

Quali banche dopo la crisi? Dal «modello unico» alla pluralità di business e di regole

Which banks after the crisis? From an unique business model towards a new banking plurality

L'attuale crisi dei mercati finanziari non è stata qualcosa di imprevedibile, un «cigno nero», bensì un evento determinato da errori umani e di funzionamento dei sistemi e dunque prevedibile ed evitabile. Analizzare il ruolo del sistema finanziario, i modelli di regulation, i modelli di business e i sistemi gestionali conduce ad evidenziare le distorsioni del modello dominante di grande banca diversificata e interconnessa, e la necessità di un nuovo «pluralismo istituzionale». Rivalutato da studiosi e consulenti, e protetto e favorito dalle autorità di vigilanza nell'interesse pubblico.

Marco Di Antonio
Università di Genova

The current financial crisis was not something unexpected, a «black swan», but rather an event caused by human action and inaction, and therefore predictable and avoidable. The analysis of the role of the financial system, regulation, business models and management systems leads to point out the distortions of the dominant model of large diversified and interconnected banks, and the need for a new «institutional pluralism», with different banks and diversified regulation. Re-evaluated by researchers and consultants, and encouraged by supervisory authorities.

1 La crisi: cigno nero o evento prevedibile?

La tesi di fondo da cui prende le mosse questo articolo è che la crisi che da ormai quasi un lustro sta sconvolgendo l'economia mondiale non sia stata un «cigno nero», un evento cioè a bassissima probabilità di accadimento (praticamente imprevedibile), e con effetti devastanti. Al contrario, essa è stata in gran parte il risultato di una serie di errori compiuti da una vasta schiera di soggetti: intermediari finanziari, governi, autorità di vigilanza, investitori finali, agenzie di rating, analisti di mercato, studiosi¹.

Tale interpretazione non è priva di conseguenze operative. Il cigno nero è un evento imprevedibile e che non si può evitare; nessuna regolamentazione può avere la pretesa di azzerare tale rischio (salvo gravare l'economia di costi insostenibili); nessuna impresa può illudersi di disporre di sistemi gestionali atti a eliminarlo (il «rischio di impresa» è inscindibilmente connaturato al «fare impresa»). Se invece un evento è l'esito di determinati comportamenti umani o meccanismi di funzionamento dei sistemi, allora può essere almeno in parte prevedibile e si può lavorare per scongiurare che accada.

Sono cigni neri eventi quali il terremoto e lo tsunami avvenuti contemporaneamente in Giappone nel 2011, l'attacco alle Torri Gemelle del 2001, innovazioni radicali come Internet, il crollo della Borsa del 19 ottobre 1987 (-23% in un giorno). Si tratta di eventi che non hanno antecedenti nelle «serie storiche», che possono essere previsti in termini ipotetici e generali (è possibile che gli Stati Uniti siano soggetti ad attacchi terroristici), ma non nella loro concreta manifestazione e nei loro effetti.

Non è però questo il nostro caso. Come hanno ampiamente dimostrato Reinhart e Rogoff (2009), negli anni precedenti la crisi erano presenti tutti quei sintomi che erano stati alla base delle passate crisi finanziarie. In particolare, l'economia all'origine della crisi, quella statunitense, era contrassegnata da una situazione di bolla immobiliare, abbondante liquidità, liberalizzazione finanziaria, crescita del debito, rallentamento del Pil, fortissimi squilibri nei conti con l'estero.

Il problema stava nel fatto che l'opinione prevalente di practitioner, studiosi e policy makers era proprio quella che ha dato ispirazione al titolo del libro dei due studiosi americani sopra citati: «this time

Keywords: crisi finanziaria, sistema finanziario, vigilanza, modello di business

Jel codes: G01, G21, G28

¹ Questa valutazione è condivisa dalla commissione istituita dal Congresso Usa per indagare le cause della crisi e presieduta da Phil Angelides. Nelle conclusioni del rapporto si può leggere: «We conclude this financial crisis

was avoidable. The crisis was the result of human action and inaction, not of Mother Nature or computer models gone haywire. The captains of finance and the public stewards of our financial system ignored warnings and failed to question, understand, and manage evolving risks within a system essential to the well-being of the American public. Theirs was a big miss, not a stumble. While the business cycle cannot be repealed, a crisis of this magnitude need not have occurred. To paraphrase Shakespeare, the fault lies not in the stars, but in us. Despite the expres-

is different». Infatti la tecnologia sembrava promettere continui incrementi di produttività, i cicli economici sembravano finiti, l'innovazione finanziaria era ritenuta in grado di redistribuire e ridurre il rischio, i mercati erano sempre più efficienti e rendevano possibile sostenere livelli di debito crescenti, il deficit commerciale Usa costituiva il necessario sbocco dell'eccesso di risparmio di alcune economie mondiali, la fiducia nei mercati e nella loro capacità di autocorrezione portava a considerare sempre corretti i prezzi e in pratica inesistenti le bolle immobiliari o finanziarie.

In realtà, come accennato sopra, l'economia Usa era caratterizzata da:

- eccessivo rialzo dei prezzi delle abitazioni, destinati prima o poi a flettere²;
- aumento dei livelli di indebitamento, sia a livello nazionale (debito pubblico) sia a livello di singoli operatori (leva finanziaria);
- aumento del mismatching di scadenze degli intermediari finanziari;
- aumento del rischio di credito (mutui subprime);
- esistenza di conflitti di interesse (ad esempio, agenzie di rating);
- progressiva deregulation finanziaria;
- innovazione complessa e opaca (Cdo, shadow banking);
- modelli manageriali orientati al profitto di breve termine (Value Based Management, Vbm) e alla cessione del rischio (Originate to Distribute, Otd);
- elevato peso delle retribuzioni variabili collegate al profitto a breve o al prezzo delle azioni.

In presenza di fattori quali quelli appena descritti, è difficile sostenere la tesi del cigno nero. L'aereo è precipitato non perché ha incontrato un uragano di proporzioni imprevedibili e mai esistite, ma perché era stato affidato alla guida di un pilota cieco (Taleb, 2010, p. 34).

Se dunque il crollo dei mercati è stato in gran parte frutto di errori umani, come tali evitabili, diventa importante capire quali sono tali errori, come porvi rimedio, come evitare che si ripetano in futuro. In tal senso, occorre innanzitutto osservare che proprio per la sua radicalità, la presente

crisi mette in discussione molte delle ipotesi alla base delle teorie di funzionamento dei mercati e delle scelte di business e induce a ripensare i modelli teorici e gli assetti istituzionali e operativi più diffusi.

Tra le grandi questioni sollevate dai recenti avvenimenti e oggetto di dibattito a livello scientifico, nonché terreno di interventi da parte di autorità e operatori, figurano quelle sotto elencate:

- il ruolo del sistema finanziario, i suoi rapporti con l'economia reale, le scelte ottimali di dimensione e di articolazione dello stesso;
- i modelli di regulation, soprattutto relativamente agli approcci e agli strumenti utilizzati;
- i modelli di business adottati dagli intermediari finanziari e in particolare dalle banche;
- i sistemi gestionali applicati dalle istituzioni finanziarie, e in particolare tra essi quelli di risk management, di misurazione della performance, di incentivazione.

Si noti che, rispetto a tutti questi temi, la crisi ha portato impietosamente alla luce l'inadeguatezza delle risposte più diffuse e che anzi spesso erano diventate mainstream e «ideologia dominante». Ciò non significa però che dalla crisi stessa emergano nuove certezze e «nuovi modelli». Tutt'altro. Le questioni sopra elencate e di cui si discuterà restano assolutamente aperte. Più che indicare con chiarezza nuove strade, la crisi ha smascherato la nostra illusione (o presunzione) di conoscenza e ha rivelato la nostra effettiva ignoranza. Ci ha fatto capire che su questioni quali quelle elencate, così basilari e decisive per il funzionamento della finanza, della regolamentazione, degli intermediari, non abbiamo ancora risposte certe.

Si osservi ancora che la difficoltà a trovare tali risposte nasce da un duplice ordine di ragioni. Innanzitutto, si tratta di quesiti oggettivamente complessi e di difficile soluzione (ad esempio, quali sono le dimensioni ottimali del sistema finanziario?). Secondariamente, non esistono risposte univoche e universalmente valide, ma solo contingenti (ottimalità relativa e non assoluta). Occorre quindi analizzare attentamente le numerose e mutevoli condizioni di contesto e

sed view of many on Wall Street and in Washington that the crisis could not have been foreseen or avoided, there were warning signs. The tragedy was that they were ignored or discounted. There was an explosion in risky subprime lending and securitization, an unsustainable rise in housing prices, widespread reports of egregious and predatory lending practices, dramatic increases in household mortgage debt, and exponential growth in financial firms' trading activities, unregulated derivatives, and short-term "repo" lending markets, among many other red flags. Yet there was pervasive permissiveness; little meaningful action was taken to quell the threats in a timely manner». Cfr. Financial Crisis Inquiry Commission (2011), p. xvii.

² «Since 1891, when the price series began, no housing price boom has been comparable in terms of sheer magnitude and duration to that recorded in the years culminating in the 2007 subprime mortgage fiasco. Between 1996 and 2006 (the year when prices peaked), the cumulative real price increase was about 92 percent – more than three times the 27 percent cumulative increase from 1890 to 1996!» (Reinhart, Rogoff, 2009, p. 207). «For banking crises, real housing prices are nearly at the top of the list of reliable indicators, surpassing the current account balance and real stock prices by producing fewer false alarm. Monitoring developments in the prices of this asset has clear value added for helping us to anticipate potential banking crisis scenarios» (ivi, p. 279).

dedurre di conseguenza quella soluzione, tra le molte possibili, che appare come la più coerente (ad esempio, è evidente come la scelta del modello di business dipenda da svariati fattori di origine interna ed esterna).

Su tali temi occorre quindi che studiosi, operatori e regulator si interrogino e lavorino con impegno, competenza e amore al bene comune; sostenuti, in tale sforzo, da quella che forse è la più grande lezione che la crisi ci lascia: sapere di non sapere è già sapere. Questa semplice verità potrà rivelarsi un efficace stimolo al miglioramento; certamente molto di più di quanto non lo sia stata quella «bolla intellettuale» (prima che immobiliare o finanziaria) che ha condotto l'economia mondiale sull'orlo del disastro.

Il presente lavoro intende fornire un contributo al dibattito in questione. In questo primo articolo saranno trattati i primi tre punti elencati sopra, in modo più ampio e generale. L'obiettivo è principalmente quello di fornire un quadro riepilogativo di riferimento dei temi che la crisi ha imposto all'agenda di studiosi, operatori e regulator, selezionando quelli che ci sembrano maggiormente rilevanti. Più che analitico o descrittivo, il nostro contributo vuole essere sintetico e sistematico: cercheremo di fare ordine nel dibattito in corso segnalando quelle che a nostro avviso sono le «grandi questioni» su cui interrogarsi.

Un successivo articolo sarà invece dedicato, anche in forza delle conoscenze e delle aree di interesse di chi scrive, a un approfondimento riguardante l'ultimo dei temi indicati, quello dei sistemi gestionali.

2 Il ruolo del sistema finanziario

Questione n. 1. *Qual è la dimensione ottimale del sistema finanziario rispetto all'economia reale e quali sono e come operano i collegamenti tra sviluppo finanziario (financial deepening) e crescita del reddito?*

Negli anni precedenti la crisi si è assistito a fenomeni quali l'aumento del peso del sistema finanziario sull'economia reale, la crescente innovazione finanziaria, che produ-

ceva strumenti sempre più sofisticati, complessi e spesso opachi, l'aumento nel volume degli scambi sui mercati. Uno degli aspetti della maggiore finanziarizzazione dell'economia è rappresentato dall'aumento della quota detenuta dagli intermediari finanziari sul Pil, sui profitti delle imprese, sulla complessiva capitalizzazione di mercato.

Il tutto avveniva in un quadro di relativa tolleranza da parte delle autorità e di deregulation, a sua volta derivante dall'ipotesi che un sistema finanziario più grande e complesso contribuisse alla prosperità economica.

I regulator facevano proprio il paradigma neo-classico secondo il quale, da un lato, il processo di financial deepening è positivo perché «completa» i mercati e li rende più efficienti, dall'altro, la liberalizzazione e l'innovazione sono sempre fenomeni positivi.

La teoria dell'efficienza dei mercati era alla base del benign neglect con cui i regulators assistevano passivamente al gonfiarsi delle bolle speculative, sia immobiliare sia finanziaria (se il mercato è efficiente, per definizione non esistono bolle)³.

