

In search of knowledge

Il ruolo del mercato finanziario, il rapporto tra banca, borsa e mercati, la difficile «arte del banchiere» sono alcuni tra i temi esplorati dal Professor Tancredi Bianchi nel corso dei suoi studi e del suo insegnamento, sempre all'interno di una visione sistemica. Questi argomenti, così come quelli legati alla stabilità degli assetti proprietari, alla recente crisi, alla governance nei gruppi creditizi, sono analizzati da Tancredi Bianchi nella lectio che qui pubblichiamo.

Tancredi Bianchi

The role of the financial market, the relationship between banks, stock exchange and companies, the «art of the banking» are among the themes explored by Professor Tancredi Bianchi during his studies and teaching, always within a systemic vision.

These topics, as well as those related to the stability of ownership, the financial crisis, governance in the banking groups, are analyzed by Tancredi Bianchi in his lectio magistralis here published.

Premessa

Ricevere in omaggio una raccolta di saggi – scritti in onore, da allievi, colleghi e amici – è sempre emozione grande, che genera commozione viva e invita a meditare sulla generosità dei sentimenti di tante persone, mosse non da un «dovere d'ufficio», ma dal volere esprimere affetto, amicizia e gratitudine a un vecchio professore, per essere stato compagno lungo la strada della ricerca scientifica. E suggerisce al lontano docente, lieto di vedersi superato in dottrina da tanti studiosi, di dire grazie dal profondo dell'anima, di cercare la via e il modo per enunciare – agli allievi diletto, agli antichi scolari, agli amici e ai colleghi – alcuni ultimi propri pensieri nel campo della comune disciplina professata, ancorché la sola lettura degli indici dei tre volumi, che oggi ricevo, mi indichi quanto profonda e vasta sia la mia ignoranza. Dico di temi della comune dottrina anche per allontanare il nodo alla gola, che in questo momento inviterebbe sia a intenerirsi, per il turbamento dei ricordi, sia a qualche lacrima di gioia e, ragionevolmente, di congedo, poiché è prossima anche l'ora del distacco, da parte mia, dopo un lungo tratto di strada percorso insieme.

Debbo un ringraziamento particolare a chi si è fatto promotore di questa raccolta di saggi: il prof. Comana e la prof.ssa Broggi; al comitato scientifico e a quello di redazione, che per brevità non elenco nei componenti – per altro a me carissimi per una lunga amicizia e fra i quali annovero miei antichi diletto scolari – ai colleghi che hanno aderito all'invito a collaborare e hanno concesso il proprio consiglio e aiuto, all'Associazione Bancaria Italiana e al Presidente della stessa, cavaliere del lavoro avv. Corrado Faissola, per averne assicurata la pubblicazione.

Il mio grazie è cordiale e pieno di affetto per il Presidente e il Rettore della Bocconi, amici e colleghi che mi onorano con la loro presenza, e per l'amico di una vita, il prof. Luigi Guatri, che così come mi fu affettuosamente vicino in occasione della mia ultima lezione accademica è ancora qui oggi con me. Un grazie anche al prof. Roberto Ruozi, che è stato, oltre che collega, mio Rettore in questo Ateneo.

1 Introduzione

Nel ventiseiesimo canto dell'*Inferno*, il canto di Ulisse, Dante fa pronunciare al-

Lectio di ringraziamento ai colleghi, ai discepoli e agli amici.
Lezione letta il 1° dicembre 2009 all'Università «L. Bocconi» di Milano in occasione della consegna dei tre volumi di raccolta dei saggi scritti «in onore» dai colleghi e amici.

l'eroe queste parole, dirette ai vecchi compagni di tante battaglie e avventure, per incitarli a superare le mitiche «colonne d'Ercole»: *Considerate la vostra semenza / fatti non foste per viver come bruti / ma per seguire virtute e canoscenza.*

Sono versi, soprattutto gli ultimi due, sottolineati dai docenti nelle scuole medie superiori, che i giovani alunni mandano agevolmente a memoria e poi restano nel subconscio di ognuno, per ritornare in varie occasioni alla mente e per essere non di rado ripetuti a chi ascolta.

Il suono del primo verso mi sovviene spesso, quando penso che la ventura mi diede per Maestro il professor Gino Zappa. Nel Suo insegnamento vi è la mia *semenza*. E resta indelebile il ricordo della prima lezione che ascoltai alla Bocconi, ormai più di sei decenni fa, allorché quello che scelsi di poi come Maestro disse agli scolari presenti: «Voi sapete che cosa studiate con me: l'oggetto della disciplina è l'azienda di cui investighiamo le regole economiche di vita». Nel 1957, con la pubblicazione del primo volume de *Le produzioni*, il prof. Zappa scriverà che «l'azienda è un istituto economico destinato a perdurare».

