

La banca commerciale: sostenibilità del modello di intermediazione

The roads towards a new sustainable banking model

Il modello tradizionale dell'intermediazione creditizia – fondato sulla concessione del credito finanziato dalla raccolta di depositi, dei quali una parte rilevante ha funzione monetaria, e di obbligazioni – è considerato non più sostenibile. In particolare in un contesto nel quale il regolatore ha privilegiato l'esigenza di stabilità su quella dell'efficienza e della redditività. Il nuovo modello – basato sulla gestione separata del passivo monetario della banca e sul pieno esercizio della funzione creditizia rispetto alle relazioni di clientela (mantenendo il credito a breve nel proprio attivo e cedendo/cartolarizzando il credito a medio-lungo) – consentirà alla banca di diventare impresa di intermediazione a pieno titolo, riducendo il fabbisogno di riserve di liquidità e di capitale.

Paolo Mottura

Università Bocconi, Milano

The traditional commercial banking model – based on accepting deposits and bonds and originating loans – is no longer sustainable. A new intermediation model, based on a separate management of monetary liabilities, on short-term credit and on long-term loans securitization, can be outlined, thus reducing bank's capital and liquidity needs.

1 Il problema della sostenibilità

Il problema posto sottintende un quesito di non facile risposta. È opinione diffusa e motivata che, nell'attuale situazione economico-finanziaria, il modello dell'intermediazione creditizia – fondato principalmente sulla concessione del credito finanziato dalla raccolta di depositi, dei quali una parte rilevante ha funzione monetaria, e di obbligazioni – non sia più sostenibile. E non lo sarà finché non si spezza la spirale negativa dell'interazione fra «proteggere l'economia reale dalle banche» e «proteggere le banche dall'economia reale» e non si passa dal momento della protezione a quello della ripresa (Giles, 2013). Come si cercherà di dimostrare, con il modello sopra ricordato banca ed economia reale si catturano, si prendono in ostaggio, reciprocamente, anche perché la regolamentazione prudenziale condiziona – per superiori e condivisi motivi di stabilità, di protezione «di o da» – il funzionamento e la produttività di quel modello.

La situazione attuale. L'equilibrio reddituale della banca non è soddisfacente, non genera un risk-adjusted return on capital remunerativo, non consente l'emis-

sione di nuovo capitale azionario, mentre il patrimonio esistente viene sempre più assorbito dai rischi crescenti degli attivi, e in particolare del credito già erogato. Oltre all'equilibrio reddituale e patrimoniale, anche quello finanziario presenta caratteri di fragilità, sia nella prospettiva di breve termine focalizzata sulle componenti liquide dell'attivo rispetto al passivo a breve sia in quella di medio periodo riferita alla divergenza fra le scadenze medie ponderate rispettivamente degli attivi e dei passivi. Nel complesso, quindi, la struttura finanziaria della banca evidenzia rischi di liquidità e di solvibilità, oggi più concreti che in passato. Nelle condizioni descritte la banca non produce più credito – nelle situazioni migliori produce meno nuovo credito di prima e in quelle peggiori riduce il credito concesso – ed è costretta a perseguire obiettivi combinati di de-leveraging e di de-risking, che in sostanza tendono ad adattare la liquidità, la durata e il rischio dell'attivo alla struttura finanziaria del passivo. Gli effetti del razionamento del credito sono oggi molto evidenti. In breve, nel momento attuale, la banca svolge una funzione di intermediazione dinamicamente inadeguata rispetto al fabbisogno dell'economia reale,

Keywords: banca commerciale, modello di intermediazione, efficienza

Jel codes: G21, G28

Il presente articolo è tratto dal volume ABI, *La banca commerciale in Italia. Tradizione e innovazione. Scritti in memoria di Corrado Faissola*, Bancaria Editrice, Roma, 2014.

in particolare essa non funge da «polmone di liquidità»: la sua liquidità, dipendente prevalentemente dalla Banca Centrale, riflette uno stato di natura statico, nel senso che essa non fluisce – come dovrebbe – nel canale dell’intermediazione (Gapper, 2013). Da qui il paradosso di una banca liquida che non fa credito e che non è in grado di ricostituire le condizioni reddituali, finanziarie e patrimoniali necessarie per uscire dalla situazione di stallo, di *impasse*. Si deve perciò concludere che il modello di intermediazione della banca è insostenibile, nella duplice valenza dell’equilibrio di impresa e in quella del servizio offerto all’economia? Nella situazione presente la risposta è certamente affermativa.

La crisi di sostenibilità ha caratteri strutturali. Si potrebbe obiettare che il problema della non-sostenibilità sia una situazione contingente, cioè legata alla fase recessiva del ciclo economico, e perciò concludere che sia reversibile. L’obiezione ha certamente un fondamento, ma decisamente parziale. Se, da un lato, non si può disconoscere che la non-sostenibilità del modello è in parte determinata da cause esogene di natura ciclica, dall’altro lato vi sono robuste ragioni per argomentare che il modello stesso è destabilizzato anche da importanti fattori strutturali, non ciclici e non reversibili. Basti qui richiamare due aspetti probanti della seconda affermazione. Anzitutto si consideri che – nel caso delle banche italiane, ma non solo – il margine unitario di interesse ha registrato una persistente e continua diminuzione negli ultimi trent’anni, nonostante che in questo non breve periodo si siano susseguiti diversi cicli economici. Inoltre si osservi che, da tempo non breve, il fenomeno della disintermediazione della banca ha inciso di più sulla dimensione dei depositi bancari che su quella dei prestiti. I flussi di risparmio delle famiglie hanno disintermediato la banca, ricercando e trovando altre destinazioni. Anzi, una parte crescente di famiglie tende a collocarsi – come prenditrice di credito – dal lato opposto del bilancio della banca (prestiti). Ciò è chiaramente segnalato dal fatto che il rapporto fra prestiti e depositi è ormai stabilmente, e di non poco, superiore all’unità (situazione di *funding gap*). Da tempo le banche integrano la raccolta diretta di tipo tradizionale (depositi) con l’emissione ricorrente di titoli obbligazionari, entrando così in competi-

zione con altri emittenti di titoli di debito, fra cui principalmente lo Stato. Il circuito di intermediazione della banca subisce quindi una condizione di squilibrio strutturale.

Questa situazione deve essere considerata alla luce delle recenti proposte regolamentari – Rapporti Vickers in Gran Bretagna e Liikanen nell’Europa continentale – di recintare e/o di immunizzare l’intermediazione creditizia rispetto ai rischi delle altre attività bancarie. È importante osservare che tali proposte non contribuiscono a risolvere il problema della sostenibilità, ma mirano piuttosto a proteggere la banca commerciale dai rischi delle attività «diverse». La soluzione regolamentare della recinzione, dell’immunizzazione e della protezione dell’intermediazione creditizia di base, in quanto funzioni di interesse pubblico o di *public utility* – alla Vickers o alla Liikanen – assume una connotazione «claustrofobica» e sostanzialmente incongruente con il principio della banca come impresa privata di mercato. L’intermediario creditizio di tipo classico diventerebbe una specie protetta, con inevitabile e non auspicabile esito di sussidio incrociato o di reciproca cattura fra interesse privato e interesse pubblico nell’attività bancaria. Calomiris e Haber (2013) affermano che «banking systems are implicit partnerships between governments and private actors (...) that partnership operates according to the logic of politics, not the logic of efficiency». Proprio per questa ragione, chi ha conosciuto le crisi bancarie ben sa che pure la banca dentro il recinto deve, in caso di dissesto, essere salvata (Darling, 2013). L’idea di uno «spazio ecologico» recintato e internamente regolato è in sé contraddittoria. Così è equivoca o ambigua l’idea di un’attività bancaria «protetta» che sottosta a regole speciali, che fruisce di sussidi e di pubblica garanzia e che, nello stesso tempo, condivide la logica del mercato.

Per concludere, se non è possibile ricostituire condizioni di fisiologica sostenibilità del modello attuale di intermediazione creditizia, l’idea di recintarlo non è in sé né convincente né risolutiva. La soluzione va piuttosto ricercata nella progettazione di un modello che abbia caratteri di autonomia sostenibile, nel più ampio e generale eco-sistema dell’economia di mercato.

Necessità e utilità della banca, in quanto produttore di credito e di liquidità. In passato non pochi economisti

avevano profetizzato che il fenomeno inarrestabile della disintermediazione avrebbe alla fine determinato l'estinzione della banca di credito e di deposito. L'equilibrio competitivo fra il circuito finanziario intermediato dalla banca e quello dello scambio diretto nel mercato mobiliare si sarebbe inevitabilmente spostato in favore di quest'ultimo, caratterizzato da costi di transazione e di funzionamento assai minori. Questa tesi è stata tuttavia sottoposta a revisione critica dagli stessi economisti (in proposito interessante è l'analisi di Rajan, 1996 e 1998). È ormai consolidata convinzione che il mercato mobiliare non è in grado di sostituire completamente la produzione di credito e di liquidità, cioè la principale funzione produttiva della banca. L'utilità economica, e perciò anche sociale, della banca risulta particolarmente evidente nei contesti istituzionali dove il mercato mobiliare è meno sviluppato (sistemi finanziari banco-centrici) e prevalgono le tipologie di clientela che, per diversi motivi, non hanno accesso al mercato mobiliare (agenti economici banco-dipendenti). Si riconosce inoltre, oggi e sempre di più, che la banca costituisce un cardine fondamentale degli scambi finanziari, anche con modalità operative fortemente integrate nei mercati mobiliari – intermediazione mobiliare – a beneficio dei segmenti di clientela la cui capacità di autonoma decisione di indebitamento e di investimento è limitata dall'innovazione finanziaria e dalla connessa continua rigenerazione di asimmetrie informative e di obsolescenza delle competenze finanziarie acquisite (in proposito Boot e Thakor, 2013, propongono un'efficace visione d'insieme).