La stessa teoria ispirava le pratiche degli investitori professionali; questi guardavano infatti agli indici azionari, ritenuti espressione di portafogli efficienti, come riferimenti imprescindibili (benchmark) da replicare nelle gestioni passive e da battere in quelle attive (Woolley, 2010).

La crisi ha scosso in profondità la fiducia nel contributo positivo dello sviluppo finanziario alla crescita reale. In effetti, a ben vedere, tale relazione non è univoca. Alcuni studi provano che la relazione è positiva per le economie in sviluppo, mentre non è chiara nel caso delle economie avanzate⁴.

Senza entrare nel merito del dibattito, complesso e irrisolto, ci siano consentiti solo due brevi accenni, uno relativo alle modalità con cui affrontare il problema in esame e l'altro relativo alle conseguenze derivanti dalle risposte fornite allo stesso.

Dal primo punto di vista, i legami tra finanza ed economia reale non sono stabili, ma dipendono da svariati fattori, tra i più importanti dei quali vi è la destinazione del credito. In tal senso, giova ricordare come in alcuni paesi che sono stati alla radice della crisi (Usa e Regno Unito) la forte

³ In grande sintesi, i principali ingredienti del paradigma dei mercati efficienti sono tre: a) i mercati finanziari allocano il risparmio verso i progetti di investimento più profittevoli, con ciò massimizzando il benessere sociale; b) i prezzi delle attività finanziarie riflettono i loro fondamentali; c) i mercati sono in grado di auto-regolarsi e auto-correggersi. Per una discussione in merito alle ipotesi alla base del paradigma dei mercati efficienti, al ruolo da esse assunto nella crisi e alle argomentazioni che le contestano e ne rivelano i limiti si veda De Grauwe (2008).

⁴ A sostegno di un più forte legame positivo tra sviluppo finanziario e crescita economica sono gli studi e le evidenze citate in Rajan, Zingales (2003), cap. 5. Per una recente rassegna degli studi intorno alle relazioni tra financial deepening e crescita

economica rimandiamo a Turner, 2010, le cui conclusioni in merito possono così essere sintetizzate (p. 6): «There is no clear evidence that the growth in the scale and complexity of the financial system in the rich developed world over the last 20 to 30 years has driven increased growth or stability, and it is possible for financial activity to extract rents from the real economy rather than to deliver economy value». Uno dei problemi degli studi in oggetto è distinguere tra correlazione e causalità. È ampiamente dimostrato che la crescita del sistema finanziario e quella dell'economia vanno di pari passo (Goldsmith, 1969); ma ciò che interessa è piuttosto capire se la prima è una determinante della seconda.

⁵ Dal 1964 al 2009, secondo i dati della Bank of England riportati in Turner, 2010,

espansione del credito degli anni precedenti la crisi non abbia favorito gli investimenti produttivi delle imprese, bensì l'acquisto di abitazioni o le spese di consumo degli individui (Turner, 2010)⁵. Il credito non ha contribuito tanto a sostenere il processo di accumulazione del capitale, quanto piuttosto a migliorare la gestione finanziaria delle famiglie e l'allocazione intergenerazionale della ricchezza esistente.

Più in generale, il contributo del sistema finanziario alla crescita economica non dipende solo dalle dimensioni del primo, ma anche dalla sua articolazione e composizione, in termini di circuiti finanziari, intermediari, prodotti, mercati (in ciò la prima e la seconda delle domande-chiave di questo paragrafo sono collegate). Per richiamare temi tornati di grande attualità: qual è il saldo netto tra vantaggi e svantaggi dei prodotti derivati, che offrono forme di copertura dai rischi oppure di trasferimento e migliore distribuzione degli stessi, ma che allo stesso tempo alimentano l'attività speculativa e possono quindi propagare i rischi? L'innovazione finanziaria va regolamentata per via della scarsa conoscenza in merito ai rischi da essa comportata o va piuttosto liberalizzata così da favorire la dinamicità del sistema finanziario e la sua capacità di rispondere a nuove esigenze?

Sotto il secondo punto di vista, la conoscenza delle relazioni tra sviluppo finanziario ed economia reale è un fattore chiave nella progettazione degli assetti di vigilanza. Tale conoscenza permette di trovare il punto di ottimo nel livello di regolamentazione, bilanciando gli opposti effetti a esso connessi: da un lato, il rafforzamento della solvibilità degli intermediari e della stabilità del sistema, dall'altro il rallentamento dello sviluppo economico, a causa delle peggiorate condizioni creditizie (sia quantità sia prezzo) e degli effetti negativi sugli investimenti. Se, ad esempio, l'espansione del credito affluisce al settore non produttivo dell'economia, i suoi impatti positivi sulla crescita economica sono minori. Viceversa, restano elevati i rischi dovuti a un eccessivo indebitamento, in termini di bolla finanziaria (instabilità sistemica) e di peggioramento della gestione finanziaria dei prenditori (insolvenza). In tale situazione, i vantaggi comportati da una politica di restrizione del credito (riduzione dei rischi) risulterebbero verosimilmente superiori agli svan-

taggi (riduzione della crescita); nella gestione del proprio mix di obiettivi, le autorità dovrebbero accordare preferenza a una combinazione «più regolamentazione e meno credito» rispetto a una soluzione opposta.

Questione n. 2. *Quali sono le modalità ottimali di funzionamento del sistema finanziario (circuiti alternativi, loro peso relativo e loro relazioni)?*

Oltre al tema delle dimensioni ottimali, il dibattito intorno al sistema finanziario si interessa alla struttura e al funzionamento dello stesso. In particolare, sono oggetto di analisi i cambiamenti intervenuti nei circuiti finanziari tradizionali: quello diretto, via mercati, e quello indiretto, via intermediari.

Del cambiamento dei modelli di operatività degli intermediari creditizi si parlerà più oltre (paragrafo 4); qui interessa piuttosto mettere l'accento sui mutamenti che hanno interessato il canale diretto. Innanzitutto, quest'ultimo si caratterizzava in passato per l'assenza di un processo di trasformazione delle scadenze e dei rischi di credito (che è elemento fondante l'attività degli intermediari finanziari). L'innovazione finanziaria degli ultimi anni ha portato invece a immettere nel circuito diretto forti dosi di trasformazione dei rischi: i fondi di mercato monetario investivano le disponibilità a breve raccolte presso i risparmiatori in titoli a lunga scadenza frutto delle cartolarizzazioni; gli hedge funds operavano con alti livelli di indebitamento; i veicoli delle cartolarizzazioni (Siv e conduit) sommarono entrambi i rischi, operando con valori elevati sia nel mismatching di scadenze sia nella leva finanziaria (finanziavano infatti parte dei titoli cartolarizzati in bilancio con commercial paper) (Turner, 2011)⁶.

L'altro aspetto meritevole di attenzione è quello relativo alla crescente compenetrazione tra i due circuiti finanziari. Con il cosiddetto shadow banking system sono le banche stesse, per ragioni di arbitraggio regolamentare, a dirottare parte della propria intermediazione sui circuiti esterni di mercato, attraverso veicoli di cui mantengono la proprietà o a cui forniscono garanzie. Inoltre, cresce in modo esponenziale la quota dell'attivo bancario investita in strumenti di mercato e ciò espone gli equilibri delle banche alle avverse

nel Regno Unito i prestiti ipotecari alle famiglie da parte di banche e building societies passano dal 14 al 79% del Gdp, mentre sono minori gli aumenti nei depositi (dal 39 al 72%), nei prestiti alle imprese (dal 13 al 35%) e nei depositi delle imprese (dall'8 al 17%).

6 «Shadow banking can be understood as a turbo charged variant of non-bank credit intermediation [...]. But securitisation and shadow banking dramatically changed the scale of such non-bank credit intermediation, and changed its nature and riskiness in two crucial ways. It introduced leverage and maturity transformation, the classic function of banks, into the non-bank intermediation channel [...] And while it was in part a parallel system of credit, it was also deeply entwined

with the classic banking system» (Turner, 2011, p. 11). A sua volta, tale trasformazione di rischi e di scadenze trovava la propria ragione nella necessità di colmare l'eccesso di domanda di strumenti di debito a basso rischio da parte degli investitori finali rispetto alla relativa offerta.

7 Ecco una sintesi efficace dei limiti degli assetti di regulation prevalenti negli anni precedenti la crisi: «Regulation and supervision tended to be fixated excessively on capital adequacy which is a lagging indicator of potential trouble and, as the crisis demonstrated, can be destroyed very quickly. Most banks that failed during the recent crisis had apparently strong capital positions immediately before their demise. The risk characteristics of new business models (and the use of credit derivati-

congiunture dei mercati (soprattutto se i titoli posseduti sono valutati al mark to market). Viene meno la separatezza tra i due canali di trasferimento delle risorse; aumentano le interconnessioni tra intermediari e mercati, che sono state causa del carattere sistemico e della velocità di propagazione della presente crisi; le difficoltà del circuito di mercato si ripercuotono immediatamente sulle banche.

In conclusione, siamo di fronte a due ordini di problemi. Il primo riguarda la dimensione ottimale del sistema, sia in senso statico sia in senso dinamico. Sotto il primo profilo, allo stato attuale il grado di finanziarizzazione dell'economia è probabilmente troppo elevato. Sotto il secondo profilo, occorre saper individuare e cercare di contrastare un processo di crescita «eccessiva» del sistema; le bolle finanziarie infatti esistono e i mercati da soli non sono abbastanza efficienti per correggerle.

Il secondo problema riguarda la necessità di monitorare le modificazioni della struttura del sistema, a parità di dimensioni dello stesso, sia sotto il profilo della destinazione finale del credito, sia sotto quello dei cambiamenti nelle «tecnologie» di base del sistema stesso: quella dei mercati (circuiti diretti) e quella degli intermediari (circuiti indiretti). Tali cambiamenti possono alterare la funzionalità dei due circuiti, le relazioni tra gli stessi, la loro «formula di economicità» (cioè la combinazione benefici/costi/rischi di ogni tecnologia finanziaria).

Naturalmente, la risposta a tutti i problemi indicati coinvolge in modo penetrante la responsabilità delle autorità di vigilanza e concorre a determinarne gli interventi. Questa considerazione ci introduce alla trattazione del punto successivo.

3 I modelli di regulation

Questione n. 3. Qual è il livello di regolamentazione ottimale?

La crisi induce a ripensare i modelli di vigilanza. Anche in questo caso siamo di fronte a problemi di dimensione, cioè di complessivo grado di intensità della regolamentazio-

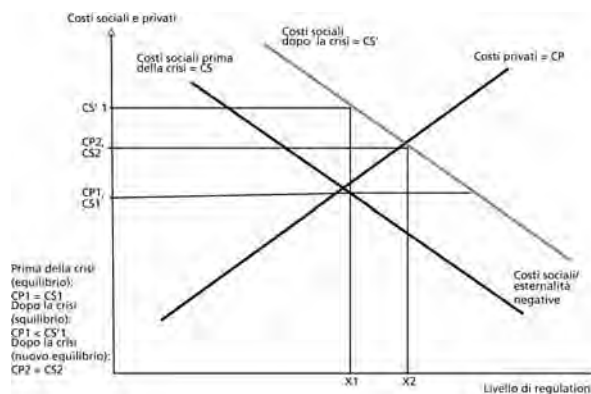
ne, e di articolazione, cioè di scelta degli approcci e degli strumenti più idonei.

Quanto al primo aspetto, come accennato nel paragrafo precedente, il processo di deregulation finanziaria attuato negli ultimi anni viene ormai quasi unanimemente ritenuto eccessivo e vengono messe in luce quelle lacune presenti nell'impianto di regolamentazione che hanno portato a una grave sottovalutazione di alcuni rischi⁷.

Come risposta a tali problemi, si ritiene necessario alzare mediamente il livello di regulation, spostando il trade-off tra regolamentazione, da un lato, e crescita del sistema finanziario, dall'altro, in favore della prima; questo soprattutto se, come discusso nel paragrafo precedente, lo sviluppo del sistema sembra andare a vantaggio dei profitti degli intermediari che vi operano più che dell'economia reale.