La semenza era gettata nella mia giovane mente; la mia aspirazione, seduto ad ascoltare il docente di notoria fama, non era solo di eleggerlo mio Maestro, ma di comprendere come si doveva studiare, cogliendo l'importanza di non prescindere mai dall'oggetto della dottrina, che avrei scelto di professare. E mi fu chiaro il sottotitolo di un libro, scritto da uno dei primi allievi con l'amorevole controllo e impulso del Maestro, che leggeva ogni parola dei manoscritti dei discepoli, correggeva e suggeriva. Mi riferisco a *La Banca. Principi di economia delle aziende di credito* di Ugo Caprara.

La semenza è l'«economia di azienda», come fu investigata e professata dalla Scuola dello Zappa e dei suoi epigoni. Penso di condividere tale punto con scolari e colleghi che oggi mi ascoltano. La ricerca scientifica riguarda molteplici campi, a ognuno spetta di scegliere la via da percorrere per giungere al traguardo di una migliore percezione e contezza dell'oggetto investigato. Abbandonare la via, per la suggestione di eleganti formalismi di altre discipline, significa solo percorrere con fatica, e con scarsa speranza di potere contribuire a nuove conoscenze, una strada ormai

non propria, giacché non praticata all'inizio della carriera accademica.

L'economia delle aziende di credito, l'economia delle banche come imprese, è disciplina che muove dai principi generali dell'economia di azienda. Questa, secondo me, è la semenza che dobbiamo considerare.

2 L'attività bancaria nella tradizione e nella legislazione

Il Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385) statuisce all'art. 10: «La raccolta del risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito costituiscono l'attività bancaria». E il successivo art. 11 precisa: «... è raccolta del risparmio l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma».

Invero, leggendo tali principi normativi, nessuno di noi trova alcunché di nuovo o di diverso rispetto a quanto appreso fin dalle prime lezioni di un corso della nostra disciplina. Nella tradizione operativa la banca è l'azienda che, per effetto dell'obbligo di rimborso dei fondi raccolti – che il legislatore classifica in senso lato: risparmio – traduce i propri debiti in strumenti di estinzione di obbligazioni, ossia in mezzi di pagamento. Di fatto, poi, l'obbligo di rimborso si completa, quando concesso dalla normativa vigente, con l'impegno di pagare i debiti nella «specie monetaria gradita dal cliente». L'obbligo di rimborso si estende, almeno nell'aspetto morale e di reputazione professionale, a tutte le forme di raccolta di fondi? La risposta alle considerazioni successive.

La tipica attività bancaria, pertanto, consiste nella raccolta di fondi con obbligo di rimborso e nel concedere prestiti, ma non si esaurisce in tali categorie di operazioni, com'è noto. Ciò che preme sottolineare, non di meno, è il punto che la raccolta di fondi quasi sempre ne trasferisce talora la proprietà, sempre il possesso, dal cliente alla banca, che diviene debitrice per il valore corrispondente e assume l'obbligazione di onorare il proprio debito, impegnandosi al rimborso. Il che involge questioni al proposito di quanto sia esteso, a varie ca-

tegorie di negozi, l'obbligo di cui si tratta, quanto meno nell'aspetto professionale, di reputazione e morale, e invita a considerare, con particolare attenzione, anche aspetti della *securitization* degli attivi bancari. A tale ultimo proposito, il caso più noto, fin dai primi passi nello studio dell'economia delle aziende di credito, è il finanziamento del credito fondiario, concretato con emissioni, sul mercato primario, di obbligazioni che una banca, nell'esperienza nazionale, o altro intermediario, nell'esperienza di realtà diverse, si impegna di fatto, se non sempre rigorosamente per impegno giuridico, a rimborsare a maturazione, quando detta condizione non derivasse dalla restituzione dei mutui. Se il processo di *securitization* non avvenisse in piena trasparenza, ricorrendo a «società veicolo», secondo tecniche note di *origination to distribution* di operazioni finanziarie, la banca non potrebbe sempre affermare, a mio parere, che i mezzi liquidi ottenuti in contropartita, ancorché in via diretta da altri intermediari, non abbiano più diritto al rimborso nell'ipotesi di mancato buon fine degli attivi trasferiti. Non potrebbe credere ed affermare che il mercato mobiliare è divenuto un sistema parallelo di raccolta di fondi, senza obbligo di rimborso. E il concretarsi e lo svolgimento della crisi bancaria internazionale nel biennio 2007/2009, avviata con la crisi dei mutui *subprime* e proseguita con varie questioni collegate, ne sono la conferma.