La soluzione del problema della sostenibilità dovrà quindi orientarsi alla definizione di un modello nuovo, che, da un lato, sia meno vulnerabile al fenomeno della disintermediazione del passivo della banca e, dall'altro, consenta condizioni più sostenibili di equilibrio dinamico della sua struttura finanziaria, in condizioni di redditività.

2 Assetto dell'intermediazione creditizia: cause ed evidenze del suo stato di crisi

L'equilibrio di gestione di una banca che concede prestiti e

investe negli stessi, finanziandosi con indebitamento anche a vista, ha da sempre natura dinamica e instabile. Per ragioni logiche esso può essere scomposto in tre componenti – l'equilibrio reddituale, quello finanziario e quello patrimoniale – al fine di spiegare che il modello di economicità di questo intermediario creditizio è fondato e centrato sulla struttura finanziaria dell'attivo e del passivo, dalla quale hanno origine in via principale le quantità economico-finanziarie (ricavi, costi, entrate, uscite e rischi) che concorrono a determinare l'equilibrio generale per combinazione dei sotto-equilibri indicati, i quali interagiscono e sono interdipendenti.

I principi fondanti dell'economia della banca commerciale. Il valore aggiunto dalla banca – che da un lato costituisce la ragione economica della sua esistenza e dall'altro legittima l'aspettativa di remunerazione dell'azionista e del personale – emerge essenzialmente dalla circostanza che la banca assume in proprio i rischi delle produzioni attuate, destinando frazioni dell'attivo e del passivo a copertura di questi rischi. Il fulcro della gestione dell'intermediazione creditizia si rappresenta perciò nella gestione di equilibri dinamici, il cui punto di rottura risiede principalmente nell'adeguatezza di quelle frazioni di attivo e di passivo ad assorbire i rischi. In particolare la banca, o il banchiere, icona che meglio esprime la natura imprenditoriale e gestoria dell'attività:

- assume in proprio i rischi dei crediti erogati, ponendo a carico dei soggetti finanziati premi di rischio correlati con la stima delle perdite attese e facendosi carico delle eventuali perdite inattese destinando capitale proprio al loro assorbimento. Per questa ragione egli è in grado di proporre, o forse più propriamente di promettere, ai suoi finanziatori a titolo di debito rischi di insolvenza minimi. Il banchiere trasforma i rischi, assumendo in proprio la loro componente residuale (perdite inattese): da qui la sua legittimazione a ottenere un margine lordo fra tassi attivi (dei prestiti rischiosi) e tassi passivi (dei debiti non rischiosi), da cui trarre remunerazione adeguata per il capitale proprio investito. Il capitale proprio destinato all'assorbimento delle perdite inattese costituisce una leva della gestione: aumentando il rapporto fra passivo di debito (o attivo rischioso) e patrimonio si può ottenere un aumento del margine unitario menzionato e perciò una mag-



Ricostruiamo insieme
la strada dei mutui
non performing

GESTIONE NPL
by CRIF

Gestione NPL è la soluzione CRIF che ricostruisce il rapporto tra istituto di credito e mutuatario in difficoltà.

Gestione NPL mette in campo ogni strumento di supporto al debitore, fino alla gestione della vendita sul mercato dell'immobile a garanzia del mutuo, per evitare il complicato e svantaggioso iter di vendita all'asta.

CRIF è in grado di gestire per gli istituti l'intero portafoglio mutui non performing, adottando tutte le possibili azioni di recupero crediti tramite processi consolidati e garantendo con Gestione NPL:

- **Supporto al debitore** da parte di un team esperto e dedicato di Consulenti di Crediti Problematici. Incaricati di attivare un contatto diretto con i soggetti insolventi, i consulenti verificano le possibili alternative di rientro del debito, tra cui la vendita dell'immobile.
- **Esternalizzazione dell'intera gestione dei mutui in sofferenza**, dal contatto telefonico con il debitore fino al recupero giudiziale.
- **Completa governance di processo da parte dell'istituto**, grazie al costante monitoraggio della lavorazione delle pratiche.
- **Ottimizzazione dei tempi e salvaguardia della reputazione dell'istituto.**

Gestione NPL by CRIF. Now Performing Loans.

giore remunerazione residuale del capitale proprio, in ragione anche della sua maggiore esposizione al rischio;

- assume in proprio il rischio di adempiere alle obbligazioni di pagamento e di rimborso relative ai debiti assunti. Questi rischi sono correlati con le scadenze degli attivi e con il loro grado di liquidità che – nel caso dei prestiti, tipicamente non trasferibili – è particolarmente basso. A fronte del rischio di liquidità la banca predispone sia adeguate riserve di liquidità sia opportunità di accesso temporaneo alla liquidità di terzi (mercato interbancario, *repurchase agreements*, linee di credito). Per queste ragioni il banchiere è in grado di promettere il pagamento dei suoi debiti a vista, i quali proprio per questo motivo hanno assunto e svolgono funzione di pagamento, di moneta (bancaria o scritturale). Il banchiere trasforma le scadenze lunghe dell'attivo in scadenze assai più brevi del passivo, fornisce un servizio di liquidità il cui valore si rappresenta nel margine, generalmente positivo, fra tassi attivi a lunga scadenza e tassi passivi a breve scadenza, al netto dei premi di rischio compresi nei primi. Egli ha legittimazione ad appropriarsi di tale valore che è destinato anche a remunerare il costo di produzione della liquidità, cioè il costo-opportunità delle riserve liquide e/o il costo effettivo della liquidità ottenuta dall'esterno. La riserva di liquidità, destinata all'assorbimento delle possibili differenze negative fra entrate e uscite della tesoreria, costituisce una leva della gestione: aumentando il rapporto fra passivo di debito, in particolare a vista, e riserva liquida si può ottenere un aumento del margine unitario menzionato e perciò una maggiore remunerazione del capitale proprio, anche in questo caso in ragione della sua maggiore esposizione al rischio.

Profitto, rischio e prudenza di impresa. Questo breve *excursus* nelle fondamenta dell'economia della banca potrebbe apparire manualistico, o persino pedante, ma vuole essere un richiamo dei principi di gestione bancaria, da cui l'ingegneria della struttura finanziaria dell'intermediazione creditizia non può – e non dovrebbe – mai prescindere. Principi di gestione del rischio universali e da sempre e per sempre validi, *sub specie aeternitatis*. Il banchiere rischia, e rischia per un profitto legittimo, che egli persegue – forse in un'ottica di massimizzazione, certamente di aumento – come obiettivo

primario. La regola fondamentale di questa attività, privata e di mercato, è l'uso efficiente, anzi migliore, delle risorse e dei fattori produttivi. Come si è detto e visto, nei processi produttivi della banca – in via principale rappresentati appunto dalle attività di trasformazione dei rischi e delle scadenze – la riserva di patrimonio e quella di liquidità sono risorse e fattori produttivi essenziali: farne uso efficiente – cioè il «fare leva» su di essi – altro non è che buona gestione. Trattandosi di fattori produttivi costosi, la loro produttività economica deve – si ribadisce, deve – essere continuamente, per così dire asintoticamente, migliorata fino al raggiungimento dell'incerto e misterioso confine della stabilità. Al riguardo la prudenza è d'obbligo, per due motivi: la linea di confine fra stabilità e instabilità non solo è indeterminata e indeterminabile ma è pure mobile, poiché essa si sposta in funzione delle fasi del ciclo economico e del cambiamento delle preferenze della clientela. Profitto e prudenza, oppure prudenza e profitto.

Esiste una priorità? Occorre affermare con fermezza e rigore che, fintanto che si parlerà di banca in quanto impresa privata di mercato, per il banchiere il profitto è obiettivo e la prudenza (o la stabilità) una condizione di vincolo, non tanto in forza di un principio morale (il banchiere etico), quanto in ragione di un criterio di gestione (il banchiere esperto, competente e professionale), per il semplice e unico motivo che lo sconfinamento nell'area dell'instabilità degli equilibri di gestione espone a rischio il capitale degli azionisti, quello dei creditori (depositanti e obbligazionisti) e l'occupazione dei fattori produttivi. L'avvicinamento al confine, ignoto, vede il banchiere avventurarsi in una *terra incognita*, quella della incerta sostenibilità del rischio: l'impiego di modelli sempre migliori di risk management è, allo stesso tempo, esigenza tecnica e vantaggio competitivo. Il mestiere del risk manager – antico come la banca – si avvale oggi di modelli e algoritmi che utilizzano informazione storica e imparano dal presente e sono strumento di scelta del posizionamento nella *terra incognita* del rischio sostenibile. Il banchiere è di per sé un esploratore del rischio e perciò stesso è psicologicamente assuntore di rischio. La gestione del rischio è la ragion d'essere del suo mestiere imprenditoriale. In definitiva, l'espressione «banchiere prudente»

corrisponde, a ben vedere, alle figure retoriche del paradosso o dell'ossimoro oppure identifica un banchiere non del tutto efficiente. Notazione che proietta un'interpretazione non benevola sul richiamo consueto e ossessivo – da parte del regolatore-supervisore – del principio (etico o tecnico?) della «sana e prudente gestione». Del resto, come ha ben rivelato la crisi, neppure i regolatori-supervisori avevano capito per tempo che le banche scorrazzavano nella *terra incognita* con strumenti di navigazione e competenze forse inadeguati, senza sapere bene se si trovassero entro, oppure oltre, il confine della stabilità, alla ricerca della maggior generazione di valore per l'azionista (Gorton, 2012).