Il grafico 1 illustra il problema di gestione del trade-off. La ragione fondamentale alla base della regolamentazione degli intermediari finanziari sta nel fatto che il loro fallimento comporta elevati costi sociali, idiosincratici o sistemici (distruzione del risparmio «inconsapevole», perdita di fiducia nella moneta, restrizione del credito ed effetti negativi sull'economia reale, uso di risorse pubbliche per salvare il sistema, che comportano la traslazione dei costi sui contribuenti e l'aumento dei deficit pubblici, ecc.)⁸. L'attività degli intermediari è quindi caratterizzata da una divergenza tra i bene-

Grafico 1
Il nuovo equilibrio della vigilanza



ves generally) were not fully understood by supervisory agencies. There was insufficient focus on banks' liquidity. Banks' business models were not subject to sufficiently rigorous supervisory stress tests. Insufficient attention was given to monitoring and testing banks' risk analysis and management systems. In some cases the adverse incentive structures associated with banks' internal remuneration systems were not considered to be an issue. While some agencies (central banks, the Imf, Bis) had been warning of potential dangers from the sharp rise in bank lending, asset price excesses, the persistent under-pricing of risk, and excess leverage, little or no action was taken. Supervisory authorities were also slow to recognise that regulated banks were engaged in regulatory arbitrage by using securitisation and Sivs

to circumvent regulation that restricted their ability to expand leveraged risk-taking. A more general issue was the focus on the prudential position of individual banks rather than the systemic dimension: this amounted to a lack of macroprudential focus and recognition that, while individual banks may satisfy prudential requirements, collectively their behaviour may be systemically hazardous. Regulation and supervisors allowed banks to hold assets and loans off balance sheet without capital backing even though the loans might have been originated by the banks themselves». Cfr. Llewellyn, 2010, pp. 8-9.

⁸ Per approfondimenti sui costi comportati dalle crisi finanziarie si vedano Reinhart, Rogoff, 2009 e Haldane, 2010. Alle ragioni indicate a giustificazione dell'esistenza del-

fici privati prodotti (i profitti incamerati dalle banche e dai loro stakeholder) e i costi sociali connessi ai dissesti finanziari. La regulation intende ridurre tale disallineamento e, in via diretta o mediata, favorire l'«interiorizzazione» dei costi sociali come costi di gestione degli intermediari.

Più aumenta il livello di regulation, più aumentano i costi addossati ai soggetti vigilati (costi privati, quali ad esempio i costi di compliance alle norme, i maggiori vincoli alle attività e quindi la riduzione delle opportunità di profitto, i limiti posti all'efficienza e all'innovazione degli intermediari, ecc.). All'opposto, si riducono le probabilità di dissesto finanziario e i conseguenti impatti negativi di ordine macroeconomico (diseconomie esterne/costi sociali)⁹.

Il punto di ottimo si colloca laddove l'aumento marginale di costi privati comportato da un aumento del livello di regulation eguaglia la parallela riduzione marginale dei costi sociali. Una delle principali cause della crisi è stata la sottovalutazione dei rischi comportati da uno sviluppo troppo rapido del sistema finanziario (sottovalutazione della probabilità di fallimento degli intermediari, della velocità di propagazione degli squilibri e degli effetti di tutto ciò sull'economia). Si riteneva che la curva dei costi sociali si collocasse su livelli inferiori rispetto a quelli reali (CS anziché CS') e che quindi il punto di ottimalità nel livello di regulation fosse in X1, in corrispondenza dell'uguaglianza tra costi privati (CP1) e costi sociali (CS1). L'esplosione della crisi ha mutato le percezioni degli operatori e delle autorità di vigilanza e ha innalzato la curva dei costi sociali stimata (da CS a CS')¹⁰. In tale nuova situazione, un livello di regulation pari a X1 non è più adeguato, in quanto i costi sociali (CS'1) eccedono quelli privati (CP1). Si richiede quindi un rafforzamento della regulation fino al nuovo punto di equilibrio X2, con conseguente aumento dei costi privati (da CP1 a CP2) e diminuzione di quelli sociali (da CS'1 a CS2), fino a raggiungere l'uguaglianza dei due.

Questione n. 4. Quali sono gli assetti/strumenti ottimali di vigilanza?

A questo punto si pone il secondo dei due problemi individuati: attraverso quali strumenti realizzare il necessario incremento di regolamentazione. Parallelamente, è interessan-

te verificare se, oltre ad aver sottodimensionato la quantità di regole necessarie, non si siano commessi errori anche nella scelta degli approcci e degli strumenti di vigilanza utilizzati.

Come è noto, gli strumenti cui ricorrere sono molteplici e non mutuamente esclusivi. In grado crescente di intensità di regolamentazione si hanno soluzioni di:

- autoregolamentazione, cioè vigilanza principle-based, con ampia autonomia riconosciuta agli intermediari nel disegnare i propri sistemi organizzativi e di controllo dei rischi e parallela supervisione/validazione da parte delle autorità di vigilanza;
- regolamentazione prudenziale; regole vincolanti a carattere prudenziale (si veda ad esempio il regime sui coefficienti patrimoniali di Basilea);
- regolamentazione strutturale; regole vincolanti in merito alle attività consentite o alle dimensioni massime raggiungibili.

La regolamentazione strutturale esprime una soluzione al problema della scelta delle forme di regulation del tipo prohibition (divieto di svolgere determinate attività). La regolamentazione prudenziale sposa un approccio taxation: le attività sono consentite, ma il costo del loro svolgimento è accresciuto, così da trasferire almeno in parte agli intermediari i costi sociali (Haldane, 2010). Ciò può avvenire attraverso varie forme: coefficienti patrimoniali o di leva o di liquidità, forme esplicite di tassazione, partecipazione a schemi assicurativi per la difesa del sistema, contribuzione a fondi di tutela dei depositanti, ecc.

La profondità della crisi induce a ripensare le forme di regolamentazione utilizzate e in particolare a rimettere in discussione l'adeguatezza del modello dominante, cioè il regime dei coefficienti patrimoniali di Basilea. Non si tratta quindi solo di «riformare Basilea» alzando i vincoli patrimoniali; questi infatti sono insufficienti ad arginare una crisi come quella che si è manifestata, a prescindere dal loro livello (salvo decidere di porre vincoli talmente elevati da risultare insostenibili o sfociare di fatto nelle soluzioni di tipo strutturale)¹¹.

I limiti dei ratios patrimoniali sono numerosi. Si osservi che:

la regolamentazione di settore, occorre aggiungere la debolezza degli incentivi che dovrebbero spingere azionisti e depositanti a esercitare un efficace controllo sulla gestione e sui rischi da essa comportati. Tale punto verrà chiarito più avanti nel testo.

⁹ Si fa l'ipotesi che un aumento di regulation rallenti lo sviluppo del sistema finanziario. Ciò genera effetti esterni di due tipi: negativi, rappresentati dal ridotto contributo del sistema allo sviluppo economico, e positivi, dovuti alla riduzione degli episodi di insolvenza di singole istituzioni e di crisi dei mercati. In accordo anche con quanto sostenuto nel paragrafo precedente, qui si fa l'ipotesi di operare in corrispondenza di livelli di sviluppo del sistema finanziario per cui il secondo tipo di effetti prevalga sul primo. In tale circostanza, un aumento della regulation e un con-

seguente rallentamento dell'attività degli intermediari producono un beneficio sociale netto positivo.

¹⁰ Si noti come la sottostima della curva dei costi sociali prima della crisi sia attribuibile a due fattori: da un lato, la sottovalutazione dei rischi, cioè della probabilità di dissesti finanziari; dall'altro, la sottovalutazione degli effetti conseguenti a tali dissesti. Infatti, i consistenti interventi pubblici di salvataggio degli intermediari in difficoltà hanno alzato i costi sociali e dissipato gli eventuali dubbi in merito al coinvolgimento delle finanze pubbliche a sostegno del sistema. Per tale via, sono aumentati in prospettiva i futuri rischi di moral hazard insiti nei comportamenti delle istituzioni finanziarie.

- non è facile stabilire quale sia la quantità ottima di capitale, soprattutto a fronte di rischi difficilmente misurabili (rischio strategico, rischio operativo, rischio di reputation, rischio di liquidità);
- vista la natura dell'attività bancaria (regime di fractional reserve banking e di trasformazione delle scadenze) il capitale di cui si dispone non potrà mai essere sufficiente a fronteggiare crisi di fiducia generalizzate ed episodi diffusi di bank run;
- i presidi patrimoniali operano ex post e soltanto in una fase circoscritta delle crisi aziendali, mentre sarebbe importante intervenire sia precedentemente, per evitare l'insorgere degli squilibri aziendali, sia successivamente, per contenere i costi sulla collettività in caso di inadeguatezza del capitale e inevitabilità del fallimento.

Nel criticare l'adeguatezza della normativa dei coefficienti di capitale, alcuni autori mettono inoltre l'accento sui fenomeni di moral hazard e risk shifting tipici delle banche e connessi, da un lato, agli elevati livelli di indebitamento e, dall'altro, all'assenza di efficace monitoraggio esercitato dai creditori (depositanti)¹². Da tale situazione consegue l'interesse della proprietà a che il management intraprenda operazioni ad alto rischio e ad alto rendimento (moral hazard). Nel caso esse vadano a buon fine gli azionisti beneficerebbero in modo esclusivo dei vantaggi e otterrebbero una elevata remunerazione sul proprio investimento. In caso di insuccesso di tali operazioni, la perdita degli azionisti sarebbe relativamente contenuta (principio della responsabilità limitata), mentre gran parte del rischio verrebbe invece trasferito (risk shifting): ai depositanti (in minima parte) e ai creditori in caso di fallimento; allo Stato e ai contribuenti in caso di salvataggio (Jensen, Meckling, 1976; Bebchuk, Spamann, 2009; John, John, Senbet, 1991)¹³.

In tale contesto, come sostenuto ad esempio da John, Saunders, Senbet (2000) e Bebchuk, Spamann (2009), le forme di regolamentazione basate sui coefficienti di patrimonializzazione (capital ratio), così come le restrizioni alle attività (asset restriction), non saranno mai pienamente efficaci. Nelle banche infatti il grado di leverage è comunque destinato a restare relativamente elevato e ciò mantiene

l'incentivo a spingere l'azionista e il management che lo rappresenta a comportarsi opportunisticamente, assumendo rischi eccessivi e scaricandone gli eventuali costi sui depositanti. Per frenare tali comportamenti, gli autori citati suggeriscono che le autorità di vigilanza tengano in esplicita considerazione i sistemi incentivanti e la loro attitudine a stimolare l'assunzione di rischio da parte del management. In alternativa a una regolamentazione diretta di tali sistemi, si potrebbe determinare l'entità del premio pagato dalle banche negli schemi di assicurazione dei depositi commisurandolo al livello di propensione al rischio indotto dal sistema incentivante.

Sulla scorta delle osservazioni appena fatte, va quindi ripensato il complessivo impianto della vigilanza. Opportunamente, Basilea 3 prevede l'introduzione di vincoli alla leva finanziaria (leverage ratio) e alla trasformazione delle scadenze (liquidity ratios). Resta poi aperto il dibattito sull'opportunità di un maggior ricorso alla regolamentazione strutturale¹⁴. Negli Stati Uniti, le ipotesi di riforma normativa successive alla crisi sembrano muoversi verso il ritorno a una maggiore separazione tra commercial banking e investment banking. Hanno poi avuto una certa eco nel dibattito proposte ancora più radicali, quali quella del narrow banking (Kay, 2009) e quella del limited purpose banking o equity banking (Kotlikoff, 2010)¹⁵.

Nonostante i limiti di queste ultime due proposte, davvero estreme, pare opportuna una modifica del mix di strumenti di vigilanza, nel senso di una loro maggiore diversificazione e in particolare di uno spostamento di enfasi dai ratio patrimoniali ad altri presidi, anche di natura strutturale¹⁶.

Ciò pare giustificato da alcune semplici osservazioni.

Innanzitutto, di fronte a fasi di elevato cambiamento e discontinuità e di evidente fallimento dei modelli utilizzati, diventano opportuni radicali cambiamenti di paradigma. La risposta quindi non può consistere soltanto in un miglioramento della «tecnologia normativa» esistente (aumento dei ratios di capitale), ma piuttosto nel ricorso a nuove tecnologie (che nel nostro caso non vanno intese come sostitutive, bensì come complementari alla tecnologia esistente). Analogamente, nell'arco di sviluppo della civiltà umana, non si è

¹¹ Come ormai abbondantemente appurato, le banche maggiormente coinvolte dai dissesti (ultima delle quali Dexia) erano tutte pienamente in regola con la regolamentazione di Basilea 2 e mostravano livelli di Tier 1 ratio assolutamente «tranquillizzanti».

¹² I depositanti sono numerosi e frammentati e non hanno convenienza a sostenere i costi necessari a controllare i comportamenti del management; sono operatori non professionali, che non possiedono la competenza per valutare lo stato di solvibilità della banca; infine trovano ragionevole rassicurazione nella reputation di quest'ultima e nell'esistenza dei meccanismi di protezione dei loro diritti, sia impliciti (vigilanza) sia espliciti (sistemi di assicurazione dei depositi).