Ebbene, l'obbligo del rimborso dei fondi raccolti, sia sotto forma di depositi sia in altra forma, deve essere al fondamento del nostro insegnamento, dei principi di gestione dell'impresa banca e delle connesse regole di *asset and liability management* delle aziende di credito. A tale conclusione ci invita, ripeto, la considerazione della nostra *semenza*.

Il buon governo dell'*asset and liability management* è, in sostanza, e secondo gli insegnamenti della nostra Scuola, la coerenza tra coordinazioni economiche e finanziarie di gestione. Le coordinazioni economiche, affinché la gestione dell'impresa produca alla fine un reddito monetario, presuppongono che gli attivi non corrispondano, se non cartolarizzati, – per durata, prezzo e ammontare – ad alcuna classe e categoria di passivi e che, nel complesso, gli attivi siano più rischiosi, e pertanto potenzialmente più fruttuosi, dei passivi, che la banca vuole e deve indicare di sicuro buon fine. La

compensazione tra le differenze di rischiosità e di grado di liquidità tra attivi e passivi è assicurata dalla adeguatezza dei mezzi di diretta pertinenza: i capitali propri. Grandezza economica e patrimoniale, che non solo garantisce, con l'assorbimento di perdite non previste, la puntuale esecuzione delle obbligazioni collegate con le varie categorie di passività, ma fa sia da volano sia da ammortizzatore per consentire le variazioni del processo di *asset and liability management*, suggerite e/o imposte dal mutamento delle coordinazioni economiche, in virtù dei cambiamenti delle condizioni esterne di ambiente. È anzi noto che l'ottimizzazione delle coordinazioni finanziarie per mezzo dei capitali di rischio influisce, in positivo, sul moltiplicatore creditizio della singola banca.

Nella nostra *semenza*, nei principi della Scuola, le funzioni dei capitali propri, di rischio, sono pertanto di primo rilievo e molteplici, di vario peso nel corso del tempo, ma se si concreta l'adeguatezza delle risorse di cui si tratta, presupposto di ogni efficace forma di vigilanza prudenziale nel caso delle aziende di credito, si può con alta probabilità allontanare il pericolo che condizioni non di equilibrio – economico, finanziario e patrimoniale – di una singola banca possano tradursi in «infezioni» per un intero sistema creditizio. Di qui il tradizionale favore della nostra Scuola per forme di vigilanza bancaria prudenziale.

3 La funzione monetaria dei debiti bancari e la disciplina pubblica dell'attività bancaria

L'obbligo di rimborso dei fondi raccolti, anche con pagamento, se concesso dall'ordinamento, nella specie monetaria gradita dal cliente, e, in ogni caso, nella moneta numeraria a corso legale nell'area operativa della banca, assegna ai debiti bancari una funzione monetaria. Di qui la quasi ovvia necessità che l'attività bancaria sia sottoposta a pubblica disciplina, a regole di gestione, affinché quella funzione monetaria sia assolta con il massimo di affidabilità, sì che il ricorso alla moneta bancaria nel regolamento degli scambi sia per norma giudicato equivalente all'uso della moneta legale.

Per solito, come ricordato, i prestiti sono negoziati dalle banche a condizioni economiche più convenienti di quelle applicate ai fondi raccolti; finanziare gli attivi con i depositi, ricorrendo al massimo all'effetto di «leva», è sempre parsa una via in grado di ottimizzare il *return on equity* (Roe). Tutte le analisi al proposito delle crisi bancarie portano, non di meno, alla deduzione, accolta dai principi di vigilanza prudenziale, che l'adeguatezza dei capitali propri sia una presupposto irrinunciabile per la stabilità di lungo periodo delle banche. Tale ultima condizione, a sua volta, si congiunge con il pieno assolvimento della funzione monetaria dei debiti bancari. Già la prima legge bancaria italiana del 1926 enunciava qualche principio in ordine all'adeguatezza dei mezzi propri. Gli studi più recenti di *asset and liability management* chiariscono meglio gli aspetti in discorso.

La crisi bancaria e finanziaria internazionale, emersa nell'estate 2007 e in via di graduale superamento, ha offerto l'occasione agli studiosi di vivere direttamente un caso di studio spesso solo meditato sui testi. Essa ha dimostrato che le banche entrate in difficoltà, sia in America, sia in Europa, avevano cercato di rendere (relativamente) massimo il Roe, con una visione speculativa di breve periodo, cercando di eludere il principio dell'adeguatezza del capitale proprio. Tali criteri non sono nella nostra *semenza*. Nella quale troviamo, invece, il germe prezioso della definizione dell'azienda come istituto economico destinato a perdurare, quindi dell'analisi delle condizioni di equilibrio – economico, finanziario e patrimoniale – di lungo periodo, come fondamento della investigazione dell'economia di uno specifico tipo di impresa.