La regolamentazione: efficacia e impatto economico. È quindi del tutto coerente con il modello di gestione della banca la scelta del regolatore di adottare parametri prudenziali, di regolare la prudenza del banchiere, di quantificare vincoli mediante coefficienti minimi di patrimonializzazione rispetto all'attivo ponderato per il rischio, coefficienti di liquidità in rapporto al passivo stimato volatile a breve termine (liquidity coverage ratio) e coefficienti di adeguatezza delle fonti di raccolta in rapporto alla durata degli attivi finanziati (net stable funding ratio). Non si può sapere *ex ante* se questi coefficienti siano efficacemente prudenziali, mettendo la banca effettivamente al riparo da eventi destabilizzanti, e se pongano alla gestione della banca vincoli più stringenti della linea astratta e mobile di confine – presente e futuro – fra sostenibilità e insostenibilità del rischio. Si sa soltanto che i nuovi coefficienti di Basilea 3 sono più severi di quelli di Basilea 2 e perciò impongono alla gestione bancaria vincoli maggiori, restringono il campo di possibile azione sulle ricordate leve di gestione. Del resto è comprensibile che i regolatori siano oggi, più che in passato, orientati a presidiare la stabilità della banca, piuttosto che a promuoverne l'efficienza.

In concreto i regolatori – avendo «stretto i bulloni» dei coefficienti prudenziali (si potrebbe aggiungere, in assenza di meglio) – hanno ridotto in misura non quantificabile (di quanto? in misura sufficiente? o eccessiva?) il rischio di instabilità della banca, ma hanno certamente ridotto la produttività potenziale e/o effettiva dei suoi fattori produttivi

scarsi e costosi, rappresentati principalmente dalle riserve di patrimonio e di liquidità. Con queste affermazioni non si vuole mettere in discussione la gerarchia degli obiettivi del regolatore: attualmente e in prospettiva l'esigenza di stabilità prevale su quella dell'efficienza e della redditività, peraltro innescando un loop insidioso. In fase ciclica recessiva i tassi di interesse sono bassi, i rischi di credito aumentano, il pricing del credito stenta a includere corretti premi di rischio, le perdite inattese corrodono il patrimonio netto. La redditività della banca cala, non sostiene l'autofinanziamento, non genera il risk-adjusted return on capital atteso dall'investitore, non è sufficiente per attrarre nuovo capitale azionario. La relazione fra redditività e patrimonializzazione è bloccata, con accumulazione di maggiori rischi nel portafoglio prestiti. La liquidità è meno protetta dal fisiologico *turn-over* degli attivi e si fonda, sempre più insidiosamente, sulla liquidazione degli investimenti in titoli in condizioni di liquidabilità peggiorative e penalizzanti.

Il modello regolamentare è sostenibile? Le considerazioni precedenti non solo confermano che il modello di intermediazione della banca è insostenibile, ma approdano anche alla preoccupante conclusione che pure il modello attuale della regolamentazione prudenziale è diventato insostenibile, poiché impone coefficienti di patrimonializzazione e di liquidità che spingono l'equilibrio economico della banca verso l'insostenibilità. Detto «senza mezzi termini», andando avanti così, il banchiere – se privato imprenditore – non avrebbe più interesse all'esercizio dell'attività, anzi dovrebbe responsabilmente liquidarla, monetizzando nel mercato i suoi fattori produttivi elementari. Le sue combinazioni produttive non sono più economiche. In proposito, il fatto che, in un numero assai elevato di casi, il rapporto fra valore di mercato – si noti fra l'altro, calcolato con prevalente criterio mark-to-market – e valore di libro del capitale netto della banca sia inferiore all'unità è in sé un segnale molto evidente. Il modello regolamentare forse stabilizza la banca, ma certamente contrasta con l'interesse privato all'esercizio dell'attività bancaria. Che senso ha applicare regole prudenziali a un modello di intermediazione non più praticabile? Fra le prime e il secondo sussiste ora un loop paralizzante.

zante e peggiorativo. Come sciogliere questo ulteriore nodo? Si noti, questa conclusione non può essere adottata come motivazione dell'opportunità di mitigare la severità del modello regolamentare. Prevale, infatti e sempre, l'interesse pubblico alla stabilità. *Salus rei publicae suprema lex*.

Tuttavia, il regolatore non dovrebbe prescindere dall'imperativo che l'impresa regolata, la banca, funzioni secondo le aspettative degli stakeholder. Si noti che, alla fin fine, si tratta di una situazione di stallo, di reciproca «cattura» fra interesse privato e interesse pubblico: se il primo abbandona il campo (mercato) ovviamente il secondo dovrebbe occuparlo. Proseguendo lungo questa via, la regolamentazione della banca – focalizzata a impedire che lo Stato debba farsi carico dell'instabilità della banca privata – condurrebbe al paradossale esito che lo Stato dovrà prendere in carico, *tout court*, l'attività bancaria, essendo questa oggetto non più di interesse privato, ma pur sempre di legittima domanda sociale. Le funzioni bancarie classiche sono public utilities e non si può dimenticare che fra queste c'è la funzione monetaria che presuppone comunque una garanzia pubblica, esplicita o implicita che si voglia. La relazione circolare fra modello tradizionale della banca, economia reale e modello regolamentare corrisponde attualmente a una condizione di insostenibilità. Non sono possibili aggiustamenti. Il modello esistente non fallisce per il solo fatto che esso – insostenibile – viene in realtà sostenuto, o sussidiato, in una condizione di temporanea rianimazione e di funzioni vitali ridotte o sospese. Tornando per l'ultima volta all'idea che informa i rapporti Vickers e Liikanen (recinzione, immunizzazione e sussidio del modello di intermediazione tradizionale) si comprende meglio ora la loro *ratio*: la recinzione di una specie (privata) in via di estinzione e un «compromesso storico» fra interesse pubblico e interesse privato, con la benedizione dell'Unione bancaria europea. È un'ulteriore *impasse* da cui uscire. I modelli alla Vickers-Liikanen creano una preoccupante ed equivoca zona grigia fra pubblico e privato, terreno fertile di reciproca cattura e di comportamenti opportunistici di sfruttamento e di collusione fra le parti.

Ovviamente le argomentazioni precedenti sono state portate al limite, forse senza troppo riguardo per ragiona-

menti più circostanziati, analitici. Il ragionamento estremo, retoricamente iperbolico, intende infatti fare spazio all'ingresso in scena di un diverso modello di intermediazione, un modello che possa sottrarsi alle contraddizioni fin qui rilevate e – soprattutto – consenta che la relazione fra modello di intermediazione, economia reale e modello regolamentare sia in grado di generare valore, nell'interesse pubblico e in quello privato. Tuttavia, prima di fare entrare in scena il nuovo modello occorre predisporre meglio la scena per un migliore accoglimento.

3 La presenza ingombrante del passivo monetario della banca

Si è detto che la relazione triangolare fra banca commerciale, modello regolamentare prudenziale ed economia reale è «andata in blocco»: la regolamentazione ha bloccato il funzionamento della banca al superiore fine della stabilità, il mercato non riceve dalla banca prestazioni corrispondenti alle legittime aspettative dei suoi stakeholder, i quali peraltro rivolgono ai regolatori anche una domanda di stabilità. Approfondendo l'analisi delle cause della situazione di stallo, emerge con chiarezza che questa dipende in gran parte dalla circostanza che la banca privata è produttore di moneta. In proposito è utile sviluppare una struttura di ragionamento di tipo sillogistico che chiarisce bene la natura e i risvolti complessi del problema.

La moneta bancaria è dominante e obbligatoria. La moneta bancaria privata è diventata di fatto dominante e talvolta esclusiva, ha largamente sostituito la moneta pubblica legale non solo per ragioni economiche – maggiore efficienza, maggiore sicurezza, migliore portabilità, minori costi di transazione – ma anche per importanti e condivisibili motivi di ordine sociale e legale: la nominatività della moneta bancaria e la tracciabilità dei trasferimenti sono strumenti necessari per contrastare l'evasione fiscale e le attività illegali che usano la moneta. Per quest'ultima ragione la legge ormai impone che molte transazioni siano regolate solo con moneta bancaria. La moneta bancaria privata è di-

Pignoramenti presso Terzi

Da quando è nato Comma P3 di Studio Informatica le brutte sorprese sono finite



Pignoramenti

presso **Terzi**, un problema che, soprattutto negli ultimi tempi, impatta in maniera sensibile sui processi organizzativi degli operatori finanziari. Come è noto, la gestione delle fasi di pignoramento di un conto prevede lo svolgimento di una serie di obblighi che, se non rispettati, possono produrre un danno d'immagine, oltre a una serie di adempimenti anche in fase processuale che, indubbiamente, rappresentano uno spreco di tempo e soprattutto denaro. È necessario, inoltre, **non trascurare l'aspetto della coerenza con le risposte agli accertamenti e con la segnalazione ad Anagrafe dei Rapporti** da cui le autorità competenti possono attingere le notizie necessarie.

La soluzione controlla l'intero processo di acquisizione dell'atto di pignoramento e la produzione della Dichiarazione di Terzo, oltre a **gestire le successive fasi di monitoraggio dello stesso e la sua chiusura per assegnazione o estinzione**. Si occuperà, quindi, della corretta gestione del workflow delle operazioni e delle scadenze delle comunicazioni e potrà essere integrata e comunicare direttamente con il Sistema Informativo dell'intermediario per il reperimento delle informazioni, **riducendo gli errori derivanti dall'operatività manuale**, anche grazie all'utilizzo della componente Motore Estrazione.

0523-313000

telefonare non cambia la vita,
ma aiuta a chiarirsi le idee!



