questa proposta, in maniera forse un po' troppo semplicistica, è stata liquidata come “stravagante” e priva di consistenza, in un saggio pubblicato nella *Rivista delle società*, da Guido Rossi, il quale ha detto, in sostanza, che le cartolarizzazioni sono indispensabili.

Personalmente credo che si debba distinguere fra cartolarizzazioni in generale e cartolarizzazioni da parte delle banche. Credo che, in effetti, non interessi né tanto meno preoccupi il fatto che la FIAT o l'INPS cartolarizzino o meno i loro crediti; che interessi invece e preoccupi (o dovrebbe preoccupare) che le banche cartolarizzino i propri crediti, spogliandosi così del rischio di credito.

La ragione per la quale si può sostenere (e io sono di questo avviso) che le banche non dovrebbero spogliarsi del rischio di credito è stata chiarita efficacemente da chi ha parlato dell'argomento in questo nostro incontro. Da un lato, c'è una sorta di “tradimento” della stessa funzione della banca (Carriero è arrivato ad adombrare una vera e propria illi-ceità di questo meccanismo): erogare il credito significa non limitarsi al momento dell'erogazione, ma anche gestire il credito erogato, perché

il fatto che la banca debba gestire il credito, dopo averlo concesso, ridonda per così dire all'indietro, sotto il profilo dell'attenzione nella valutazione dei presupposti per la concessione del credito (come è stato giustamente sottolineato da Mattei Gentili: se io concedo il credito sapendo che poi me ne libererò, sono indotto o posso essere indotto a concedere più facilmente il credito). Dall'altro, nel sistema generale, venuto meno il monitoraggio da parte di chi ha concesso il credito, restano totalmente prive di controllo l'evoluzione del rapporto e l'attività del debitore, perché tale controllo non possono certo svolgere i cessionari che non hanno più alcuna relazione con i debitori originali. Quindi: scarso controllo all'origine del rapporto creditizio, nessun controllo durante lo svolgimento di esso, salvo il "controllo" – si fa per dire – delle agenzie di *rating* (di cui ci hanno parlato Carriero, Boido e Brogi).

Di qui, la giustificazione quanto meno di misure "correttive" come quelle alle quali hanno accennato sia Mattei Gentili, sia Carriero, sia Brogi (per esempio: quella di imporre all'originante di conservare una quota dei crediti cartolarizzati). Ma direi che sarebbe pienamente giustificato anche il divieto *tout court* per le banche di cessione del rischio di credito. Salvo, naturalmente, che esse restino responsabili *in toto* della sorte del credito, pur dopo avere cartolarizzato. Il sistema lo consente: in questo modo, però, la convenienza dello strumento per le banche sarebbe, come è ovvio, fortemente ridotta.

Ultimo tema: i derivati. Credo che sia nota a tutti la mia posizione sui derivati. Ho sempre detto e scritto di considerare i derivati prodotti altamente pericolosi e di condividere in pieno l'affermazione di Buffett secondo il quale i derivati sono "armi di distruzione di massa"; di non capire perché un sistema il quale vieta la vendita e la circolazione di automobili che non siano omologate, un sistema il quale non permette a tutti la vendita di veleni, un sistema il quale vigila pesantemente sulla vendita di armi, consenta poi la creazione e la libera circolazione, senza vincoli di alcun genere, di prodotti finanziari dal contenuto spesso sconosciuto, dalla difficile decifrabilità, sovente privi di un prezzo preciso ed anzi della possibilità stessa di avere un prezzo preciso. Di ritenere, infine, che un mercato finanziario il quale voglia essere integro e affidabile non possa tollerare la utilizzazione e circolazione senza limiti di simili strumenti.

Aggiungo che non può non sorprendere la circostanza che, fino all'esplosione della crisi, nessuno, a cominciare dagli stessi legislatori e regolatori, avesse mostrato di rendersi conto della valenza di questi prodotti: tant'è che ne era stata predicata la utilità come fattore di progresso e addirittura – come ci ha ricordato Boido – ne era stata ufficialmente con-

sigliata, in qualche momento, l'utilizzazione come strumenti per mitigare il rischio.

La strada a questo punto mi pare inevitabile: non divieto dei derivati in qualsiasi forma e in quanto tali, sempre e in assoluto; necessità, invece, di un controllo, di una regolamentazione. Naturalmente, come ha evidenziato anche Brogi, non tutti i derivati dovrebbero essere regolamentati allo stesso modo; e mi pare, d'altra parte, che – ce lo ha detto sempre Brogi – si stiano profilando, rispetto ad alcuni tipi di derivati (i CDS), spinte per la introduzione del meccanismo della controparte centrale, a cui ha fatto riferimento anche Santoro, che quanto meno assicura la liquidità del sistema e garantisce la solvibilità dei partecipanti.

Ascoltare appunto dal professor Santoro le proposte che circolano a livello di CESR mi ha confortato, perché tali proposte mostrano un evidente progresso rispetto a una situazione che pareva inizialmente caratterizzata dal rifiuto, pur dopo l'esplosione della crisi, di qualsiasi idea di porre dei vincoli alla innovazione finanziaria, assurdamente giudicata come fonte di effetti benefici sempre e comunque. Evidentemente, il dibattito che si è aperto, a tutti i livelli, su questo particolare segmento del mercato finanziario sta producendo qualche effetto positivo. Mi convincono pienamente le precisazioni che ha fatto Santoro: il fatto cioè che occorra il “bollino di entrata” e la standardizzazione; il fatto che i prodotti non standardizzabili debbono essere resi intellegibili, a spese dell'emittente; e il fatto che, se l'emittente non è in condizioni di renderli intellegibili, i prodotti siano oggetto di divieto di circolazione.

Aggiungo che mi parrebbe necessario riprendere la vecchia distinzione fra derivati con funzione di copertura e derivati puramente speculativi, per assoggettare le due categorie a discipline diverse. So bene che la speculazione in qualsiasi mercato è ineliminabile e che un certo tasso di speculazione può essere anche considerato positivo. I nostri mercati finanziari, però, sono già caratterizzati da quel tasso: arricchirli con strumenti di puro azzardo non mi parrebbe consigliabile; tanto più quando tali strumenti abbiano raggiunto le dimensioni spaventose di cui abbiamo sentito (multipli del prodotto lordo mondiale!).

Un punto mi parrebbe in ogni caso fondamentale. Ed è che, al di là di ogni regolamentazione dei derivati in quanto tali, alle banche dovrebbe essere rigorosamente precluso – ho già toccato il punto in precedenza – l'investimento in simili strumenti. Come ho scritto in altra occasione, è “tragico” che proprio le banche, le quali dovrebbero avere nel loro codice genetico la gestione e il controllo del rischio, siano cadute vittime di un inadeguato controllo dei rischi assunti investendo in titoli “tossici”. Occorrerebbe evitare che una simile “tragedia” possa riproporsi.

Concludo osservando, proprio alla luce di quanto abbiamo ascoltato in questo incontro, che il ripensamento e la revisione, dopo la crisi e per effetto della crisi, delle regole destinate a governare l'attività delle banche dovrebbe muovere da due premesse assiomatiche fondamentali: la prima – espressa con chiarezza da Giovannini – che le banche non possono e non debbono avere come unico obiettivo il profitto, prescindendo dal modo in cui tale profitto venga a realizzarsi; la seconda – connessa alla prima e spesso enunciata nel dibattito apertosi negli Stati Uniti – che la banca è al servizio del pubblico (la collettività), non il pubblico (la collettività) al servizio della banca.