La funzione monetaria dei debiti bancari è al fondamento dell'attività bancaria: la continuità di tale funzione è alla radice della reputazione di una banca. La esperienza insegna che è irrinunciabile sottrarsi alle tentazioni di favorevoli condizioni di equilibrio di corto termine, non sostenibili nel medio/lungo andare, se si vuole assicurare, nel tempo, la centralità delle banche nel sistema dei pagamenti e che le stesse siano enti destinati a perdurare in condizioni affermabili di equilibrio, in guisa che da ciò derivi, e permanga, la loro *reputation*. Ciò è vero anche per una banca centrale.

È poi altro punto fermo, nella dottrina e nella pratica, che la funzione monetaria dei debiti bancari debba connettere in «sistema», nel pieno concetto etimologico del termine, tutte le imprese bancarie. Orbene, tra la ricerca di rendere massimo il Roe, con una dotazione contenuta di mezzi di diretta pertinenza, e di rendere minimo il rischio di insolvenza con una robusta immissione di capitali propri, sta la realtà della «sana e prudente gestione». La quale, pertanto, non presuppone l'assenza del rischio di impresa, ma una consistenza di capitali di diretta pertinenza nella proporzione ordinaria almeno, di medio periodo, dei pericoli di perdita sugli attivi, di guisa che risulti normalmente salvaguardato il principio dell'obbligo di rimborso dei fondi raccolti, alla base della funzione monetaria dei debiti bancari e si possa concretare una consapevole variabilità del processo di *asset and liability management*. I mezzi propri sono insieme un *buffer* di solvibilità e un ammortizzatore e un volano per le variazioni delle coordinazioni di gestione.

Chi cerchi di massimare il reddito di esercizio di una banca con il minimo di capitali propri appare come colui che enuncia la legge del «minimo mezzo», nei termini, errati, di ottenere il massimo risultato con il minimo di risorse; mentre la nota legge economica precisa che bisogna puntare al massimo risultato, date le risorse a disposizione, oppure che bisogna perseguire un dato risultato con il minimo di risorse possibili.

Credo possa tenersi altrettanto per fermo un altro punto: se la funzione monetaria dei debiti connette in sistema le imprese bancarie, bisogna evitare che le difficoltà di una singola banca si traducano in contagio epidemico per il sistema stesso. Ciò presuppone solidarietà all'interno del sistema, per cui in tale ambito si debbono ritrovare le risorse per superare le difficoltà di una singola o di singole banche, nonché l'accettazione del principio, che pare a prima vista grossolano, come si pensa comunemente per molti dati statistici, che i pericoli medi/normali di perdite sugli attivi bancari vadano calcolati a livello di sistema e non di singole banche, come invece vorrebbero soprattutto le maggiori aziende di credito, le quali, con la tesi che le dimensioni operative possano avere un effetto di riduzione del rischio

economico complessivo di gestione, sono riuscite a fare prevalere tale pensiero in sede di criteri internazionali di vigilanza prudenziale. Anche a tale proposito, l'insegnamento della crisi bancaria e finanziaria internazionale, emersa nell'estate 2007, può ammaestrare. E la nostra *semenza* conferma nel convincimento suddetto.

4 La stabilità degli assetti proprietari

Premesso, pertanto, che nella logica dell'attività bancaria vi è l'obbligazione di rimborso dei fondi raccolti in varie forme, e che tale impegno si estende, almeno per qualche tempo secondo me, come principio di reputazione professionale e morale, anche alle risorse raccolte in virtù di processi di *securitization* degli attivi o reperite fiduciarmente per essere gestite o per altri scopi; premesso altresì che la condizione precedente trova base di affidabilità in un'adeguata consistenza di capitali propri, chiave di volta per convenienti coordinazioni finanziarie ed economiche nella continuità della gestione; giova chiedersi quali siano i più vantaggiosi assetti proprietari di una banca e quale grado di stabilità debbano avere.

La proprietà pubblica, connessa con la sprivattizzazione dei sistemi bancari, è espressione di massima stabilità degli assetti proprietari, indica l'indiretta malleveria che i debiti bancari saranno sempre onorati. È però di grande e grave ostacolo alla variabilità dei processi e delle combinazioni produttivi e in più introduce fattori politici nelle scelte e negli indirizzi di gestione. Volge, come esperienza dimostra, a condizionare i vertici amministrativi delle banche, sovente riducendoli a «funzionari del consenso» politico a certi indirizzi in campo economico. La proprietà pubblica preferisce forme di vigilanza strutturale, in luogo di regole prudenziali; alla fine, secondo esperienza, porta i sistemi bancari a non essere concorrenziali e competitivi, a divenire alquanto inefficienti e, in ogni caso, ad essere poco innovativi.