**STUDIO
INFORMATICA**
S.p.A.

www.smouse.it

**Sistemi avanzati
per l'applicazione
delle normative
di legge**

Stradone Farnese, 43/a
29121 Piacenza
t. 0523 313000
f. 0523 344077

Microsoft Partner
Silver Application Development

ventata «obbligatoria» e per ciò stesso moneta legale, in quanto dotata di potere liberatorio non opponibile rispetto alla stragrande maggioranza delle obbligazioni di pagamento. Di conseguenza la moneta pubblica legale – quella emessa dalla Banca centrale – è diventata sostanzialmente moneta di riserva. In forza di questa sostituzione si rende necessario che la moneta bancaria conservi, sempre e comunque, il proprio valore nominale, nel senso che deve esserne garantita la convertibilità, o più esattamente la parità, rispetto alla moneta di riserva. Si noti che la Banca centrale, viceversa, deve solo assicurare il valore reale della moneta inteso come stabilità del rapporto di cambio fra moneta (bancaria o legale) e beni e servizi reali all'interno del sistema amministrativo-politico-economico, in cui circola convenzionalmente quella moneta.

La stabilità del valore nominale della moneta bancaria privata riveste interesse pubblico: non sarebbe ammissibile che il rapporto di conversione fra moneta bancaria e moneta di riserva si discostasse dalla parità. A questo proposito così si esprime M. King, ex Governatore della Bank of England (King e Wolf, 2013): «Money is a social institution. It's a very important one. Consider the importance of the payment system (...) But money is the only social institution we've delegated to the private sector – and a private sector that is regulated in such a way that doesn't seem to take account of the damage that can be done when it goes wrong». In termini pratici, per l'ordinato funzionamento del sistema dei pagamenti e perciò degli scambi, non si può ammettere, per nessun motivo, che una unità monetaria depositata in conto corrente assuma, in un dato momento, valore inferiore a quello dell'unità monetaria legale corrispondente. Questo evento sancirebbe il «fallimento della moneta bancaria»: la sua deteriorata convertibilità costituirebbe insolvenza. La nozione di insolvenza del debito implica necessariamente lo stato di insolvenza, di fallimento, del debitore. Qui sta lo snodo cruciale. La moneta bancaria è infatti debito della banca privata.

Il debito monetario della banca deve essere «infallibile» e deve perciò essere protetto da una garanzia pubblica. La conseguenza conclusiva, e sillogistica, è ineludibile: il debito mo-

netario della banca è – benché solo potenzialmente – debito pubblico, e infatti assumerebbe questa natura in caso di fallimento del debitore. Detto con altre parole, il debito monetario della banca deve essere immunizzato dal fallimento del suo debitore. Da qui a introdurre l'argomento della banca pubblica il passo è breve (in proposito, Filotto et al., 2012). Se viceversa si tiene fede alla convinzione che la banca debba essere privata, occorre accettare il principio che essa sia – per necessità di mercato – fallibile. L'unico soggetto che può promettere la parità della moneta bancaria è lo Stato, che funge perciò da «garante di ultima istanza della moneta». In argomento, lo stesso King afferma: «I don't see how you can run a monetary economy if households and businesses do not have access to completely riskless bank accounts from which they can carry out their payments (...) And I don't believe any Government will let them lose their money (...) the ringfence will help (...) provided these deposit accounts are supported by a much higher loss-absorbing capacity». Al riguardo non vale l'obiezione che a questa garanzia attualmente provvedono i vari istituti vigenti di assicurazione dei depositi e di tutela dei depositanti. Questi istituti sono, in genere, fondati sul principio dell'auto-assicurazione di sistema poiché tutte le banche condividono l'impegno di garantire il valore monetario dei depositi della singola banca fallita. Ad evidenza, il modello dell'auto-assicurazione di sistema non regge – logicamente e praticamente – l'impatto devastante di una crisi sistemica. A margine di queste essenziali considerazioni di ordine generale, merita pure attenzione il rischio specifico del possibile collasso dei sistemi informatici aziendali, e interbancari, che trasferiscono la moneta scritturale, garantendone la funzione di pagamento e incasso. In due distinte occasioni – giugno 2012 e marzo 2013 – il break-down del sistema informatico del gruppo Royal Bank of Scotland ha impedito a milioni di clienti di fare uso della propria moneta scritturale (Dixon, 2013 e Freeman, 2013).

Necessaria separazione della gestione del passivo monetario. In definitiva, la regolamentazione dovrebbe conseguire la duplice finalità sia di rendere compatibile la fallibilità della banca con l'infallibilità del suo debito mone-

tario sia di provvedere che la garanzia dello Stato, pur sempre necessaria in ultima istanza, costituisca sempre una protezione esclusivamente «virtuale», una garanzia che non viene attivata. Secondo questa impostazione di principio pare opportuno che il modello regolamentare preveda che – all'interno della banca – la «gestione monetaria» venga rigorosamente circoscritta, separata e sottoposta a regole speciali e stringenti, secondo il criterio generale che al passivo monetario della banca corrisponda sempre un attivo, equivalente e segregato, esente da rischio. In altri termini, il debito assunto dalla banca in forma di deposito monetario non costituirebbe più «raccolta di fondi» per il finanziamento dell'intermediazione creditizia. La storica capacità della banca di creare *ex nihilo* propria moneta mediante l'erogazione di credito ne risulterebbe ovviamente assai condizionata. La domanda e la detenzione di moneta bancaria dovrebbe corrispondere a un criterio di convenienza in ragione del suo prezzo, che dovrebbe riflettere il costo di produzione, comprensivo di quello della garanzia della parità rispetto alla moneta emessa dalla Banca Centrale. Tutte le altre passività bancarie diventerebbero fallibili, nel senso che il loro valore nominale sarebbe variamente esposto al rischio di insolvenza della banca. Non solo, queste passività sarebbero in concreto valutate dal mercato in relazione anche alle informazioni sulle condizioni economico-finanziarie del debitore. Esse diventerebbero – come afferma Gorton (2012) – information-sensitive e sostanzialmente marked-to-market.

Nella già citata intervista, M. Wolf ricorda: «So you can see why University of Chicago economists came up with the Chicago Plan in the 1930s: 100 per cent reserve banking, basically used to fund Governments. And all the rest of the financial sector is on a mark-to-market basis, on both sides of the balance sheet». È l'idea del narrow banking, ripresa recentemente da De Grauwe (2008), da Kay (2009), da Kotlikoff (2011), con la proposta del limited purpose banking, da Benes e Kumhof (2012), i quali rivisitano il Chicago Plan, riprendendo le considerazioni di Fisher (1936), e da Mayer (2013). È logico presumere che, in ipotesi di separazione della gestione del passivo monetario, la gestione parallela di attivi rischiosi e di passività non garantite possa essere effica-

cemente regolata con minori coefficienti minimi di capitalizzazione e di liquidità, con positivo riflesso sulla produttività delle combinazioni produttive dell'intermediazione creditizia «liberata» dall'onere della convertibilità alla pari del passivo monetario. Con ciò non si vuole affermare che i depositi non-monetari debbano essere necessariamente rischiosi, in quanto sprovvisti di garanzia, o – come anche si dice – unsecured ed esposti al rischio di bail-in. Nulla impedisce che esistano dei sistemi privati, più o meno robusti, di garanzia dei depositi non-monetari, il cui costo dovrebbe tuttavia riflettersi nella loro minore remunerazione. Fra l'altro va ricordato che pratica e teoria inventano e propongono, con variabile successo, strumenti ibridi innovativi finalizzati a dare continuità e flessibilità alle strutture finanziarie dei passivi bancari, fra gli estremi contrattuali del secured deposit e della common equity share. In proposito si può fare riferimento ai junior bonds, ai contingent convertible bonds a partire dall'iniziale proposta di Flannery (2005), ai total loss bonds recentemente emessi da Barclays, e alle equity recourse notes da poco inventati da Bulow e Klemperer (2013).

In seguito alla segregazione della gestione del passivo monetario, l'attività bancaria potrebbe corrispondere meglio al modello dell'impresa di mercato. La proposta della separazione di questa gestione dall'intermediazione creditizia rappresenta una soluzione alternativa, e assai più sostenibile, rispetto a quella suggerita da Vickers e Liikanen, la cui sostenibilità appare problematica (Bernardi, 2013). Giustamente, King (King e Wolf, 2013) osserva pure che «the ringfence will help because it will make it much less likely that the bank will fail (...) provided these deposit accounts are supported by a much higher loss-absorbing capacity». Tutto ciò è assai rilevante per la messa a punto di un nuovo modello di banca, alternativo a quello attuale.

4 Nuovo modello di intermediazione creditizia

Produttività del capitale. L'esercizio dell'intermediazione creditizia comporta la gestione prudente di due leve cruciali.