¹³ Si osservi che il valore atteso di tali iniziative per la banca potrebbe essere negativo, qualora le perdite in caso di fallimento, ponderate per la relativa probabilità, fossero superiori agli utili in caso di successo. Anche in tali casi, tuttavia, il valore atteso per gli azionisti resterebbe positivo, a causa del profilo asimmetrico dei payoff risultanti dalle decisioni prese: gli utili sono trasferiti interamente agli azionisti, le perdite in parte agli azionisti e in parte ad altri soggetti. Ne consegue che si è di fronte a una situazione di divergenza tra gli interessi della proprietà e quelli della banca: nel decidere le azioni da intraprendere, il criterio della massimizzazione del valore creato per gli azionisti non coincide con quello della massimizzazione del valore per la banca.

riusciti a far fronte al crescente fabbisogno alimentare della popolazione migliorando il disegno degli aratri, frustando con più energia i buoi o lavorando più intensamente la terra, ma con la meccanizzazione agricola e con la rotazione delle coltivazioni; non si risolverà il deficit energetico estraendo più petrolio, ma anche diversificando le fonti di energia.

Inoltre, quando il gap tra la regolamentazione esistente e quella necessaria è elevato (cioè quando la distanza tra i punti X2 e X1 della figura 1 è molto ampia) il ricorso a strumenti più invasivi, come quelli strutturali, produce effetti più rapidi e intensi rispetto al semplice rafforzamento delle regole prudenziali (Haldane, 2010).

Un accorto utilizzo della regulation strutturale può infine risultare particolarmente utile per porre limiti alle dimensioni e alle interrelazioni tra istituzioni finanziarie, rispondendo al problema delle banche «too big to fail» (Tbtf) e riducendo i rischi sistemici¹⁷.

In merito al dibattito sulla riforma della vigilanza, merita infine segnalare un interessante contributo di Llewellyn (2011). Innanzitutto l'autore ritiene che, di fronte a problemi di gravità pari a quelli sollevati dalla crisi, la riforma della vigilanza debba assumere un carattere strategico anziché incrementale e partire da una visione di insieme degli obiettivi e degli strumenti in mano alle autorità. In tal senso, l'autore propone di spostare il mix degli obiettivi della regolamentazione, accordando relativamente meno peso a quello della diminuzione della probabilità di insolvenza degli intermediari (probabilità che non potrà comunque essere mai azzerata) e maggior peso a quello della riduzione degli effetti negativi e sistemici conseguenti al verificarsi delle situazioni di insolvenza¹⁸. In termini di strumenti, ciò implica lo spostamento dell'attenzione dalle regole a carattere prudenziale o strutturale a tutti quei presidi che mirano a ridurre i costi trasferiti alla collettività in caso di fallimento di una banca. Si tratta di strumenti di gestione delle crisi (crisis management), quali ad esempio i meccanismi di risoluzione degli stati di crisi (resolution arrangements), i Living Wills, gli schemi assicurativi, la tassazione¹⁹.

Un'ultima osservazione riguarda la necessità di affinare gli strumenti di vigilanza sugli assetti strategici e organizza-

tivi delle banche. In questo caso, difficilmente può trattarsi di regole prescrittive, quanto piuttosto dell'esercizio di valutazioni discrezionali da parte dell'organo di vigilanza, secondo la strada già intrapresa dagli approcci principle-based. Tale esigenza deriva dalla considerazione del ruolo decisivo assunto, tra le cause della crisi, dalle scelte di natura strategico-organizzativa degli intermediari finanziari. Questi hanno optato per l'adozione di modelli di business eccessivamente rischiosi e di sistemi gestionali che si sono rivelati alla prova dei fatti un formidabile incentivo a seguire comportamenti contrastanti le regole di sana e prudente gestione (si pensi ai sistemi incentivanti, ai sistemi di risk management o alle lacune nei sistemi di governance e nei sistemi di controllo interno).

A conclusione di questo paragrafo, si elencano alcune importanti modifiche all'azione delle autorità di vigilanza che già si stanno percorrendo o che occorrerebbe attentamente valutare in conseguenza della lezione fornita dalla crisi dei mercati:

- innalzare il livello medio di regolamentazione cui assoggettare mercati, strumenti e intermediari finanziari; ciò comporta la parziale inversione del percorso di deregulation intrapreso negli ultimi anni: dalla regolamentazione strutturale, a quella prudenziale, alla better e self regulation;
- cambiare le modalità di regolamentazione, affiancando ai ratios patrimoniali altri strumenti: coefficienti di leva e di liquidità, regole strutturali, presidi tesi a ridurre i costi del fallimento a carico del sistema;
- regolamentare i modelli di business, in funzione del rischio da essi generato, che è significativamente differente; ciò può avvenire in diversi modi, con regole strutturali (vietare determinate attività o determinate combinazioni tra attività) o prudenziali (differenziare i coefficienti di vigilanza a seconda del modello di banca);
- regolamentare i sistemi gestionali; oggetto di particolare attenzione dovranno essere gli assetti di governance societaria, i sistemi dei controlli interni, quelli di risk management e quelli incentivanti;
- affinare gli strumenti di previsione degli squilibri aziendali; ad esempio, migliorare la capacità di valutare la performance

¹⁴ In merito alle critiche a Basilea 2 e alle argomentazioni a sostegno delle forme di vigilanza strutturale, cfr. King, 2010 e Haldane, 2010 e 2011. Secondo quest'ultimo, le soluzioni strutturali vengono ritenute superiori dal punto di vista della modularità, della robustezza, della semplicità, della minore esposizione agli errori di modello, della minore propensione a generare incentivi distorti e comportamenti elusivi da parte dei soggetti vigilati. Per contro, i costi derivanti dall'accresciuta regolamentazione strutturale per le banche, in termini di minori economie di scala e di scopo, sembrano inferiori a quanto comunemente reputato.

¹⁵ La proposta Kay prevede una radicale separazione tra l'attività di raccolta dei depositi e di offerta dei servizi di pagamento (utility banking) e quelle di prestito,

di investment banking e di capital markets (casino banking). La narrow bank, regolamentata, investe al 100% i fondi raccolti attraverso depositi della clientela, protetti dai sistemi di garanzia, in attività sicure (liquidità, titoli di Stato). Al contrario, le istituzioni che erogano prestiti o sottoscrivono titoli di imprese sono finanziate da debiti all'ingrosso o depositi non garantiti. La proposta Kotlikoff trasforma la banca in un fondo comune e le consente di erogare prestiti, finanziandoli però non con depositi, ma con mezzi propri; si tratta in pratica di applicare una versione estrema dell'approccio capital ratios di Basilea. Di fatto tali proposte implicano la fine della banca come la conosciamo, basata sui principi del fractional reserve banking e della trasformazione dei rischi; in ciò sta anche il loro principale limite.

delle banche e di cogliere prontamente i segnali di deterioramento nella posizione competitiva e negli equilibri tecnici;

- affrontare con efficacia il problema del Tbt; utilizzando a tale scopo diversi strumenti, quali regole strutturali, prudenziali o forme di tassazione esplicita²⁰;
- estendere la vigilanza all'intero sistema finanziario, se pur con diverse modalità e gradi di intensità, andando così a coprire strumenti, mercati e intermediari al momento non regolamentati (shadow banking system, operazioni Otc, cartolarizzazioni, agenzie di rating, ecc.);
- rafforzare la vigilanza sistemica, affiancando alla vigilanza microprudenziale quella macroprudenziale; due dei maggiori insegnamenti della crisi consistono, da un lato, nell'intensità delle interconnessioni tra istituzioni finanziarie alla base della propagazione della crisi; dall'altro, è emerso con evidenza l'aspetto contraddittorio per cui presidi posti a difesa di singole istituzioni possono in realtà compromettere la stabilità del sistema (si pensi alla banca che in situazione di tensione sui mercati, per rientrare nei coefficienti di liquidità o di solvibilità, estingue le proprie esposizioni creditorie sull'interbancario, trasmettendo la crisi di liquidità alle sue controparti e dando il via alla catena di effetti sistemici).

4 I modelli di business

Il modello dominante e la sua origine: il Value Based Management

Questione n. 5. Qual è il modello di business migliore?

Una delle cause fondamentali alla base della crisi dei mercati è stata la diffusa adozione da parte delle banche di modelli di business relativamente innovativi, rivelatisi alla prova dei fatti eccessivamente rischiosi. Come ha affermato il Fondo Monetario Internazionale: «The recent crisis revealed the significant risks posed by large, complex, and interconnected institutions and the fault-lines in the regulatory and oversight system» (Imf, 2010, p. 5)²¹.

Introduciamo il tema con alcune schematiche affermazioni:

a la crisi ha fatto emergere l'elevatezza del rischio strategico;

esistono infatti nel sistema diversi modi di fare banca che, oltre a presentare diverse caratteristiche strutturali e funzionali, si qualificano per la scelta di combinazioni rendimento-rischio profondamente diverse;

b la conoscenza dei profili rendimento-rischio dei diversi modelli è necessaria tanto per guidare scelte più consapevoli da parte dell'azionariato e del management (non necessariamente orientate a privilegiare i modelli più prudenti), quanto per ispirare in modo coerente l'azione delle autorità di vigilanza (secondo quanto suggerito in chiusura del paragrafo precedente);

c a una prima analisi, risulta come in pratica tutti i modelli di banca siano stati coinvolti nella crisi, proprio per il carattere sistemico di quest'ultima;

d è però possibile e di evidente interesse individuare i modelli che sono più direttamente responsabili del dissesto finanziario in quanto hanno generato l'infezione e contagiato gli altri intermediari;

e anche restringendo l'analisi in funzione del ruolo primario avuto nella crisi, secondo quanto detto al punto precedente, si scopre in realtà che i modelli di banca all'origine della crisi sono molteplici.

Approfondendo l'ultimo dei punti citati, si osservi come alla base del dissesto finanziario non vi siano solo le banche grandi, complesse e interconnesse citate dal Fmi. Vi sono anche le piccole banche commerciali specializzate nel segmento del subprime lending (in verità, le prime a fallire). Troviamo le banche di prestito ipotecario che si finanziano sull'interbancario e all'ingrosso; rispetto al tradizionale modello di commercial banking, tale categoria di azienda di credito lascia immutata la natura e la qualità dell'attivo, ma innova le forme di funding, sostituendo i mercati ai depositi della clientela (modello «Northern Rock»). Nello stesso tempo, troviamo le banche commerciali che continuano a finanziarsi con depositi da clientela, ma che trasformano il proprio attivo, cedendo i propri prestiti attraverso le operazioni di cartolarizzazione e contando più sulla rotazione dell'attivo che sulla gestione dello stesso (modello Otd). Troviamo le investment bank che investono in misura crescente in titoli innovativi, complessi e opachi, con una combi-

¹⁶ Naturalmente, anche le misure strutturali hanno i loro limiti: non è facile individuare quale sia il modello di banca preferibile (in termini di attività da svolgere, loro relazioni, dimensioni, ecc.); le regole possono attivare meccanismi di elusione; esse possono penalizzare eccessivamente l'imprenditorialità e le opportunità di business delle banche, ecc. Qui si consiglia semplicemente di prendere in seria considerazione l'opportunità di introdurre alcune di tali regole e mai per sostituire, ma piuttosto per accompagnare quelle prudenziali e rendere più completi ed efficaci i complessivi assetti di vigilanza.

¹⁷ Un interessante approfondimento in merito ai rischi di carattere sistemico dovuti alle interrelazioni presenti nel sistema finanziario, inteso come rete (financial

network), nonché alle possibili soluzioni di regolamentazione è contenuto in Haldane, 2009a.

¹⁸ La gestione dei due obiettivi, entrambi importanti, deve essere integrata e implica scelte di trade-off: ad esempio, se si trovano strumenti efficaci per ridurre i costi conseguenti ai fallimenti bancari, si possono alleggerire i controlli strutturali e prudenziali posti a difesa della stabilità delle banche e tesi a ridurre le probabilità di fallimento (e viceversa).

¹⁹ L'autore ritiene che i presidi descritti dovrebbero dar vita a un «quarto pilastro» della normativa di Basilea, accanto ai tre già esistenti. Infatti i primi tre pilastri mirano tutti a ridurre le probabilità di fallimento delle banche, mentre il quar-

nazione rendimento-rischio effettiva molto peggiore di quella apparente (le big five del mercato Usa, una delle quali fallita e le altre quattro salvate in extremis). Troviamo compagnie assicurative che si spostano verso la copertura di nuovi rischi, meno conosciuti e collegati ai mercati finanziari e agli strumenti innovativi ivi emessi (Aig, fortemente esposta nel mercato dei credit default swap).