All'estremo opposto vi è la totale proprietà privata delle banche, alla quale si addicono forme e regole di vigilanza prudenziale, fondate su norme certe e oggettive, miranti ad assi-

curare alta probabilità di rimborso dei fondi raccolti, nella forma di depositi o altra, coerenti con le coordinazioni di gestione attuate e con le situazioni in essere di *asset and liability management*. Una vigilanza coordinata sul piano internazionale, data l'integrazione dei mercati monetari e finanziari, basata su condizioni pronte di adeguatezza dei capitali propri di rischio. Una disciplina delle relazioni tra banche e mercati mobiliari in modo che l'obbligazione di rimborso dei fondi raccolti, in varie forme, non sia elusa e trasferita alle situazioni di liquidità e di prezzo dei secondi, nell'immaginata formazione di un circuito parallelo di raccolta di fondi e di aggiramento delle norme di adeguatezza dei capitali propri e del principio dell'obbligo di rimborso. Circostanze che si desumono dall'esperienza della crisi finanziaria, esplosa nel 2007.

Ebbene, anche l'esperienza e l'insegnamento, derivanti da detta crisi internazionale, suggeriscono che la dinamica delle grandezze monetarie e finanziarie, e la necessità di un certo grado di remunerazione monetaria annuale dei capitali di rischio, prospettino che l'autofinanziamento da utili netti non distribuiti ben raramente, a lungo andare, sia sufficiente per assicurare fisiologiche condizioni di crescita di una banca, coerenti e compatibili con l'evoluzione delle situazioni d'ambiente e dei mercati, nel puntuale rispetto delle norme di vigilanza prudenziale, in un contesto di mercati integrati e di globalizzazione economica.

Necessita, pertanto, fermare l'attenzione sul come perseguire la stabilità dei capitali di controllo nel tempo, data l'occorrenza, alla lunga, di nuovi conferimenti di capitali di rischio, sia per consentire il rigoroso rispetto dei principi di vigilanza prudenziale, sia per permettere la crescita delle dimensioni operative nell'ampliato orizzonte spazio-temporale dell'attività bancaria. La presenza nel capitale delle banche e il ruolo degli investitori istituzionali con visioni di lungo termine sono fondamentali. La risposta errata è quella per cui i *managers* antepongono la tutela degli *shareholders* a quella, complessiva e armonizzata, di tutti gli *stakeholders*.

È condizione utile, ma non sufficiente, che tra gli azionisti di riferimento siano annoverati investitori istituzionali, in grado, a loro volta, di mobilitare nuovo risparmio per collocamenti a titolo di capitale. Il presupposto in discorso tira a

divenire sufficiente se l'ottica temporale degli investitori di cui si tratta inclina verso il lungo termine.

Agevole comprendere che occorra una politica di continuità negli equilibri economici delle gestioni bancarie, congiunta con una remunerazione dei capitali di rischio, con dividendi in contanti e con aumenti gratuiti di capitale sociale, che premi l'ottica di lungo periodo degli azionisti. Secondo la nostra *semenza*, l'intelligente combinazione: del *pay out* sotto forma di dividendi monetari; dell'autofinanziamento diretto per ritenzione di utili netti; dell'autofinanziamento mediato con distribuzione di utili in azioni; è la via maestra per una politica di relazioni con i soci che prospetti convenienti condizioni di lungo periodo, atte alla graduale variazione dei capitali di controllo e al rinnovo delle partecipazioni di minoranza, il tutto nel contesto di possibile mobilitazione di nuovi conferimenti a titolo di capitale.

La saggezza sta nel comporre le antitesi dei potenziali conflitti di interesse tra tutti gli *stakeholders*; l'imprudenza sta nel privilegiare l'unilateralità degli interessi degli *shareholders*, ricercando, a tal fine, il rispetto non puntuale delle norme di vigilanza prudenziale; la saggezza, ancora, sta nel non introdurre operazioni rischiose, di pura sorte, come molti prodotti finanziari derivati, nelle relazioni di clientela, alla caccia di ricavi per commissioni e provvigioni; l'imprudenza sta nel perseguire alti gradi di redditività non sostenibili nel medio/lungo termine. Giacché, secondo la nostra *semenza*, le banche sono istituti economici destinati a perdurare.

Leggendo in filigrana molte considerazioni precedenti, si possono rilevare parecchi errori al fondamento della crisi esplosa nell'estate 2007.