Da un lato, il rapporto tra il passivo, ovviamente considerato nella sua struttura per scadenze, e la componente liquida dell'attivo (brevemente, riserva di liquidità). Dall'altro lato, il rapporto fra attivo rischioso e patrimonio (brevemente, riserva di capitale). Entrambi i rapporti devono essere superiori all'unità, altrimenti non si realizzerebbe una significativa intermediazione. La riserva di liquidità è costosa, nel senso proprio del costo-opportunità, poiché comporta la rinuncia a impieghi alternativi più remunerativi, ancorché più rischiosi. La riserva di capitale è costosa perché l'azionista richiede una congrua remunerazione in relazione al fatto che garantisce, pur in una condizione giuridica di responsabilità limitata, il passivo di debito. A ciò si aggiunga la considerazione che il costo del debito è fiscalmente deducibile. Ne consegue che, a parità di ogni altra condizione, l'aumento delle leve espande il volume dell'intermediazione creditizia, produce maggiore redditività e comporta un rischio di impresa crescente. L'impostazione è volutamente semplificata, poiché non tiene conto del fatto che questo aumento del rischio di impresa sposta i termini del calcolo di convenienza, in quanto esso induce i prestatori di capitale, sia di partecipazione sia di debito, a chiedere remunerazioni più elevate. Questo aggiustamento è in parte attenuato dalla circostanza che la banca fruisce del sostanziale sussidio della garanzia pubblica (tutela dei depositanti, interventi pubblici nelle situazioni di dissesto, ecc.). Si tenga ben presente, d'ora in poi, che il modello di banca esistente sia stato già riconfigurato secondo il criterio della separazione della gestione del passivo monetario. Muovendo da questo stato di natura – che contempla quindi un'intermediazione centrata sulla trasformazione di attivi illiquidi e rischiosi in passivi più liquidi e meno rischiosi, a prescindere dall'ormai separato passivo monetario – il disegno del nuovo modello è *in primis* focalizzato al miglioramento del rendimento tecnico e della produttività economica dei fattori impiegati. Infatti, ciò che importa – soprattutto in una situazione di razionamento del credito – è creare condizioni che consentano all'azienda di credito di produrre più credito con maggiore efficienza.

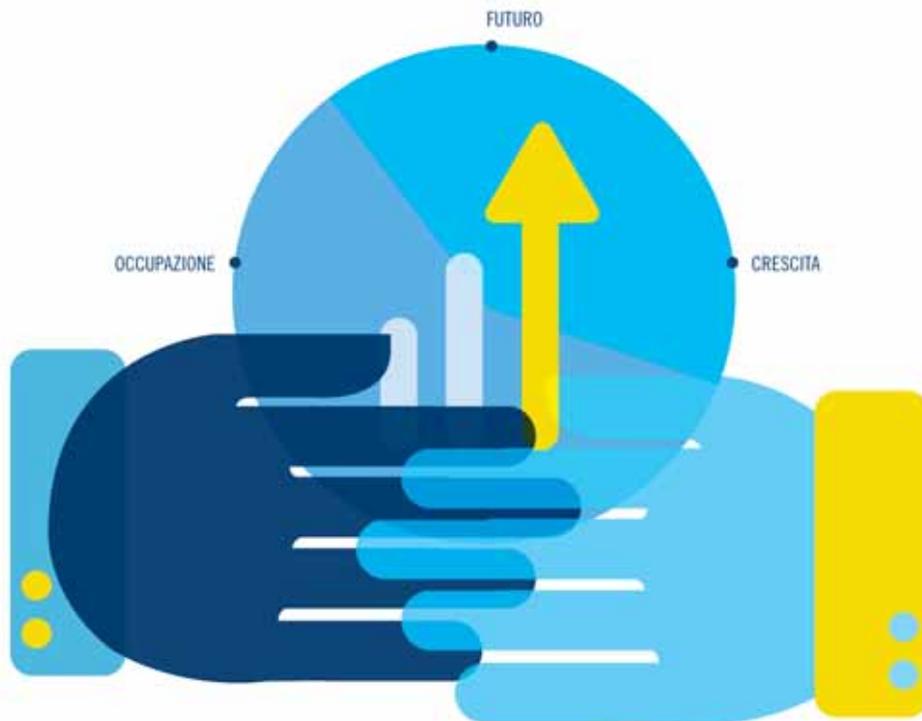
La cartolarizzazione degli attivi bancari: necessità di una rifondazione. Il parlare oggi di cartolarizzazione dei

prestiti rischia di suscitare reazioni negative di doppia valenza, l'una emotiva («è stato l'inizio del disastro, ora non parliamone più»), l'altra razionale («la cartolarizzazione è un'ingegneria finanziaria che, per diversi motivi, non funziona»). È verosimile che la seconda sia una razionalizzazione della prima. Quindi occorre accertare due condizioni, congiuntamente necessarie e sufficienti: che la cartolarizzazione contribuisca ad aumentare la produttività del capitale nei processi/circuiti dell'intermediazione (maggiore e meno costosa produzione di credito) e che, nonostante i minori presidi di riserve di capitale (e di liquidità), il suo assetto finanziario abbia buone capacità di assorbimento del rischio, presumibilmente superiori a quelli della banca. Inoltre, dei rischi della cartolarizzazione si è ormai conosciuto, capito e imparato abbastanza ed è quindi tempo di fare un passo avanti, riconoscendo che la cartolarizzazione non solo è una idea buona e praticabile, ma può anche rendere un utile servizio al finanziamento dell'economia reale (Atkins, 2013). È ora di liberarsi dal pregiudizio che essa sia sempre un fenomeno oscuro e opaco, come viene inculcato dall'immagine tenebrosa del shadow banking. La cartolarizzazione è in sé una tecnica utile ed efficiente di mobilitazione degli attivi in prestiti: ciò che rileva quindi è il suo corretto impiego, evitando i rischi, gli errori e gli abusi che hanno intaccato la reputazione.

Efficienza e stabilità della cartolarizzazione. L'ingegneria dei processi – e il business process reengineering ne è l'esempio principe – mira sostanzialmente a ottenere un output maggiore o/e migliore a parità di input. La cartolarizzazione degli attivi bancari – o più semplicemente dei prestiti – affronta alla radice il problema. Essa consiste in un processo fondato sulla circostanza che la banca cede in modo sistematico e in via continuativa i prestiti dopo averli valutati, selezionati, fabbricati, prezzati ed erogati. Qui finisce il mestiere per cui la banca ha competenze speciali e specifiche. Nella misura in cui la banca cede prestiti, essa acquisisce risorse (funding) per nuova produzione di credito, avendo definitivamente – perciò *pro-soluto* – trasferito all'acquirente dei prestiti fatti il compito di portarli a scadenza contrattuale (in sostanza, gestire i contratti ricevendone le prestazioni previste), svolgendo tutte le attività per ciò necessarie, cioè



RISORSE UMANE



FORUM HR 2014

Banche e Risorse Umane

Roma - Palazzo Altieri
19/20 maggio

Iscrizioni e Informazioni
Tel. +39 06 45504358/9
Fax +39 06 45504356
iscrizioni@gentil-eventi.it
www.abieventi.it

Partner
ACCENTURE
MERCER

ABI Associazione
Bancaria
Italiana

ABI
EVENTI

Media Partner

BANCAFORTE
ASSICURAZIONI SPA

BANCARIA

gestione e riscossione dei prestiti, sostenendone i rischi. Quindi anche il cessionario dei prestiti – d'ora innanzi denominato «società di gestione» – deve possedere competenze specifiche e speciali. Questa specializzazione delle fasi caratteristiche dell'intermediazione creditizia o della produzione del credito deve presupporre una netta, precisa, formale e sorvegliata separatezza fra banca e società di gestione. Due soggetti distinti, caratterizzati da un equilibrio di capacità negoziale (conoscono l'oggetto dello scambio), che hanno convenienza allo scambio, pur riflettendo in esso interessi diversi in funzione delle rispettive specializzazioni.

La banca produce prestiti per venderli e li vende per ottenere liquidità per la produzione di nuovi prestiti. Essa è impresa di successo se riesce a esercitare questa attività con continuità, con rapidità (breve permanenza dei prestiti «a magazzino») e con margine positivo fra prezzo di cessione dei prestiti e loro valore di carico in bilancio. In queste condizioni si coglie che, a parità di requisito patrimoniale, la banca ha bisogno di una minore quantità di capitale proprio perché ha meno prestiti in bilancio (li produce per venderli), e che quindi produce una quantità assai maggiore di credito nell'unità di tempo (flusso), a parità di capitale proprio disponibile, fra l'altro realizzando il non trascurabile vantaggio di incassare subito il valore attuale dei margini di interesse futuri dei singoli prestiti.

La società di gestione acquista gli stessi prestiti a scopo di investimento per conto di terzi investitori, cioè senza indebitarsi in nome proprio, e ricevendo da questi capitali in forme contrattuali che saranno considerate fra breve. Prima di procedere, è essenziale chiarire che le condizioni di separatezza, di indipendenza, di autonomia, di equilibrio negoziale fra i due soggetti devono realizzare la condizione dell'assoluta correttezza del criterio di determinazione dei prezzi dei prestiti venduti-acquistati. Non solo il produttore-venditore deve fornire informazione adeguata dei prestiti in fase di cessione, ma anche l'acquirente deve attuare una corretta e competente due diligence degli stessi. In sostanza, l'acquirente deve essere in grado di accertare se i valori di scambio attribuiti ai prestiti, rispetto ai loro montanti attesi, effettivamente includano premi di rischio correttamente stimati e congrui. Nella sostanza, è

imperativo che il modello di cessione-cartolarizzazione dei prestiti non ripeta gli errori commessi nelle filiere americane della cartolarizzazione prima del 2007, nelle quali, da un lato, prevaleva una situazione di diffusa condivisione dei rischi di default fra i diversi attori e, dall'altro, gli scambi non erano efficientemente disciplinati dal mercato, a causa dell'imperfetta indipendenza degli stessi attori (Mottura, 2008).