In forza di tali considerazioni, le domande da porsi diventano due:

a vi è un modello di banca, tra quelli indicati, che sia risultato più pericoloso degli altri?

b è possibile individuare alcuni fattori ricorrenti (un minimo comune denominatore) che accomunano i diversi modelli più direttamente investiti dalla crisi?

In merito alla prima domanda, la risposta pare proprio quella suggerita dal Fondo Monetario: proprio per le sue dimensioni e per la vastità delle interconnessioni con altri operatori del sistema, la grande banca diversificata è quella il cui dissesto produce gli effetti sistemici più gravi. Inoltre, tale modello risultava essere, negli anni immediatamente precedenti la crisi:

- quello seguito dalla «fascia alta del sistema», dalle maggiori banche a vocazione internazionale;
- quello dominante, anche a livello di consensus all'interno del mondo della consulenza, degli operatori del settore e in parte anche dei regulator;
- quello che a causa delle dimensioni delle banche che lo adottavano era in grado di influenzare l'intero sistema bancario;
- quello a cui, almeno tendenzialmente, sembrava indirizzarsi una larghissima quota del sistema²².

Nel prossimo paragrafo si approfondiranno le caratteristiche di tale modello, nonché le ragioni che ne hanno determinato il collasso. Prima occorre però, anche se brevemente, cercare di rispondere alla seconda delle due domande che ci siamo posti.

Pare a chi scrive che una matrice comune a tutti i modelli che più gravemente hanno sofferto la crisi esista e vada ricondotta al cosiddetto Value Based Management (Vbm), cioè a un tipo di banca che ha come finalità fondamentale

la massimizzazione della creazione di valore per gli azionisti. «Value based management is a managerial approach in which the primary purpose is long-term shareholder wealth maximisation. The objective of a firm, its systems, strategy, processes, analytical techniques, performance measurements and culture have as their guiding objective shareholder wealth maximisation» (Arnold, Davies, 2000, p. 9)²³.

Secondo Ittner e Larcker (2001), Vbm significa: «1. Scegliere specifici obiettivi interni che portano all'aumento del valore per gli azionisti; 2. Selezionare le strategie e gli assetti organizzativi coerenti con il raggiungimento dei prescelti obiettivi; 3. Identificare le specifiche variabili di performance o «value drivers», che effettivamente creano valore nel business, date le strategie e gli assetti organizzativi aziendali; 4. Sviluppare piani di azione, selezionare le misure di performance e stabilire target basati sulle priorità identificate nell'analisi dei value drivers; 5. Valutare il successo dei piani di azione e valutare la performance organizzativa e manageriale; 6. Valutare su base continuativa la validità degli obiettivi interni aziendali, delle strategie, dei piani, dei sistemi di controllo alla luce dei risultati correnti e modificarli quando richiesto».

Il Vbm è adottato soprattutto dalle maggiori banche occidentali, che sono più esposte al confronto internazionale e che hanno una struttura azionaria frammentata e caratterizzata dalla presenza di investitori istituzionali²⁴. Tali banche sono soggette a una formidabile pressione verso il miglioramento dei livelli di redditività e ingaggiano tra loro una vera e propria profitability run. Ciò è dovuto a molte ragioni: soddisfare le attese degli investitori esistenti, raccogliere nuovo capitale per sostenere il processo di crescita, affrontare la concorrenza globale, scalare posizioni nelle classifiche delle «most admired companies», incontrare il favore degli analisti finanziari, sostenere le quotazioni azionarie, e, last but not least, assicurare al top management forti incrementi della retribuzione attraverso i meccanismi incentivanti collegati ai target di redditività (bonus o stock option). Si osservi che la gara verso il profitto si svolge in un terreno di gioco arduo, caratterizzato da competitività elevata, saturazione dei mercati tradizionali, contrazione degli

to dovrebbe appunto avere lo scopo di ridurre i costi del fallimento per la collettività. Si osservi che esistono relazioni tendenziali e di «efficienza», ma non esclusive, tra gli strumenti di gestione delle crisi e gli obiettivi di riduzione dei costi di fallimento, così come d'altra parte tra regole prudenziali o strutturali e obiettivi di riduzione della probabilità di insolvenza. È però possibile utilizzare, anche se con minore efficacia relativa, regole strutturali e prudenziali anche per ridurre i costi di fallimento. Si pensi, rispettivamente, all'imposizione di limiti dimensionali o alla differenziazione dei ratios di capitale a seconda delle dimensioni. In generale, i criteri in base ai quali costruire un efficace sistema di risoluzione delle crisi dovrebbero essere secondo Llewellyn i seguenti: «Minimal, or zero,

loss or risk to tax-payers; banks that cannot survive without public support to be placed in the Resolution procedure; resolution to be activated before a bank becomes technically insolvent: this should have the beneficial effect of enhancing market discipline; resolution procedures to be activated very quickly so as not to jeopardise customers' banking arrangements: there should be no disruption to the business of the bank for its customers; any pay-outs to insured depositors to be made with minimal delay; shareholders never to be protected; non-insured creditors to share in any costs of insolvency; resolution arrangements not to create moral hazard for the future; the arrangements need to credibly sustain financial stability and public confidence; minimal distortion to competitive neutra-

spread dovuta alla situazione di abbondante liquidità e di tassi di mercato relativamente bassi.

Il nuovo scenario appena descritto ha avuto l'effetto di indebolire i modelli di banca più tradizionali, in quanto poco profittevoli. In particolare, il retail banking era particolarmente vulnerabile a fattori quali la maturità del mercato, gli spread ridotti, l'elevato assorbimento di capitale per il rischio, la rotazione lenta del capitale circolante, i livelli di costo più elevati a causa del mancato sfruttamento delle economie di scala per via delle modeste dimensioni. È proprio per questo che molte retail banks hanno modificato il proprio tradizionale modello di business, basato sull'intermediazione creditizia raccolta-impieghi, e, in linea con i principi del Vbm, hanno avviato forti processi di crescita o adottato nuovi modelli strategici (ad esempio quelli sopra citati: modello Otd, modello «Northern Rock», ecc.)²⁵.

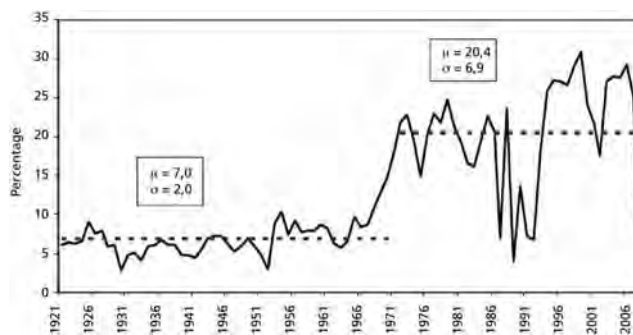
In ogni caso, al di là delle sue molteplici traduzioni strategiche e organizzative, la forma in cui più chiaramente si incarna il modello Vbm è quella della grande banca diversificata e interconnessa, alla cui analisi è dedicato il prossimo paragrafo.

La tipica traduzione operativa del Vbm: la grande banca diversificata e interconnessa. La tipica traduzione strategica e operativa dell'orientamento Vbm, la cui diffusione risulterà essere una delle cause principali della crisi, è quella di una banca caratterizzata dai seguenti elementi.

- **Alta redditività:** le banche Vbm sono estremamente redditizie e riescono a corrispondere gli elevati livelli di rendimento sul capitale richiesti dagli azionisti e dai mercati. Il grafico 2 illustra l'andamento del Roe delle banche inglesi e rende evidente il punto di rottura posto all'inizio degli anni Settanta, allorquando la redditività media sale in modo straordinario (dal 7 al 24%) rispetto ai cinquant'anni precedenti (ma con essa sale anche la volatilità, dal 2 al 6,9%). Secondo il rapporto della Commissione nominata dal Congresso Usa (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. xvii) nel 2006 i profitti prodotti dal settore finanziario ammontavano al 27% dei profitti totali di tutte le imprese (contro un valore del 15% nel 1980). Nel 2006, poco prima di essere travolta dalla crisi, Northern Rock, una banca mo-

Grafico 2

Roe delle banche inglesi



Fonte: ALESSANDRI, HALDANE (2009)

noline specializzata in mutui ipotecari alle famiglie (non propriamente un business noto per i rendimenti stellari) chiudeva il bilancio con un Roe del 23,5%.

I problemi stavano però nelle modalità attraverso le quali si potevano conseguire gli eccezionali livelli di redditività menzionati.

- **Alto indebitamento:** le banche sono riuscite a conseguire più ambiziosi traguardi di redditività (Roe) accrescendo il proprio grado di leva finanziaria. Tale strada è stata percorsa soprattutto da quelle istituzioni, come le grandi banche universali europee, soggette ai requisiti patrimoniali di Basilea 2, ma non a vincoli di leverage²⁶. Negli ultimi 130 anni, il grado di capitalizzazione per le banche inglesi e statunitensi si è fortemente ridotto²⁷. Il grafico 3 scompone il Roe delle banche inglesi ed evidenzia il contributo predominante al suo miglioramento apportato dall'effetto leva, rispetto alla redditività dell'attivo (Roa). Se «Roe is skill multiplied by luck» (Haldane, 2009b, p. 3), allora si può certamente concludere che le grandi banche inglesi sono riuscite a migliorare la propria redditività del capitale facendo leva sulla fortuna (sull'azzardo) più che sulla bravura. La crescita del Roe delle banche inglesi è stata dovuta principalmente al miglioramento apportato dall'effetto leva, rispetto alla redditività dell'attivo (Roa). Se «Roe is skill multiplied by luck» (Haldane, 2009b, p. 3), allora si può certamente concludere che le grandi banche inglesi sono riuscite a migliorare la propria redditività del capitale facendo leva sulla fortuna (sull'azzardo) più che sulla bravura.

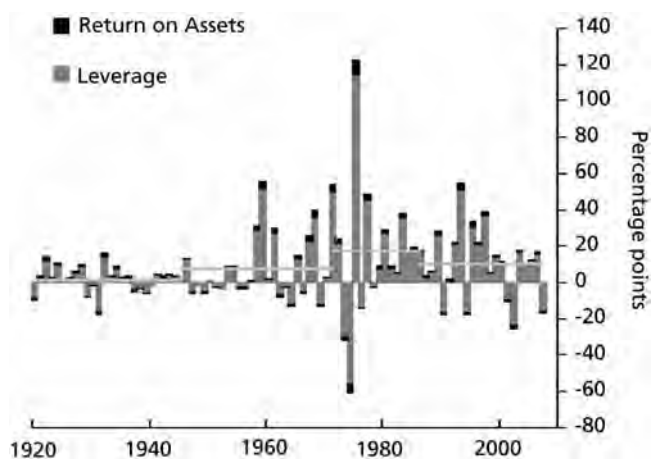
lity between banks: for Eu countries this also implies adherence to Eu competition requirements; large, and systemically significant, banks to be required to construct their own Resolution plans (Living Wills); the avoidance of any potential for stakeholders (most especially banks) to bargain for economic rents» (Llewellyn, 2010, pp. 34-35)

²⁰ Llewellyn (2010, pp. 27-28) riporta un'efficace sintesi dei problemi associati al Tbt: «- the system may be exposed to more risk, - a moral hazard is created if banks or depositors believe that a rescue will be mounted in the event of a potential insolvency [...] which may both induce such banks to take excessive risks and weaken the incentive for market monitoring of the risk-taking of banks, - it

may have the effect of creating incentives for banks to become big in order to secure Tbt rents, especially because evidence from ratings suggests there is something of a "Tbt ratings premium" [...] - competitive neutrality between banks of different size is infringed, - the tax-payer is potentially exposed to a large liability in the event of a failure of a Tbt bank: the tax-payer may be called upon to be an insurer-of-last-resort, - the possibility arises (as in Iceland) that banks might also become «too big to rescue» because of the burden placed on the tax base. The Fsa in the UK has also raised the issue that some major countries could face such problems in the event that governments were ever required to rescue the global operations of their domestic banks».

Grafico 3

Componenti del Roe annuale delle banche inglesi



Fonte: HALDANE (2009b)

a) Using year-on-year observed return on equity and observed unweighted leverage ratio to infer year-on-year returns.
 b) Grey lines show period average effect of leverage on year-on-year return on equity for 1920-1945, 1945-1971, 1971-1986 and 1986-2007.