L'esperienza pare dimostrare che una banca necessiti di nuovi conferimenti di capitali propri, nel puntuale rispetto delle norme di vigilanza prudenziale, soprattutto se la crescita dimensionale fosse determinata da acquisizioni di altre banche, salvo che siano di modeste dimensioni rispetto a quella acquirente. Ancora, una continua politica di autofinanziamento, anche particolarmente acuta, per esempio con un *pay out* per dividendi non superiore alla metà degli utili netti, consente una crescita via acquisizioni di solito alquan-

to discontinua, non sempre in armonia con le convenienti occasioni di mercato in materia. D'altro canto, la crescita dimensionale mediante acquisizioni e fusioni può risultare vantaggiosa in vista: di economie di scala; di sinergie di costi e di ricavi; di integrazione e di sviluppo di combinazioni produttive; di innovazione di coordinazioni economiche e finanziarie; di risposta alla progressiva integrazione dei mercati monetari e finanziari; di crescente affermazione del processo di globalizzazione economica; e così via. Crescere di dimensioni aggirando le norme di vigilanza prudenziale, rinviando a tempi migliori nuovi conferimenti a titolo di capitale, è invece un grave errore in ordine alla sostenibilità nel tempo delle coordinazioni di gestione.

Secondo esperienza, la stabilità e la continuità degli assetti proprietari, pur nell'osservanza pronta delle norme di vigilanza prudenziale, nel caso delle banche, non pare, di per sé, un fattore di limitazione nelle scelte strategiche di gestione, che, se concretate, comportino successive operazioni di finanza straordinaria.

Nel caso dell'impresa banca va ribadito un aspetto non commendevole nella recente crisi finanziaria: ossia i possibili vantaggi – in termini di agevolare la stabilità degli assetti proprietari e di aumentare nel breve periodo il grado di *return on equity*, le dimensioni operative e i compensi per i *managers* – connessi con un aggiramento degli obblighi di vigilanza prudenziale in materia di adeguatezza dei mezzi propri. Tali tipi di scelte non possono essere cifra del buon insegnamento della *semenza* della nostra disciplina.

5 **Origination to distribution. Qualche riflessione sulla crisi emersa nel 2007**

Torniamo alla *securitization* degli attivi bancari, come forma di raccolta di fondi, alla base delle tecniche per originare, al fine della distribuzione, prodotti finanziari. La figura dell'*originator*, ossia del promotore di un prodotto finanziario, come, per esempio, il mutuo immobiliare, il quale abbia per obiettivo la cartolarizzazione di detto prodotto per la distribuzione frazionata del medesimo, ottenendone il rifi-

nanziamento, o, se possibile, anche il diretto finanziamento, è nota, nella pratica bancaria e finanziaria anglo-americana, da lungo tempo. Gli istituti di credito fondiario e le casse di risparmio sono colà qualificati, di norma, come «banca *originator*», giacché concedono prestiti ipotecari, li raggruppano in *pool* per rivendere il tutto a investitori istituzionali, che, a loro volta, li collocano sotto forma di obbligazioni rappresentative dei mutui in discorso.

La letteratura di lingua inglese precisa che il processo di conversione di prestiti di varia specie in *securities* negoziabili è noto come *securitization*. I prestiti ipotecari, di credito fondiario, costituiscono l'esempio più noto, ma la *securitization* (cartolarizzazione) può riferirsi a crediti commerciali, a crediti al consumo, a prestiti di credito edilizio sulla casa, per ristrutturazioni o altro, e via elencando. Il raggruppamento di tali crediti fa prevedere, quando giunti a maturazione e a buon fine, flussi di cassa per interessi e quote capitali; tali flussi possono assicurare il servizio di un prestito obbligazionario corrispondente, che compendia gli accennati crediti cartolarizzati. Una società *conduit* può darsi carico della gestione dei flussi monetari in entrata e in uscita.

Ovvio, il descritto processo di *securitization* gioverebbe alle banche e agli intermediari creditizi in genere per liquidare anticipatamente classi di attivi e poterne negoziare altri. La questione è però un'altra: le obbligazioni rappresentative dei crediti cartolarizzati dall'*originator* restano, per via diretta o mediata, debiti di tale ultimo, almeno per qualche tempo? L'emissione e il classamento di detti titoli sono una forma di raccolta di risparmio, per cui l'intermediario emittente avrebbe l'obbligo di rimborso, secondo la disciplina dell'attività bancaria?