Quale strumento di investimento? Tutto ciò è propeudeutico alla concreta possibilità di progettare correttamente lo strumento finanziario idoneo a raccogliere – per via di diffuso collocamento – le risorse necessarie per pagare la banca cedente. È evidente che questi strumenti sopportano la totalità del rischio del portafoglio di investimento costituito e gestito dalla società di gestione. Questo portafoglio potrebbe generare flussi di cassa – per rimborsi di capitale e pagamento di interessi – inferiori alle attese, a causa della formazione di perdite inattese. Per una ragione di simmetria fra struttura creditizia del portafoglio prestiti e struttura degli strumenti che lo finanziano, è logico – anche se non strettamente necessario – che pure questi abbiano forma creditizia, cioè siano titoli di debito. Nella sostanza è opportuno che la società di gestione, cartolarizzando, trasformi contratti di credito in titoli di debito il cui tasso di interesse mediamente riflette il rendimento del portafoglio cartolarizzato – al netto delle perdite attese – rispettando un criterio stretto di bilanciamento delle durate finanziarie dei due aggregati. A loro volta i tassi di interesse di questi titoli possono essere differenziati in relazione inversa alla priorità di accesso ai flussi di cassa del portafoglio. Quindi con la tecnica del *tranching* è possibile differenziare le emissioni di questi titoli per combinazioni crescenti di rendimento-rischio. Nel caso che il portafoglio prestiti generasse perdite effettive superiori a quelle attese già incluse nei tassi attivi, cioè perdite inattese, queste verrebbero attribuite alla tranche junior o equity, caratterizzata da subordinazione nell'ordine di accesso ai flussi di cassa del portafoglio, e via via alle tranche contraddistinte da priorità crescente (*mezzanine* e *senior*). A prescindere dall'apparente complessità dei criteri di attribuzione-ripartizione dei flussi di cassa del portafoglio ai titoli dello stesso rappresentativi, è importante osservare che:

- questi titoli di credito, pur rappresentativi di un portafoglio di prestiti, sono nella sostanza particolari titoli di partecipazione, poiché partecipano alle eventuali perdite inattese generate dal portafoglio, cioè le assorbono;
- l'ingegnoso e flessibile meccanismo di strutturazione delle emissioni in tranche consente di articolare proposte differenziate di rendimento-rischio, così soddisfacendo le diversificate propensioni dei diversi investitori;
- infine – ed è ciò che più conta – il criterio di determinazione del «capitale di rischio» necessario all'equilibrio della struttura finanziaria attivo-passivo gestita dalla società di gestione è endogeno e posticipato, nel senso che tutti i flussi di cassa mancanti determineranno *ex post* l'esatto ammontare del capitale necessario per assorbire le perdite inattese. Quest'ultimo è sempre, per definizione, presente: le perdite inattese sui crediti in portafoglio si traducono *tout court* in una corrispondente e parziale cancellazione di titoli di debito, senza che si interponga l'insolvenza di una struttura finanziaria di intermediazione. La struttura finanziaria gestita dalla società non può, per sua configurazione giuridico-tecnica, risultare insolvente. Si noti che questa «modalità implicita di capitalizzazione» della struttura finanziaria è assai più efficiente di quella esplicita della banca la quale deve, viceversa, incertamente e con rischio di errore, determinare *ex ante* l'adeguatezza del proprio patrimonio, rischiando pur sempre lo stato di formale insolvenza nei confronti dei creditori (depositanti e obbligazionisti) e confidando opportunisticamente nel salvataggio pubblico.

Un'efficiente filiera di cartolarizzazione – centrata su una corretta e robusta specializzazione e indipendenza reciproca di chi fa i prestiti per venderli e di chi li acquista per trasformarli in dirette opportunità di investimento – ottiene tre vantaggi specifici: maggiore produttività dei fattori impiegati; stabilità endogena, poiché gli investitori-creditori non possono far valere diritti economici di valore superiore a quello degli attivi; e, infine, migliore pricing dei rischi, poiché gli scambi fra banche originator e società di gestione sono effettive transazioni di mercato. Non si affronta qui l'ovvio ed essenziale problema del mercato e della domanda, e perciò del collocamento, dei titoli prodotti dalla cartolarizzazione. Il modello

formale dell'origination-cartolarizzazione deve essere ora calato nella realtà della banca, facendone così apparire concretamente il possibile nuovo modello di banca.

Le obbligazioni garantite, o covered bond, sono una soluzione alternativa? Per valutare meglio i meriti dell'ingegneria della cartolarizzazione occorre esaminare pure, e comparativamente, quelli del surrogato più prossimo, ampiamente diffuso: l'emissione di obbligazioni garantite.

Non c'è dubbio che l'obbligazione garantita incontra le preferenze dell'investitore nella misura in cui quest'ultimo abbia un obiettivo prevalente di garanzia del capitale investito. Tuttavia occorre ricordare che, rispetto alla definitiva cessione dei prestiti seguita da cartolarizzazione, sussistono importanti differenze:

- il rimborso dell'obbligazione garantita coinvolge comunque la responsabilità diretta della banca emittente, e quindi potenzialmente la sua liquidità e il suo patrimonio, nell'ipotesi che l'attivo a fronte segregato abbia valore inadeguato;
- la banca in genere sceglie di destinare alla segregazione attivi di qualità elevata, quindi è possibile che la qualità media dell'attivo rimanente diminuisca, con possibile danno dei creditori chirografari. Detto con parole diverse, l'obbligazionista «garantito» fruisce non solo di un privilegio ma anche di una garanzia patrimoniale duplice, quella specifica dell'attivo segregato e quella generica del patrimonio della banca. Diversamente, gli altri creditori – depositanti, pur per ora parzialmente protetti da fondi o istituti di garanzia, e obbligazionisti – fruiscono solo della seconda, per di più condizionata da un maggior assorbimento di rischio (richiamo del punto precedente). Nella sostanza, ciò equivale ad affermare che il meccanismo delle obbligazioni garantite attribuisce ai relativi creditori uno stato effettivo di seniority, rispetto agli altri creditori;
- lo stato di subordinazione e di rischio dei creditori chirografari sarebbe inoltre ancor più aggravato nell'ipotesi, non infrequente, che l'attivo segregato avesse un valore patrimoniale superiore a quello della corrispondente emissione garantita (prassi della overcollateralization).

In conclusione, l'emissione di obbligazioni garantite può contribuire a migliorare le opportunità di funding, ma non

ha effetti positivi sulla produttività delle combinazioni produttive dell'intermediazione e introduce discriminazioni abbastanza opache e ambigue fra le diverse classi di passività. Rispetto alla meccanica dei covered bond, che istituisce una stretta relazione tecnico-giuridica fra passività «speciali» e attività «segregate» dentro lo stato patrimoniale della banca, il pensiero dello studioso non privo di memoria storica evoca – forse con nostalgia – il ricordo dei modelli regolamentari che dettavano la specializzazione degli intermediari per scadenze bilanciate degli attivi e dei passivi. In proposito il modello dell'istituto di credito fondiario, che erogava mutui ipotecari finanziandosi con l'emissione di obbligazioni – le mitiche cartelle fondiari – le quali – non lo si dimentichi – erano apprezzate per l'intrinseca garanzia ipotecaria, non avevano scadenza e venivano rimborsate con un procedimento di «estrazione» correlato con i flussi di cassa generati dall'estinzione dei mutui finanziati. Rispetto al meccanismo delle obbligazioni garantite, il modello dell'istituto di credito fondiario era certamente più trasparente, più robusto nell'aspetto patrimoniale e meno esposto al rischio di liquidità.

Quale parte del portafoglio prestiti della banca può essere cartolarizzata? La soluzione della cartolarizzazione dei prestiti non deve impoverire il valore prodotto dal modello tradizionale della intermediazione bancaria, anzi occorre che questo – sviluppando competenze distintive – produca maggior valore per l'impresa. Pare opportuno tener ferme le seguenti considerazioni:

- non tutto il credito bancario presenta caratteristiche idonee per una efficiente cessione-cartolarizzazione;
- la relazione creditizia con il cliente è fonte insostituibile di informazione preziosa che consente un efficace e tempestivo controllo del rischio in essere;
- la stessa relazione costituisce la base su cui la banca può fondare la produzione e l'offerta di servizi finanziari al servizio dell'efficienza della gestione finanziaria del cliente;
- infine, ma non ultima, la considerazione fondamentale che il circuito del credito è indissolubilmente legato a quello della produzione di passività a vista che vengono impiegate nella stragrande maggioranza delle transazioni di pagamento.

È fondamentale distinguere due tipologie di credito.

Il credito bancario può – grosso modo – essere classificato secondo due tipologie, in relazione all'origine-natura del fabbisogno finanziario di impresa e alle caratteristiche del finanziamento corrispondente. Da un lato, c'è il credito destinato al finanziamento del capitale circolante: questo è un credito necessariamente flessibile, comporta una forte intensità di servizio monetario (incassi e pagamenti) ed è in sé – per larga parte – espressione della domanda di moneta da parte degli agenti dell'economia reale. Su questo tipo di fabbisogno-finanziamento la banca può innestare utili servizi di natura non creditizia e prioritariamente finalizzati a migliorare l'efficienza del ciclo finanziario di impresa e perciò a razionalizzare la domanda di credito generata da fabbisogni cosiddetti di breve termine: l'organizzazione di piattaforme di compensazione dei crediti-debiti commerciali e, più in generale, i servizi mirati a migliorare l'efficienza delle transazioni di filiera, cioè delle supply-chain delle imprese stesse.

Non solo. I contratti di finanziamento specifici per questo tipo di fabbisogno finanziario consentono condizioni di ampia flessibilità di utilizzo che non si conciliano con la cessione-cartolarizzazione, la quale per ovvie ragioni presuppone contratti finanziari di cui si possano determinare scadenze, montanti, valori attuali, piani di rimborso, flussi per pagamento degli interessi.

E ancora. L'utilizzo del credito per finanziamento del circolante produce nel conto corrente del cliente una continua movimentazione di scritture di addebito e di accredito, che evidenziano la tempestiva identificazione delle controparti commerciali dell'impresa (fornitori e clienti). Questa informazione analitica, dettagliata, puntuale, tempestiva consente alla banca un costante e privilegiato controllo delle operazioni finanziarie del cliente, perciò del suo rischio e quindi dell'adeguatezza del pricing (passato, presente e prospettico) di quello specifico rischio. Nelle condizioni descritte la banca continua, con le competenze che le sono proprie, a produrre credito, liquidità e moneta, anche nell'ipotesi che la gestione del passivo monetario sia stata separata e sottoposta a speciale regolamentazione.