La via dell'indebitamento era anche la più agevole da percorrere: l'aumentata concorrenzialità del settore rendeva infatti più difficile innalzare il ritorno delle attività, mentre al contrario lo sviluppo dei mercati dei capitali e l'abbondante liquidità aumentavano l'offerta di fondi e ampliavano le possibilità di accesso al credito. Infine, va osservato come le banche abbiano azionato l'effetto leva non solo accrescendo il debito a parità di capitale regolamentare, ma anche modificando la composizione di quest'ultimo. È aumentato il ricorso alle forme di capitale ibrido, come il preferred equity e i debiti subordinati ed è per contro diminuita la quota rappresentata dal capitale di più alta qualità (common equity) (Acharya, Gujral, Shin, 2009). La tavola 1 mostra come, all'interno di un campione costituito da 21 grandi banche europee e statunitensi, il capitale totale raccolto nel periodo 2000-2008 (1.764 miliardi di dollari) risultasse in realtà quasi completamente composto da debito (1.643 miliardi di dollari). L'ammontare di common equity diminuiva, a causa della distribuzione di dividendi (-24 miliardi), mentre il preferred equity faceva registrare una modesta crescita (146 miliardi).

- **Attivo più rischioso:** per migliorare la propria redditività, le

21 Così prosegue la citazione: «Over the past two decades preceding the crisis, banks in advanced countries significantly expanded in size and increased their outreach globally. In many cases, they moved away from the traditional banking model toward globally or regionally active large and complex financial institutions (Lcfs). The vast majority of cross-border finance was (and still is) intermediated by a handful of these institutions with growing interconnections within and across borders. Common trends ahead of the recent crisis included a sharp rise in leverage, significant reliance on short-term wholesale funding, significant off-balance sheet activities, maturity mismatches, and increased share of revenues from complex products and trading activities. In some important countries, regulatory ratios

Tavola 1

Capitale raccolto (21 banche; periodo 2000-2008; mld \$)

Banca	Tipo			Totale
	Com-mon	Prefer-red	Debt	Capital raised
Us Jp Morgan	22,1	1,6	97,1	120,8
Us Wells Fargo	-14,4	2,9	75,8	64,3
Us Lehman Brothers	0,8	6,3	102,6	109,7
Us Wachovia Corp,	-9,1	9,8	77,9	78,6
Us Citigroup	13,1	25,5	179,7	218,4
Us Washington Mutual	-10,9	12,3	-9,8	-8,4
Us Merrill Lynch	-0,5	13,1	165,9	178,6
Us Morgan Stanley	-15,0	3,1	159,1	147,2
Us Bank of America	-36,6	23,9	88,6	75,9
Us Goldman Sachs	-27,1	3,1	215,1	191,1
Uk RoyalBank of Scotland	11,0	19,6	21,4	52,0
Uk Hsbc	4,7	7,1	22,8	34,6
Uk Barclays Plc	-0,5	-0,4	24,3	23,3
Uk Hbos	1,1	1,5	29,4	32,0
Uk Lloyds Tsb	0,9	0,0	5,1	6,0
Europe Ikb	7,3	13,6	14,5	35,4
Europe Ubs	-2,7	0,0	135,5	132,8
Europe Credit Suisse	5,7	0,0	75,3	81,0
Europe Deutsche Bank	2,5	3,0	68,6	74,1
Europe Fords Bank	23,5	0,0	93,7	117,2
Europe Bnp Paribas	0,0	0,0	0,0	0,0
Totale	-24,1	145,8	1.642,6	1.764,4

Fonte: ANNUAL STATEMENTS OF BANKS, SEC FILINGS AND BLOOMBERG

banche hanno inoltre aumentato la rischiosità del proprio attivo, spostandolo verso investimenti più rischiosi, così da poter allargare gli spread di tasso e incrementare il margine di interesse (basta pensare allo spostamento dai mutui prime ai mutui subprime o ai titoli che avevano come sottostante tale categoria di prestiti). La strada è stata percorsa soprattutto da quelle istituzioni, come le banche statunitensi, soggette a vincoli regolamentari di leverage, ma non al requisito patrimoniale di Basilea 2, che pondera le attività in base al loro rischio. In definitiva, per massimizzare la propria redditività le banche europee e quelle statunitensi hanno usato diverse leve, in funzione delle rispettive esigenze di arbitraggio regolamentare. Le prime, come detto, hanno aumentato l'indebitamento (total adjusted assets/Tier 1 capi-

were not sensitive to the build-up of various risks and capital was inadequate or of insufficient quality to provide a buffer» (Imf, 2010, p. 5).

22 Filotto, Mottura (2010) assimilano il modello di banca in esame alla specie predatoria e dominante dentro un ecosistema biologico, destinata a marginalizzare le altre specie (gli altri modelli istituzionali: le banche pubbliche, le casse di risparmio, le banche cooperative).

23 Secondo gli autori, i tre elementi chiave del Vbm sono: «a) la creazione di valore per gli azionisti è posta come obiettivo fondamentale. Questa visione pervade l'organizzazione; b) l'ammontare del denaro degli azionisti impiegato nei diversi investimenti, linee di prodotto, strategic business unit e nell'intera organizzazione

tal) pur rispettando i limiti di Tier 1 ratio fissati dal regime di Basilea cui erano soggette. Differentemente, le banche Usa hanno incrementato il grado di rischiosità dell'attivo (risk weighted assets/total adjusted assets), a parità di volumi di impiego e quindi a parità di leverage ratio.

- *Attivo meno liquido*: oltre a minimizzare il capitale utilizzato, le banche hanno abbassato la quota delle riserve di cassa e delle attività più liquide. Le relative disponibilità sono state più convenientemente utilizzate in forme di impiego più redditizie e in grado di aumentare il margine di interesse (prestiti o titoli)²⁸. In caso di sopravvenute tensioni di liquidità, si pensava di poter contare sul mercato interbancario e su quello monetario, sempre più ampi ed efficienti, nonché sulla possibilità di cedere i propri attivi attraverso le operazioni di securitisation. Di fatto, si veniva a configurare una situazione di outsourcing della funzione di funding e di gestione della liquidità, di deintegrazione verticale del ciclo produttivo, di secondary banking (si ricorre a fonti secondarie e non originarie di liquidità) (Mottura, 2008). Oltre a ridurre la quota di attività liquide, le banche ampliavano il mismatching di scadenza, attraverso un maggior ricorso al mercato monetario (interbancario, commercial paper). Ciò permetteva di contenere i costi del funding e ampliare il margine di interesse, ma aggravava ulteriormente lo squilibrio di liquidità²⁹.

- *Dimensioni maggiori*: l'aumento delle dimensioni, oltre che dovuto alle politiche di crescita organica, M&A, diversificazione, era l'inevitabile conseguenza dell'uso delle leve sopra descritte, in particolare di quella dell'indebitamento. Inoltre, l'obiettivo centrale nei modelli Vbm è la creazione di valore per gli azionisti e questa per lo più viene misurata attraverso parametri espressi in valori assoluti anziché percentuali (EvaTM o residual income). Tali parametri premiano quindi la quantità di capitale proprio investito (dimensioni) oltre alla sua redditività unitaria (o meglio al differenziale tra quest'ultima e il costo del capitale). Di fatto, negli anni precedenti la crisi le grandi banche avevano trovato la «formula magica» per riuscire a incrementare la redditività attraverso un aumento del debito e quindi delle dimensioni del bilancio, senza ottenere effettivi miglioramen-

ti nella competitività dei propri prodotti o nell'efficienza dei processi. Una formula magica che non trovava limiti nella domanda di prestiti delle imprese, grazie alle opportunità di investimento fornite dall'innovazione finanziaria e dallo shadow banking system³⁰. Se a ciò si aggiunge il fatto che i mercati premiavano le banche più grandi in quanto le consideravano «too big to fail» (come poi i fatti avrebbero confermato), si comprende come la profitability run abbia innescato una growth run e come i due processi si autoalimentassero.

Si noti come il descritto processo di aumento delle dimensioni da parte delle maggiori banche produca due importanti effetti di natura sistemica e macroeconomica. Da un lato, esso contribuisce a incrementare il peso del sistema finanziario all'interno dell'economia (si veda il paragrafo 2), dall'altro, porta a una significativa crescita del grado di concentrazione del settore. Su tali aspetti si tornerà nel paragrafo successivo.

- *Più diversificata*: la maggiore diversificazione strategica era conseguenza, da un lato, delle esigenze di crescita dimensionale, dall'altro della comparsa di nuovi e appetibili mercati. In particolare, le più redditizie opportunità di business si manifestavano nelle attività di investment banking e di trading sui mercati, nonché nelle operazioni di finanza innovativa, (securitisation, private equity, hedge funds, ecc.). La diversificazione del mix di business, soprattutto da parte delle banche commerciali e delle banche universali, è stata solo in minima parte spinta da motivazioni tradizionali quali lo sfruttamento delle economie di scopo, il completamento della gamma dei servizi offerti ai clienti, la riduzione dei rischi in logica di portafoglio. Ha invece prevalso l'esigenza di penetrare in aree di business innovative, in rapida crescita e fortemente profittevoli.

- *Più interconnessa*: muovendo dall'attività tradizionale di deposito-impiego verso gli investimenti nei nuovi strumenti finanziari, le banche finivano per cambiare le proprie controparti di business. Alle famiglie e alle imprese si sostituivano altri intermediari finanziari o investitori istituzionali. Il funding avveniva sempre meno verso la clientela depositante e sempre più nei confronti dei mercati all'ingrosso (in-

andrebbe chiaramente quantificato. Il valore viene creato solo allorché il profitto è maggiore del costo opportunità del capitale; c) il management dovrebbe essere informato e motivato nella sua azione da metriche interne utili per la valutazione ex ante e per la misurazione ex post della performance ottenuta dagli investimenti di capitale, dalle linee di prodotto, dalla strategia aziendale e da quella di business; ciò al fine di perseguire la massimizzazione della creazione di valore di lungo termine per gli azionisti. Adeguate metriche esterne dovrebbero consentire una trasparente e accurata valutazione dei risultati passati e riflettere il potenziale per la creazione di valore futura» (Arnold, Davies, 2000, p. 9)

²⁴ Il Vbm è un modello «occidentale» anche perché dietro a esso vi è l'ideologia

del liberismo economico, secondo la quale, tra le altre cose, «l'unico tipo ammissibile di impresa è quella costituita dalla public limited company, che ha come priorità pressoché esclusiva la generazione di valore per l'azionista». Cfr. Filotto, Mottura (2010), p. 14.

²⁵ Come ci ricorda il citato caso di Northern Rock, per poter far propri i principi del Vbm e coglierne appieno il potenziale di sviluppo e di profitto, dall'inizio degli anni Ottanta molte banche cooperative si trasformano in Spa. Nel Regno Unito gran parte delle Building Societies si demutualizza e si trasforma in public listed companies. Analogamente in Italia le banche popolari, soprattutto quelle quotate, riducono via via le differenze del proprio modello di business rispetto a quello

terbancario o mercato monetario); gli attivi erano rappresentati in quota crescente da titoli cartolarizzati, derivati o linee di credito in favore di altri intermediari o dei veicoli delle operazioni di securitisation.

I rischi del nuovo modello di banca (e la sua crisi). Gli effetti connessi al nuovo modello di banca descritto nel paragrafo precedente operano sia a livello micro (singola banca) sia a livello macro (sistema).

Al primo livello, il nuovo modo di fare banca appare estremamente profittevole (proprio a tali fini esso è progettato e realizzato). È anche vero che la redditività oltre a essere alta è estremamente volatile. Ritornando al grafico 2, se prima si è sottolineato l'eccezionale incremento del Roe, ora si richiama l'attenzione sul forte aumento della volatilità (dal 2 al 6,9%). La crisi ha costituito una ulteriore prova di come gli eccezionali risultati conseguiti dalle grandi banche negli anni precedenti la stessa nascondessero in realtà livelli di rischio eccessivi. In definitiva, il nuovo modello di banca si caratterizzava per essere più redditizio e più rischioso.

A livello macro, come esito dei fenomeni descritti si assiste a un sistema bancario che è:

- *più grande*: la corsa alle dimensioni delle singole istituzioni unita al vorticoso processo di financial deepening e innovazione finanziaria menzionato al paragrafo 2 portano a un cospicuo incremento delle dimensioni del sistema bancario rispetto all'economia reale;
- *più concentrato*: l'aumento delle dimensioni del sistema si accompagna a una crescita del grado di concentrazione. Tendenzialmente tutte le banche crescono, ma quelle grandi lo fanno in modo molto più rapido³¹. Il grafico 4 evidenzia l'aumento della concentrazione del sistema bancario statunitense;
- *meno diversificata*: il modello della banca Vbm grande e diversificata tende ad affermarsi come dominante. I lusinghieri risultati di crescita e di reddito sembrano confermarne la validità. Il suo successo è dovuto anche a fattori che trovano le loro radici in comportamenti imitativi e in processi decisionali poco razionali (herd behaviour), nello sforzo di diffusione delle best practices operato dalle società di consulenza, nelle dinamiche competitive che tendono a marginal-

adottato dalle maggiori banche del sistema, operanti sotto la forma di società per azioni.