La risposta ai due quesiti, considerando la nostra *semenza*, dovrebbe essere affermativa, non ostante la pratica mostri assolutamente frequente il caso che la banca *originator* operi per mezzo di società veicolo, costituite *ad hoc*, e che l'obiettivo sia quello di affermare che le obbligazioni siano *asset backed securities*, la cui contropartita sia una massa di prestiti, in particolare di mutui ipotecari. Il che presupporrebbe, però, in ogni caso, totale e piena trasparenza in ordine alla natura, alla durata, ai rischi dei crediti raggruppati, sì che

possa reputarsi che le obbligazioni emesse siano la contropartita di un insieme di prestiti cartolarizzati *pro soluto*.

Non è nostro compito disquisire in termini giuridici in merito agli effetti finali di un processo di *securitization*. La nostra *semenza* ci dice di insegnare che le obbligazioni emesse, direttamente o per via mediata, da una banca, per concretare quel processo, hanno un diritto (privilegiato) al rimborso, giacché, quando escono dal circuito degli investitori istituzionali, sono una forma alternativa di raccolta di risparmio.

Le precedenti considerazioni escludono che la crisi bancaria internazionale, emersa nell'estate 2007 negli Stati Uniti, e dapprima definita come crisi dei mutui *subprime*, abbia radici in procedure finanziarie non note. Essa, non di meno, palesa tre carenze.

La prima, di *vigilanza prudenziale*. Il processo di *securitization* di attivi bancari non trasferisce i rischi dalla banca al mercato in via definitiva, salvo, forse, che avvenga in completa e totale trasparenza, comunicate e note al mercato le caratteristiche (durata, modalità di restituzione, probabilità di perdite, ecc.) dei crediti messi in *pool* e poi rappresentati da emittende obbligazioni, con caratteristiche coerenti e compatibili rispetto allo stesso insieme di prestiti. Tuttavia, di fatto, soprattutto ricorrendo a società veicolo, ma anche a banche di investimento non soggette a vigilanza prudenziale, si è concretato un aggiramento delle norme di controllo, con conseguente carenza di capitali propri delle banche *originator*.

La seconda inadeguatezza riguarda un *eccessivo ricorso alla securitization* nell'errato convincimento che, reputati trasferiti in via definitiva i rischi degli attivi cartolarizzati, le collegate commissioni di *origination* potessero considerarsi ricavi di competenza esenti da qualsiasi pericolo, ossia anch'essi certi e definitivi nell'ammontare. In tal modo, l'azione di *originate to distribute* di mutui ipotecari, in particolare se concretata con società veicolo, è apparsa come simile e prossima a un'attività quasi «classica» di *merchant banking*. Si è alimentato, o si è creduto di aver così operato, un mercato di investimenti in obbligazioni rappresentative di prestiti, in un primo tempo soprattutto di crediti fondiari.

La terza lacuna deriva da un ricorso eccessivo alla così detta *trasformazione delle scadenze*. Nel convincimento, errato, che l'attività bancaria si dimostrasse di alto livello se, anziché raccogliere fondi con obbligo di rimborso e concedere prestiti, fosse quella di ideare e promuovere (*originate*) operazioni di finanziamento da raggruppare e rivendere poi frazionate sul mercato (*to distribute*) con emissioni di obbligazioni rappresentative di quei crediti, e che il mercato mobiliare primario assicurasse il finanziamento del tutto, anche rinnovando a maturazione i titoli alla base dell'attività di *distribution*. Si è così giunti al convincimento di poter conseguire ricavi unicamente o in larga misura sotto forma di commissioni di *origination*, senza occorrenze di capitali propri né di un indebitamento diretto, ottimizzando al meglio il Roe. L'incentivo per massimare il Roe, essendo fondato sul convincimento di trasferire con la *securitization*, in via definitiva, al mercato i rischi inerenti ai prestiti, si è congiunto con la reputata alta probabilità di poter conservare una circolazione complessiva di obbligazioni, mediante successive emissioni, e di potere giovare dell'inclinazione verso l'alto della curva dei rendimenti finanziari, collocando le obbligazioni medesime a saggi più bassi, giacché di durata minore, rispetto a quella dei mutui.

La crisi ha dimostrato: (a) l'immaginato possibile aggiramento delle norme di vigilanza prudenziale si fonda sulle errate ipotesi che la *securitization* significhi vendita di crediti «senza garanzia» e che se la banca *originator* non sia l'emittente diretta delle obbligazioni di compendio, rischi e pericoli siano tutti a carico degli obbligazionisti; (b) l'eccessivo ricorso a processi di *securitization* si traduce in una crescente carenza di capitali propri delle banche, sempre meno in grado di salvare la propria reputazione e la propria solvibilità se dovranno in qualche modo pagare il mancato buon fine degli attivi cartolarizzati; (c) il ricorso sistematico a processi di *securitization* induce a essere meno vigili al proposito dei rischi e dei pericoli dei prestiti negoziati, il che nuoce, alla fine, alla *reputation* delle banche; (d) l'eccessivo ricorso alla trasformazione delle scadenze, per moltiplicare di fatto la capacità di concedere prestiti, ha generato man mano un crescente rischio di liquidità, erroneamente reputato come trasferito anch'esso al mercato mobiliare.