Dall'altro lato, c'è il credito destinato al finanziamento degli investimenti in capitale fisso, il cosiddetto medio-lun-

go termine. Ad esso corrispondono contratti finanziari che, da un lato, prevedono in genere il conferimento-utilizzo del credito in unica soluzione e, dall'altro, articolano piani finanziari, scanditi da flussi tempificati di interessi e rimborsi e in genere assistiti da garanzie. Per i descritti caratteri, questi prestiti sono particolarmente adatti a essere ceduti per una successiva cartolarizzazione. Fra l'altro essi non implicano una relazione di clientela interattiva e produttiva di informazione ricca, al di là di quella dell'adempimento delle obbligazioni contrattuali. Peraltro, la banca – in fase di concessione di questo tipo di finanziamenti – è in grado di svolgere utili funzioni di consulenza volte a migliorare la gestione finanziaria del cliente con particolare riferimento alla sua struttura finanziaria per composizione di capitale proprio e capitale di debito, quest'ultimo variamente scadenziato. Se la banca fa, in sede di concessione, un buon servizio di consulenza, il prestito prodotto ha migliore qualità, può essere ceduto a migliori condizioni, costituisce materiale pregiato per la cartolarizzazione. Merita considerazione il fatto che la cessione-cartolarizzazione dei prestiti a medio-lungo termine contribuisce pure a migliorare significativamente l'equilibrio fra le strutture per scadenze dell'attivo e del passivo.

Considerazioni analoghe a quelle precedenti possono essere sviluppate con riferimento al finanziamento delle famiglie. Il fido per elasticità di cassa non ha caratteri idonei per la cartolarizzazione, mentre il prestito di scopo e il credito ipotecario possono essere convenientemente cartolarizzati.

Nel modello descritto – fondato sulla netta distinzione fra chi produce prestiti per cederli e chi li acquista per produrre strumenti mobiliari di investimento – occorre definire bene ruoli e interessi dei diversi attori e le condizioni di convenienza delle loro relazioni di scambio.

La banca commerciale gestisce relazioni di clientela in una prospettiva di stabilità, finanzia il capitale circolante, attua perciò una trasformazione limitata delle scadenze, raccoglie depositi a vista e crea essa stessa moneta, pur dovendo dotare quest'ultima di riserve specifiche. Inoltre essa, avvalendosi dell'informazione privata e privilegiata ricavabile da tali relazioni, è in grado di produrre pure prestiti a medio-lungo termine per soggetti attentamente selezionati con cri-

terio di qualità, prestiti perciò convenientemente trasferibili, la cui cessione ricostituisce la capacità del patrimonio bancario di assorbire nuovo rischio. Il turn-over del «magazzino» di questi prestiti rigenera disponibilità finanziaria.

La società acquirente dei prestiti ha l'obiettivo di reperire la migliore materia prima disponibile sul mercato dei prestiti per comporre un portafoglio o di attività fruttifere che, per profilo di rendimento-rischio, sollecitano l'interesse di potenziali investitori. È importante ribadire, nel disegno delineato, che la società di gestione acquista e gestisce prestiti già fatti per produrre e proporre opportunità di investimento. I suoi clienti sono gli investitori che sottoscrivono i titoli generati dalla cartolarizzazione. Lo snodo centrale della filiera è quindi il mercato dei prestiti – offerta e domanda – rispetto al quale deve essere affatto chiaro che la banca originator non ha ruolo alcuno nei processi di produzione-collocamento degli strumenti mobiliari generati dalla cartolarizzazione.

Come si è già detto, le condizioni necessarie di equilibrio della filiera della cessione-cartolarizzazione sono la separazione e la contrapposizione di interesse fra i soggetti istituzionali che vendono e quelli che acquistano prestiti, l'equilibrio delle rispettive capacità negoziali, il livello di trasparenza delle transazioni, la molteplicità dei soggetti presenti sul mercato dal lato dell'offerta e da quello della domanda. Si noti che gran parte di queste condizioni erano assenti dalle filiere di cartolarizzazione sperimentate negli anni scorsi con finali episodi di dissesto.

Visione di insieme del nuovo modello di banca. Ric conducendo le considerazioni precedenti a una visione unitaria si giunge a configurare un nuovo modello di intermediazione creditizia fondato su tre caratteri fondanti:

1 il passivo monetario della banca diviene oggetto di gestione separata: esso deve essere garantito da una regolamentazione speciale che escluda l'eventualità del salvataggio pubblico, cioè l'intervento di garanzia dello Stato. Questa regolamentazione non può prescindere dall'imporre che il passivo monetario abbia riscontro patrimoniale in un aggregato di attività finanziarie sostanzialmente esenti da rischio;

2 la banca esercita piena funzione creditizia rispetto alle relazioni di clientela, offrendo credito sia a breve sia a medio-

lungo termine, mantenendo il primo nel proprio attivo di bilancio e cedendo-cartolarizzando sistematicamente il secondo, con le modalità descritte;

3 l'indebitamento della banca necessario per il finanziamento del credito a breve e per l'origination di quello a medio-lungo deve essere riconfigurato con strumenti finanziari privi di funzione monetaria e perciò sensibili ai rischi di impresa e di mercato. Per effetto della cartolarizzazione il fabbisogno di funding della banca sarebbe notevolmente minore rispetto alla situazione attuale.

Secondo questa configurazione, la banca diventa impresa di intermediazione a pieno titolo, con piena appartenenza all'economia di mercato, con tutti i rischi che ciò comporta. La segregazione del passivo monetario dal circuito di intermediazione contribuisce a ridurre il fabbisogno relativo di riserve di liquidità rispetto al passivo non-monetario e il fabbisogno assoluto di capitale proprio per assorbimento del rischio di un attivo creditizio molto ridimensionato dalla cartolarizzazione. Perciò la produttività di entrambi questi fattori produttivi potrebbe aumentare in misura significativa, favorendo la formazione di un maggiore margine unitario di interesse, in condizioni complessive di maggiore sostenibilità. A confronto, il modello attuale di intermediazione creditizia è viceversa assai meno sostenibile poiché, in presenza di un passivo monetario ingente, non pare possibile determinare coefficienti di patrimonializzazione e di liquidità che nello stesso tempo soddisfino a due requisiti essenziali: quello di immunizzare il bilancio pubblico dal rischio di bancarotta e quello di consentire la formazione di un margine di interesse sufficiente a remunerare adeguatamente il capitale proprio al netto del rischio. Si noti che entrambi i requisiti sono necessari affinché abbia concreto fondamento l'assunto secondo il quale la banca deve essere impresa di mercato. Diversamente si renderebbe necessario rimuovere tale assunto e concepire *tout court* un modello efficiente di banca pubblica.

Altri aspetti importanti per la funzionalità del modello. Nel quadro generale del nuovo assetto di filiera dell'intermediazione creditizia vanno poi considerati altri aspetti importanti per il corretto funzionamento del modello, ai quali non è in questa sede possibile dedicare attenzione esauriente.

Fra questi, alcuni appaiono particolarmente evidenti.

Anzitutto occorre risolvere la situazione di svantaggio informativo della società di gestione rispetto alla banca originator, nella fase successiva alla cessione. Secondo il modello proposto, la banca che gestisce la relazione di credito a breve termine riceve informazione tempestiva, continuativa e riservata dell'andamento della situazione finanziaria del cliente. Essa fruisce perciò di un notevole vantaggio informativo e temporale, assai utile per agire rapidamente in caso di deterioramento del rischio della posizione creditizia. Nell'ipotesi che i debiti a medio-lungo termine dello stesso cliente siano stati ceduti, la società di gestione cessionaria si troverebbe inevitabilmente in condizione di svantaggio e anzi subirebbe un deterioramento ancora maggiore del rischio della propria posizione, per un evidente effetto di risk shifting, non controllabile *ex ante*. In altre parole, nel modello descritto la società di gestione subisce una condizione di asimmetria informativa *ex post* che consente alla banca di agire in modo preventivo e «opportunistico». C'è, in definitiva, un rischio concreto che il mercato dei prestiti sia esposto agli effetti della selezione avversa (il mitico *lemons' market* di Akerlof). Questo conflitto di interesse potrebbe essere in parte risolto qualora alla banca cedente venisse fatto obbligo di comunicare alla società cessionaria la conferma periodica e le eventuali variazioni del rating dei propri clienti i cui prestiti siano stati precedentemente ceduti.

In secondo luogo, la diffusa consuetudine del multi-affidamento certamente non giova, perché essa riduce l'efficienza dei processi di valutazione, selezione e controllo della clientela e introduce elementi di comportamento competitivo e opportunistico da entrambi i lati della domanda e dell'offerta. Tutto ciò condiziona la qualità dei prestiti bancari, con evidenti riflessi sul funzionamento dei mercati e delle filiere della cessione, della cartolarizzazione e del servicing. Va detto che il fenomeno radicato del multi-affidamento deriva sia dalla propensione della banca per il frazionamento e la diversificazione dei rischi sia dalla preferenza dell'impresa di avere una pluralità di fornitori di credito. In essenza, la *ratio* del frazionamento della relazione di credito-debito sta propriamente nella decisione di gestire con van-

taggio il rischio di controparte. Tuttavia è fondato il sospetto che il fenomeno renda più opaca, difficile e incerta la valutazione dei rischi dei singoli prestiti che vanno ad alimentare la filiera della cessione-cartolarizzazione.