26 Coletti (2009) rileva come molte grandi banche europee mostrassero alla vigilia della crisi alti livelli sia nei capital ratios patrimoniali (risultando quindi compliant con Basilea) sia nel leverage. Ad esempio, nel dicembre 2007 Ubs aveva un leverage ratio (Total Asset/Tier 1 Capital) pari a 69 (cioè un ratio patrimoniale contabile pari a 1,45%) e un Tier 1 Ratio dell'8,8%; i valori di Deutsche Bank erano rispettivamente di 71 (1,41%) e 8,6%. Mussari et al. (2009) hanno evidenziato come nei primi nove mesi del 2008 le maggiori 30 banche europee quotate presentassero un Tier 1 Ratio medio dell'8,5% e un rapporto Tier 1/Totale attivo del

Grafico 4

Grado di concentrazione del sistema bancario statunitense



Fonte: HALDANE (2010)

Nel 1999 il Gramm-Leach-Bliley Act ha revocato i vincoli previsti dal Glass-Steagall Act.

izzare chi non si adegua al modello reputato superiore³². Una delle conseguenze negative del fenomeno descritto è legata al fatto che un sistema che presenta minore varietà quanto a scelte strategiche e modelli di business, analogamente agli ecosistemi a bassa biodiversità, è meno adattabile e resistente agli shock esterni³³;

- *più rischioso*: molti dei fattori sopra elencati (dimensioni, grado di leverage e grado di interconnessione elevati, aumento della concentrazione del mercato, riduzione della diversità) convergono nell'aumentare il rischio sistemico. Crescendo e diversificando la propria gamma di business le banche riducono il proprio rischio idiosincronico. Nello stesso tempo, però, diventano sempre più uguali tra loro e sempre più simili al sistema nel suo complesso e ciò accresce la loro esposizione al rischio sistemico. Nel caso estremo in cui le dimensioni di una banca coincidano con quelle del sistema, essa risulterebbe esposta all'intero rischio sistemico (Haldane, 2010)³⁴. Analogamente, una situazione di difficoltà che dovesse toccare una banca con tali caratteristiche avrebbe ripercussioni immediate e devastanti sull'intero settore.

La crisi finanziaria ha fornito una prova incontrovertibile della rischiosità del nuovo modello di banca.

Le banche grandi e diversificate non sono apparse più resistenti alle difficoltà, ma anzi hanno subito proporzional-

3,7% (cioè un rapporto di leva di 27). Gli istituti con i livelli più alti nel coefficiente regolamentare erano anche quelli con i valori più elevati di leva, in quanto il loro attivo era prevalentemente investito in strumenti finanziari a bassa ponderazione e il rapporto tra Rwa e totale attivo era molto contenuto. Gli autori hanno trovato una forte correlazione positiva tra la differenza tra ratio patrimoniale regolamentare (Tier 1/Rwa) e ratio patrimoniale contabile (Tier 1/Total Asset), da un lato, e l'ammontare di perdite riportate su titoli tossici, dall'altro. Ciò a dimostrazione del fatto che le banche più colpite dalle perdite sono state quelle che facevano maggior uso della leva finanziaria e presentavano un coefficiente di capitalizzazione contabile molto inferiore a quello di vigilanza.

mente un ammontare maggiore di perdite e una più elevata incidenza delle svalutazioni per unità di attivo (Haldane, 2010)³⁵. La relazione tra dimensioni e grado di diversificazione, da un lato, e volatilità dei risultati, dall'altro, si è rivelata positiva e non negativa, contrariamente alle teorie che vedono nella diversificazione strategica una modalità di riduzione del rischio di impresa.

Ciò non fa che rafforzare quell'ampio corpo della letteratura che ha indagato le relazioni tra diversificazione e performance e che ha riscontrato la prevalenza dei costi sui benefici connessi alle scelte di diversificazione (Rumelt, 1982; Jensen, 1986; Berger, Ofek, 1995; Servaes, 1996; Denis et al. 1997; Laeven, Levine, 2007; Stiroh, 2004a,b; Stiroh, Rumble, 2006; Demsetz, Strahan, 1997; Acharya et al., 2006).

Quando va in crisi l'intero sistema finanziario, i benefici della diversificazione scompaiono e il grado di correlazione tra le diverse linee di business diventa perfetto (coefficiente di correlazione uguale a 1). Più la banca è grande e simile al sistema, più gravi sono gli impatti che subisce (mentre, al contrario, una piccola banca specializzata o di nicchia potrebbe difendere meglio i propri risultati).

Si noti che un aumento nella rischiosità percepita del sistema bancario può avere effetti profondi tanto sulla morfologia del sistema finanziario quanto sui modelli di business degli intermediari.

Sotto il primo profilo, il circuito bancario si distingue da quello dei mercati proprio per la sua capacità di trattenere i rischi connessi al finanziamento dei settori in deficit, dopo averli trasformati e ridotti, così da poter emettere nei confronti dei risparmiatori finali proprie passività (depositi) percepite come risk-free. Qualora invece il rischio del credito concesso alle aziende di credito venisse percepito dai depositanti come significativamente diverso da zero, si ridurrebbe il vantaggio competitivo della tecnologia-banche nei confronti della tecnologia-mercati e si assisterebbe a una riallocazione dei flussi finanziari. L'ipotesi appare un po' scolastica, in quanto la fiducia nel pubblico delle banche resterebbe salvaguardata, entro ampi limiti, dagli schemi di assicurazione dei depositi e dall'eventualità del rifinanziamento da parte delle autorità monetarie. Se poi tale fiducia davve-

ro venisse meno, gli effetti sarebbero ben più gravi di un semplice spostamento di quote tra mercati e intermediari nella distribuzione dei flussi!

Un altro effetto di spiazzamento del circuito bancario, che riguarda il suo attivo e non il passivo, è connesso alla possibilità che le banche vengano considerate dai mercati più rischiose di molte imprese. In tal caso, crescerebbe la convenienza di queste ultime a disintermediare le banche e rivolgersi direttamente ai mercati, spuntando condizioni più favorevoli.

Dal punto di vista degli impatti sui modelli di business, l'aumento del premio al rischio richiesto dai creditori non garantiti (altri intermediari, investitori istituzionali) innalza il costo del funding delle banche. Se tale fenomeno si rivelasse durevole, potrebbe generare ripercussioni non marginali sulle scelte strategiche e sull'operatività delle banche, quali lo spostamento verso impieghi più rischiosi per difendere il margine di interesse o, all'opposto, una radicale ristrutturazione dell'attivo per ridurre il rischio e contenere i costi di funding oppure ancora lo spostamento verso attività fee-based in grado di ridurre le esigenze di finanziamento o infine un più deciso ricorso ai depositi della clientela, con conseguente aumento della competitività del relativo mercato.

Alcune (provvisorie) conclusioni. A titolo di conclusione sul tema dei modelli di business, avanziamo due suggerimenti. Essi sono molto semplici e, nello spirito di questo articolo, più che consentire di avanzare in modo decisivo sulla strada che porta alle risposte, costituiscono piuttosto una base di partenza per percorrere tale viaggio.

Innanzitutto, come già detto in precedenza, è importante che la regolamentazione valuti attentamente la rischiosità dei diversi modelli di business e agisca di conseguenza. Ciò presuppone una conoscenza adeguatamente approfondita della natura e dell'intensità dei rischi fronteggiati dai soggetti vigilati e di come essi si leghino alle scelte strategiche, di governance, organizzative.

Secondariamente, va rimarcato il valore «sociale» (sistemico) della diversità istituzionale (Filotto, Mottura, 2010; Ayadi et al., 2009, 2010; Brunner et al., 2004; Hesse, Cihak,

27 Cfr. il grafico tratto da Alessandri, Haldane (2009) e ripreso nell'articolo di M. Onado, in questo numero di *Bancaria*.

28 Come ha scritto Kay, riferendosi alla sua esperienza nel consiglio di amministrazione di HBOS, i problemi iniziarono «on the day it was decided that treasury should be a profit centre in its own right rather than an ancillary activity» (Kay, 2008).

29 «And banks resorted to using more short-term, wholesale funding. The average maturity of wholesale funding issued by banks has declined by two thirds in the UK and by around three quarters in the US over the past thirty years – at the same time as reliance on wholesale funding has increased. As a result, they have run a higher degree of maturity mismatch between their long-dated assets and short-

term funding. To cap it all, they held a lower proportion of liquid assets on their balance sheets, so they were more exposed if some of the short-term funding dried up. In less than fifty years, the share of highly liquid assets that UK banks hold has declined from around a third of their assets to less than 2% last year [...]. Banks tested the limits of where the risk-return trade-off was located, in all parts of their operations», King, 2010, p. 4.

30 «Moreover, the size of the balance sheet is no longer limited by the scale of opportunities to lend to companies or individuals in the real economy. So-called “financial engineering” allows banks to manufacture additional assets without limit. And in the run-up to the crisis, they were aided and abetted in this endeavour by

2007). Se non è possibile individuare un modello di business ottimale, se questo in realtà non può esistere se non in un'ottica di contingenza (con la conseguenza che i modelli relativamente ottimali sono tanti), ne deriva l'importanza del pluralismo strategico e istituzionale e della necessaria convivenza di diversi modi di fare banca. Banca Vbm, banca etica, banca cooperativa, finanche banca pubblica in certe particolari situazioni, banca globale, banca locale, banca diversificata, banca specializzata possono utilmente coesistere. Una volta che le autorità abbiano provveduto a fissare regole chiare e sufficientemente omogenee (per non alterare il gioco competitivo) e a porre i vincoli prudenziali minimi ritenuti adeguati (per limitare i rischi assumibili e garantire livelli sufficienti di stabilità del sistema e degli intermediari), sta alla mutevole e spesso imprevedibile dinamica competitiva del mercato decidere quali siano le soluzioni strategico-organizzative destinate ad avere successo sul mercato. E tale verdetto, sempre provvisorio e soggetto a conferma o revisione nel tempo via via che mutano le condizioni di mercato, sarà il risultato di un processo di apprendimento sociale, di sperimentazione ed esercizio dell'imprenditorialità, di trial and error.

Il pluralismo istituzionale richiamato evoca un concetto di «efficienza di completezza» del mercato che non ha riguardo tanto agli strumenti finanziari in esso scambiati, quanto alla molteplicità e diversità dei modelli di business. Tale pluralismo appare necessario per ragioni di sperimentazione, di segmentazione e di stabilizzazione. Sotto il primo punto di vista, è difficile stabilire a tavolino quale sia il modello migliore. Sotto il secondo punto di vista, la differenziazione esistente all'interno dei settori finali (diverse esigenze degli operatori economici) richiede una pluralità di intermediari con diverse vocazioni strategiche e caratteristiche operative³⁶. Sotto il terzo punto di vista, è probabile che, come per gli ecosistemi, la bio-diversità istituzionale operi come fattore di auto-regolazione del settore e di diversificazione/contenimento del rischio sistematico.

Rispetto al passato più recente, il pluralismo istituzionale merita di essere rivalutato dalla comunità scientifica, sponsorizzato dalle società di consulenza e anche protetto dalle

autorità di vigilanza. A quest'ultimo proposito, si apre forse una sfida ulteriore per il regulator: non solo valutare ed eventualmente disciplinare i modelli di business degli intermediari in funzione della loro intrinseca rischiosità, ma anche cercare di capire se esista un'architettura istituzionale del settore bancario che meglio sia in grado di rispondere all'interesse pubblico e, in tal caso e nelle forme più accorte, favorirla³⁷.