Infine sussiste il problema, contingente ma certamente pregiudiziale, della transizione dal modello tradizionale di banca a quello innovativo e sostenibile, fondato sull'impiego sistematico, ma parziale, della cartolarizzazione. La transizione è non poco condizionata dal fatto che i portafogli prestiti delle banche sono ingombri da una crescente presenza di crediti deteriorati. Affinché il nuovo modello possa esplicare, fin dall'inizio, piena e dinamica efficacia è importante che i portafogli prestiti delle banche vengano in qualche modo preventivamente «bonificati», per esempio trasferendo i non-performing loans a bad banks opportunamente istituite. È un passaggio essenziale, poiché a esso si collega la possibilità delle banche di liberare e destinare risorse per la realizzazione di un assetto di intermediazione più sostenibile, assumendo come riferimento non solo gli equilibri della gestione aziendale, ma anche le aspettative dei diversi stakeholder che fanno assegnamento su un'istituzione storica, ma pure assai moderna e attuale, destinata comunque a produrre credito, liquidità e moneta, nelle migliori condizioni di stabilità, di efficienza e di efficacia.

5 Qualche conclusione

Il modello di intermediazione qui proposto deve essere sottoposto a ulteriori e robuste verifiche di fattibilità.

Anzitutto, e in termini generali, occorre valutare con attenzione l'economicità complessiva delle transazioni che formano la filiera, cioè la sostenibilità della supply chain, dall'origination iniziale dei prestiti al collocamento delle asset backed securities, con specifico riferimento a tutti i soggetti coinvolti: banca, società di gestione, investitori e fornitori di attività di supporto e di servizio alla stessa filiera (consulenza, servicing, rating, credit enhancement, garanzie, supporti di liquidità, collocamento, ecc.).

Inoltre, al complessivo disegno della filiera di intermediazione e delle sue relazioni di scambio deve corrispondere

il disegno coerente e analitico delle singole imprese-organizzazioni che la compongono. Occorre perciò definire più concretamente i caratteri di struttura e di funzionamento sia della banca originator sia della società di gestione dei prestiti, poiché la prima è molto diversa dalla banca tradizionale (le sue combinazioni produttive, processi e fattori della produzione sono diversi) e la seconda è nuova: organizzazione e competenze sono certamente gli aspetti più critici.

Infine, ma non in ordine di importanza, si pone la questione dell'efficienza del mercato dei titoli generati dalla cartolarizzazione, efficienza da valutarsi in relazione a diversi aspetti: collocamento, sottoscrizione, domanda, e liquidità. In altre parole, si tratta di un problema che chiama direttamente in causa i caratteri di funzionalità del mercato primario e di quello secondario dei titoli menzionati, che sostituiscono segmenti importanti del mercato mobiliare. In proposito merita approfondimento un'ulteriore criticità, costituita dalla circostanza che il mercato mobiliare è tipicamente ciclico e che questa ciclicità condiziona – risalendo lungo la filiera – la funzione di collocamento della società di gestione, la sua capacità di acquisire prestiti da cartolarizzare, le opportunità della banca originator di cedere prestiti e, infine, la sua possibilità di ricevere dalla filiera il funding utile per concedere nuovi prestiti. In altre parole, il modello della cartolarizzazione, in quanto fondato sul funding proveniente dal mercato, non garantisce la stabilità e la continuità dei flussi di capitale dal mercato alla banca originator. Non si può perciò disconoscere che il modello proposto non è in grado di replicare la capacità, distintiva e storica, della banca di conferire stabilità all'intermediazione creditizia lungo le alterne fasi congiunturali (effetto di smoothing intra-ciclico), grazie alla combinazione di strutture finanziarie attivo-passivo stabili nel tempo.

Non c'è tuttavia da illudersi sulla possibilità che la stabilità della struttura finanziaria attivo-passivo della banca possa essere ricostituita, se non nel segmento dell'intermediazione creditizia a breve scadenza. Dal lato del passivo questa struttura è indebolita e destabilizzata dalla disintermediazione e dalla depatrimonializzazione. Il mercato mobiliare disintermedia il passivo della banca e questa non può fare al-

tro che ricercare il funding della sua attività di produzione di credito e di liquidità (non più di moneta) nello stesso mercato mobiliare. La fonte delle risorse per il finanziamento dell'intermediazione creditizia a medio-lungo termine è il mercato mobiliare, o più esattamente la domanda di strumenti di investimento da parte di investitori istituzionali, qui supposti robusti e diversificati, e anche di investitori privati. Infatti il modello proposto di società di gestione dei prestiti cartolarizzati potrebbe assumere caratteri assai simili a quello della società di gestione del risparmio. Il modello proposto è in realtà una «soluzione di mercato», poiché proprio nel mercato mobiliare vengono ricercate e trovate le soluzioni del problema del funding e di quello della sotto-capitalizzazione della banca di credito e di deposito. Si noti, conclusivamente, che la filiera banca originator-società di gestione dei prestiti-mercato dei titoli riproduce in concreto – con maggiore efficienza e flessibilità – le funzioni classiche di trasformazione dei rischi e delle scadenze un tempo affidate alle banche e ora non più da queste sostenibili. È importante e interessante puntare l'attenzione sulla circostanza che queste trasformazioni, un tempo appartenenti al processo produttivo tipico della banca e perciò interne all'impresa, verrebbero de-localizzate nel mercato e trasfuse nei suoi processi di scambio, guidati e controllati dall'informazione, dai prezzi e dalle decisioni indipendenti di un grande numero di scambisti. Gli snodi cruciali dell'efficacia-efficienza del modello sono tre: la capacità della banca di selezionare ed estrarre dall'economia reale i migliori progetti di impresa da finanziare; la capacità della società di gestione dei prestiti di estrarre e mobilitare fondi dagli investitori, proponendo loro gli strumenti migliori; l'efficienza dei processi intermedi collocati fra l'origination e il placement dedicati a trasportare, trasformare, trasferire, consegnare e scambiare rischi e capitali.

BIBLIOGRAFIA

- Atkins R.** (2013), «Packaged Loans Back on Menu to Fill Business Banking Void», in *Financial Times*, February 19.
- Benes J., Kumhof M.** (2012), *The Chicago Plan Revisited*, International Monetary Fund Working Paper, 12/202.
- Bernardi E.** (2013), «Le proposte di riforma del settore bancario. Dalla banca universale alla separazione tra retail e trading», in *Bancaria*, n. 7-8.
- Boot A.W.A., Thakor A.V.** (2013), *Commercial Banking and Shadow Banking: The Accelerating Integration of Banks and Markets and Its Implication for Regulation*, Washington University in St. Louis, Olin Business School, WP No. 13/005, 2nd edition, August 21.
- Bulow J., Klemperer P.** (2013), *Market-Based Bank Capital Regulation*, Rock Center for Corporate Governance, WP No. 151, August.
- Calomiris C.W., Haber S.** (2013), *The Political Foundation of Scarce and Unstable Credit*, Financial Markets Conference, FRB of Atlanta, April 9.
- Darling A.** (2013), «In a Crisis, it will Take a Firewall not a Ringfence», in *Financial Times*, February 5.
- De Grauwe P.** (2008), *Return to Narrow Banking*, CEPS, 14 November.
- Dixon H.** (2013), «Millions Left without Money as Res Systems Crash», in *The Telegraph*, March 7.
- Filotto U., Mattarocci G., Mottura P.** (2012), «La banca: fra pubblico e privato», in *Bancaria*, n. 10.
- Fisher I.** (1936), «100% Money and the Public Debt», in *Economic Forum*, Spring, April-June.
- Flannery M.J.** (2005), «No Pain, No Gain? Effecting Market Discipline Via 'Reverse Convertible Debentures'», in Scott H.S. (ed.), *Capital Adequacy Beyond Basel: Banking, Securities and Insurance*, Oxford University Press.
- Freeman A.** (2013), «Outdated Technology could Lead to Another Crisis in Banking», in *Financial Times*, July 15.
- Gapper J.** (2013), «Money, Money Everywhere - Except in the Real Economy», in *Financial Times*, February 19-20.
- Giles C.** (2013), «British Banks are still a Danger to the Real Economy», in *Financial Times*, June 19.
- Gorton G.B.** (2012), *Misunderstanding Financial Crises. Why We don't See Them Coming*, Oxford University Press.
- Kay J.** (2009), *Narrow Banking: The Reform of Banking Regulation*, Center for the Study of Financial Innovation.
- King M., Wolf M.** (2013), «Mervyn King has Lunch with the FT: Interview Transcript», in *FT.com*, July 5 (intervista del 1° giugno, pubblicata in parte nel quotidiano del 15-16 giugno).
- Kotlikoff J.L.** (2011), *Jimmy Stewart is Dead: Ending the World's ongoing Financial Plague with Limited Purpose Banking*, Wiley, Hoboken.
- Mayer T.** (2013), «A Copernican turn for Banking Union», in *CEPS Policy Brief*, No. 290, May 14.
- Mottura P.** (2008), «Crisi sub-prime e innovazione finanziaria», in *Bancaria*, n. 2.
- Rajan R.G.** (1996), «Why Banks have a Future: Toward a New Theory of Commercial Banking», in Bank of America, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 9, n. 2.
- (1998), «Do We Still Need Commercial Banks?», in *NBER Reporter*, Fall.



FORUM

ABI Lab

CONNECTING CONFERENCE

2014

MILANO 18 e 19 MARZO

UNA NUOVA ROTTA VERSO
L'INNOVAZIONE IN BANCA

AL FORUM L'ASSEGNAZIONE
DEL PREMIO ABI PER L'INNOVAZIONE

10^a EDIZIONE

SPAZIO EVENTIQUATTRO
MILANO, VIA MONTE ROSA 91

ABI Lab

Tecnologia utile

info e iscrizioni su www.abilab.it