BIBLIOGRAFIA

- Acharya V.V., Hasan I., Saunders A.** (2006), «Should Banks Be Diversified? Evidence from Individual Bank Loan Portfolios», in *Journal of Business*, n. 79, pp. 1355-1412.
- Acharya V.V., Gujral I., Shin H.S.** (2009), *Dividends and Bank Capital in the Financial Crisis of 2007-2009*, Working Paper, ssn.com, marzo.
- Alessandri P., Haldane A.G.** (2009), *Banking on the State*, Bank of England, Speech, novembre.
- Arnold G., Davies M.** (2000), *Value Based Management*, John Wiley and Sons, New York.
- Ayadi R., Llewellyn D.T., Schmidt R. H., Arbak H., De Groen W.P.** (2010), *Investigating Diversity in the Banking Sector in Europe. Key Developments, Performance and Role of Cooperative Banks*, Centre for European Policy Studies, Brussels.
- Ayadi R., Schmidt R.H., Carbo Valverde S.** (2009), *Investigating Diversity in the Banking Sector in Europe. The performance and Role of Saving Banks*, Centre for European Policy Studies, Brussels, giugno.
- Bebchuk L.A., Spamann H.** (2009), *Regulating Bankers' Pay*, Discussion Paper n. 641, Harvard Law School, Cambridge (Ma), disponibile su <http://ssrn.com/abstract=1410072>.
- Berger P.G., Ofek, E.** (1995), «Diversification's Effect on Firm Value», in *Journal of Financial Economics*, n. 37, pp. 39-65.
- Brunner A., Decressin J., Hardy D., Kudela B.** (2004), *Germany's Three-Pillar Banking System. Cross-countries Perspectives in Europe*, Imf, Occasional Papers, n. 223.
- Coletti E.** (2009), «Le banche italiane e l'adeguatezza patrimoniale alla luce della crisi finanziaria», in *Bancaria*, n. 5.
- De Grauwe P.** (2008), «The Banking Crisis: Causes, Consequences and Remedies», in *Ceps Policy Brief*, n. 178, novembre.
- Demsetz R.S., Strahan P.E.** (1997), «Diversification, Size and Risk at Bank Holding Companies», in *Journal of Money, Credit and Banking*, n. 29, pp. 300-313.
- Denis D.J., Denis D.K., Sarin A.** (1997), «Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification», in *Journal of Finance*, n. 52, pp. 135-160.
- Filotto U., Mottura P.** (2010), «Le ragioni della biodiversità nell'industria bancaria. Stabilità, etica, risposte al mercato», in *Bancaria*, n. 10.
- Financial Crisis Inquiry Commission** (2011), *The Financial Crisis Inquiry Report*, Final report of the National Commission on the causes of the financial and economic crisis in the United States, Official Government Edition, 21 gennaio.
- Goldsmith R.** (1969), *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven.
- Haldane A.G.** (2009a), *Rethinking the Financial Network*, Bank of England, Speech, aprile.
- (2009b), *Small Lesson from a Big Crisis*, Bank of England, Speech, maggio.
- (2010), *The \$100 Billion Question*, Bank of England, Speech, marzo.
- (2011), *Capital Discipline*, Bank of England, Speech, gennaio.

a host of vehicles and funds in the so-called shadow banking system, which in the US grew in gross terms to be larger than the traditional banking sector. This shadow banking system, as well as holding securitised debt and a host of manufactured – or 'synthetic' – exposures was also a significant source of funding for the conventional banking system. Money market funds and other similar entities had call liabilities totalling over \$7 trillion. And they on lent very significant amounts to banks, both directly and indirectly via chains of transactions» (King, 2010, p. 4).

31 «Surprisingly, such an extraordinary rate of expansion has been accompanied by increasing concentration: the largest institutions have expanded the most [...] the asset holdings of the top ten banks in the UK amount to over 450% of Gdp

(in 2010), with Rbs, Barclays and Hsbc each individually having assets in excess of UK Gdp... in the US, the top ten banks amount to over 60% of Gdp, six times larger than the top ten fifty years ago. Bank of America today accounts for the same proportion of the US banking system as all of the top 10 banks put together in 1960» (King, 2010, p. 3). Secondo il Rapporto Finale della Commissione del Congresso Usa, la quota delle 10 maggiori banche commerciali Usa sul totale degli attivi del sistema era del 55% nel 2005, più che raddoppiata rispetto ai valori del 1990. Cfr. Financial Crisis Inquiry Commission (2011), p. xvii.

32 «Within the financial sector, diversity appears to have been reduced for two separate, but related, reasons: the pursuit of return; and the management of risk.

Hesse H., Cihak M. (2007), *Cooperative Banks and Financial Stability*, Imf Working Paper, 07/2, gennaio.

Imf, International Monetary Fund (2010), *Impact of Regulatory Reforms on Large and Complex Financial Institutions*, novembre, 3.

Itner C.D., Larcker D.F. (2001), «Assessing Empirical Research in Managerial Accounting: A Value-Based Management Perspective», in *Journal of Accounting and Economics*, dicembre, pp. 349-410.

Jensen M. (1986), «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers», in *American Economic Review*, n. 76, pp. 323-329.

Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure», in *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n. 4, pp. 305-360.

John K., John T.A., Senbet L.W. (1991), «Risk-Shifting Incentives of Depository Institutions: A New Perspective on Federal Deposit Insurance Reform», in *Journal of Banking and Finance*, n. 15, pp. 895-915.

John K., Saunders A., Senbet L.W. (2000), «A Theory of Bank Regulation and Management Compensation», in *The Review of Financial Studies*, vol. 13, n. 1, pp. 95-125.

Kay J. (2008), «We Let Down Diligent Folk at the Halifax», in *Financial Times*, settembre, 24.

- (2009), *Narrow Banking: The Reform of Banking Regulation*, Centre for the Study of Financial Innovation, London.

King M. (2010), *Banking: from Bagehot to Basel III and Back Again*, Bank of England, Speech, ottobre.

Kotlikoff L. (2010), *Jimmy Stewart is Dead: Ending the World's Ongoing Financial Plague with Limited Purpose Banking*, Wiley, London.

Laeven L., Levine R. (2007), «Is There a Diversification Discount in Financial Conglomerates?», in *Journal of Financial Economics*, n. 85, pp. 331-367.

Lewellyn D.T. (2010), *Post Crisis Regulatory Strategy: A Matrix Approach*, Suerf, Dublino, settembre.

- (2011) «Post Crisis Regulatory Strategy: Where is Pillar 4?», in *Bancaria*, n. 6.

Masera R. (2011), *The Basel III Global Regulatory Framework. A Review*, Speech alla Conferenza ABI su Basilea 3, Roma, giugno.

Mottura P. (2008), «La Northern Rock e la sua crisi di liquidità», in *Bancaria*, n. 6.

The pursuit of yield resulted in a return on equity race among all types of financial firm. As they collectively migrated to high-yield activities, business strategies came to be replicated across the financial sector. Imitation became the sincerest form of flattery. So savings cooperatives transformed themselves into private commercial banks. Commercial banks ventured into investment banking. Investment banks developed in-house hedge funds through large proprietary trading desks. Funds of hedge funds competed with traditional investment funds. And investment funds – pension, money market mutual, insurance – imported the risk the others were shedding. Basel II provided a prescriptive rule-book ensuring a level playing field [...]. The level playing field resulted in everyone playing the same game at the same time, often with the same ball. Through these channels, financial sector balance sheets became homogenised. Finance became a monoculture. In consequence, the financial system became, like plants, animals and oceans before it, less disease-resistant. When environmental factors changed for the worse, the homogeneity of the financial eco system increased materially its probability of collapse» (Haldane, 2009a, pp. 18-19). «Over the past 35 years it has seemed as if everyone in finance has wanted to be someone else. Hedge funds and private equity wanted to be as cool as dotcom. Goldman Sachs wanted to be as smart as a hedge fund. The other investment banks wanted to be as profitable as Goldman Sachs. America's retail banks wanted to be as cutting-edge as investment banks. And European banks wanted to be as aggressive as American banks. They all ended up wishing they could be back precisely where they started» (*The Economist*, 2009, p. 18).

33 «A final dimension to network robustness concerns the effects of diversity. The oceans provide a rich and lengthy test-bed of the links between diversity and robustness. Over the past millennium, studies of coastal eco-systems reveal some dramatic patterns. For around 800 years, between the years 1000-1800AD, fish stocks and species numbers were seemingly stable and robust. Since then, almost 40% of fish species across the world's major coastal eco-systems have "collapsed", defined here as a fall in population of greater than 90%. That is systemic by any metric. There appear to be many environmental reasons for this collapse, some natural, others man-made. But the distribution of this collapse across eco-systems is revealing. For species-rich – that is, diverse – eco-systems the rate of collapse has been as low as 10%: for species-poor eco-systems, as high as 60%. Diverse coastal eco-systems have proved to be markedly more robust, measured over century

- (2011), «Banche cooperative e crisi finanziaria. Forme istituzionali da valorizzare con modelli di governance appropriati», in *Bancaria*, n. 12.

Mussari G., Santoni A., Dalle Mura S. (2009), «La crisi finanziaria: cosa fare oggi e come prepararci al futuro», in *Bancaria*, n. 4.

Rajan R.G., Zingales L. (2003), *Saving Capitalism from the Capitalists*, Princeton University Press, Princeton.

Reinhart C.M., Rogoff K.S. (2009), *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton.

Rumelt R.P. (1982), «Diversity and Profitability», in *Strategic Management Journal*, n. 3, pp. 359-369.

Servaes H. (1996), «The Value of Diversification during the Conglomerate Merger Wave», in *Journal of Finance*, n. 51, pp. 1201-1225.

Stiroh K.J. (2004a), «Diversification in Banking: Is Noninterest Income the Answer?», in *Journal of Money, Credit and Banking*, n. 36, pp. 853-882.

- (2004b), «Do Community Banks Benefit from Diversification?», in *Journal of Financial Services Research*, n. 25, pp. 135-160.

Stiroh K.J., Rumble A. (2006), *The Darkside of Diversification: The Case of U.S. Financial Holding Companies*, Working Paper.

Taleb N.N. (2010), *Robustezza e fragilità. Che fare? Il cigno nero tre anni dopo*, Il Saggiatore, Milano (ed. orig. *On Robustness and Fragility, Deeper Philosophical and Empirical Reflections*).

The Economist (2009), *Greed and Fear, Special Report on the Future of Finance*, 24 gennaio.

Turner A. (2010), «What Do Banks Do? Why Do Credit Booms and Busts Occur and What Can Public Policy do About It?», in A. Turner et al., *The Future of Finance. The Lse Report*, London School of Economics and Political Science.

- (2011), *Leverage, Maturity Transformation and Financial Stability: Challenges Beyond Basel III*, Financial Services Authority, 16 aprile.

Turner A. et al. (2010), *The Future of Finance. The Lse Report*, London School of Economics and Political Science.

Woolley P. (2010), «Why are Financial Markets so Inefficient and Exploitative - and a Suggested Remedy», in A. Turner et al., *The Future of Finance. The Lse Report*, London School of Economics and Political Science.

spans. Results for large marine eco-systems suggest a similar picture. Over the period 1950-2003, the incidence of collapsed fisheries declines exponentially with species diversity. Diversity also appears to increase the resilience of fisheries – that is, the capacity to recover – in the event of collapse» (Haldane, 2009a, pp. 17-18). I rischi associati alla riduzione della biodiversità sono chiaramente messi in luce anche da Filotto, Mottura (2010) e da Ayadi et al. (2010).

34 «Larger portfolios ought to make banks less prone to idiosyncratic risk to their asset portfolio. In the limit, banks can completely eradicate idiosyncratic risk by holding the market portfolio. The "only" risk they would face is aggregate or systematic risk. But if all banks are fully diversified and hold the market portfolio, that means they are all, in effect, holding the same portfolio. All are subject to the same systematic risk factors. In other words, the system as a whole lacks diversity. Other things equal, it is then prone to generalised, systemic collapse. Homogeneity breeds fragility» Cfr. Haldane, 2010, p. 12.

35 «In the arm wrestle between diversification and diversity, the latter appears to have held the upper hand. Bigger and broader banking does not obviously appear to have been better, at least in a risk sense» (Haldane, 2010, p. 13).

36 Per fare un esempio, come sostenuto da Filotto e Mottura (2010) è testimoniao dalla storia del sistema bancario italiano, si può affermare che le banche cooperative, quelle a carattere locale, quelle che mostrano un orientamento strategico agli stakeholder e alla responsabilità sociale più che al profitto, siano tendenzialmente più efficaci della grande banca Vbm nel servire le esigenze di inclusione sociale dei soggetti marginalizzati dai circuiti finanziari oppure quelle di finanziamento dello sviluppo locale.

37 «[...] l'ingegneria della futura regolamentazione [...] si trova davanti a un vero e proprio bivio logico. Da un lato migliorare la stabilità del sistema mono-istituzionale fondato su una sola specie di banca, modificandola "geneticamente" in modo da ottenerne comportamenti coerenti con la voluta mitigazione del rischio sistemico (approccio neo-prudenziale). Dall'altro perseguire lo stesso obiettivo mediante un'ecologia di sistema, fondata sulla bio-diversità, sulla convivenza e interazione di specie diverse, e anche sull'identificazione e sulla tutela del perimetro dello utility banking, cioè delle attività bancarie connotabili come servizi socialmente, oltre che economicamente, rilevanti (approccio neo-strutturale e neo-istituzionale)». Cfr. Filotto, Mottura (2010), p. 18.