La crisi, iniziata nel 2007, ha coinvolto direttamente le maggiori banche, in grado di poter raggruppare e rivendere ammontari rilevanti di prestiti di varia natura, ancorché principalmente ipotecari, ritrovando così le risorse liquide per altri crediti; capaci di poter partecipare a sindacati di collocamento delle obbligazioni su piano internazionale e di utilizzare al massimo società veicolo dato il proprio *placing power*.

Rivendere sistematicamente e con continuità prestiti, senza effettiva possibilità di *due diligence* da parte dei compratori, e credere di averli ceduti «senza garanzia», penso sia pura illusione, se si vuole tutelare la propria reputazione. Non prevedere un coefficiente patrimoniale per gli attivi bancari di cui si tratta, credo sia un errore di vigilanza. Pensare che se si concreta una crisi, e conseguentemente cadono anche i profitti bancari e finanziari, sia tempestivamente possibile ottenere conferimenti a pareggio dei capitali propri carenti, reputo sia una speranza sostanzialmente vana. Salvo consentire mutamenti di assetti proprietari delle maggiori banche, a prezzi particolarmente scontati.

La nostra *semenza* ci ricorda che i capitali propri delle banche non solo debbono essere mobilitati anche in proporzione alle cartolarizzazioni promosse, ma che una banca bene amministrata dovrebbe avere mezzi di diretta pertinenza oltre il limite richiesto, nella situazione contingente, dalle norme di vigilanza. E la nostra *semenza* ci ricorda ancora che il ricorso alla *leva* finanziaria, con i collegati crescenti rischi di liquidità, non è sempre condizione utile, né tanto meno sufficiente, per la continuità e la relativa stabilità dei profitti a lungo termine.

La crisi iniziata nel 2007 ci insegna però anche un'altra cosa. Quando il processo di *securitization* si concreta con emissioni di obbligazioni, che debbono essere rinnovate più volte per divenire coerenti con la durata e le caratteristiche dei prestiti cartolarizzati, quel processo diviene altamente rischioso e fragile, dannoso per la *reputation* delle banche. La trasformazione delle scadenze è, secondo la nostra *semenza*, da attuare con ponderata prudenza e i pericoli di liquidità, che sottintende, debbono essere pareggiati da convenienti accantonamenti e riserve. Il consapevole *asset and liability ma-*

agement è una condizione irrinunciabile nel buon governo dell'attività bancaria.

Infine, la dimensione con cui la crisi si è concretata prova che le radici di essa non sono recenti, ma che hanno ritrovato terreno fecondo nel credere che l'integrazione e la crescita dei mercati mobiliari potesse determinare un circuito parallelo della raccolta bancaria e della crescita dei prestiti negoziati attraverso la *securitization*.

6 I nessi tra la banca e il mercato mobiliare

La considerazione della nostra *semenza* mi riporta al pensiero del mio Maestro, allorché mi disse che studiare la banca senza considerare il mercato di borsa era una via per immisericordie la ricerca nel campo. Ma ciò non già a motivo che il mercato mobiliare potesse essere un circuito parallelo della raccolta bancaria, ma a cagione del fatto che i finanziamenti delle imprese – affinché per esse perdurino condizioni di equilibrio economico, finanziario e patrimoniale – debbono congiuntamente attingere, in proporzioni varie e mutevoli nel tempo, sia alla fonte del credito bancario e finanziario, sia a quella del credito mobiliare e dell'emissione di *securities*, principalmente di azioni e di obbligazioni. Vivente il Maestro, il processo di *securitization* degli attivi bancari non era oggetto particolare di investigazione accademica nei nostri Atenei, salvo con riferimento al credito fondiario, tema magistralmente studiato già settanta anni fa da Giordano Dell'Amore.

I nessi tra l'operatività delle banche e i mercati mobiliari sono molteplici. Le banche debbono potere agire in proprio sul mercato secondario delle *securities*; possono essere emittenti, sul mercato primario, di valori mobiliari di debito e di valori per effetto di *securitization* degli attivi, ma non negando l'impegno di rimborso dei fondi ricevuti in contropartita, almeno per qualche tempo; possono promuovere, soprattutto se di maggiori dimensioni, l'accesso al mercato primario dei propri clienti, emittenti di azioni e di obbligazioni; possono operare, se non in conflitto di interessi, sul mercato secondario per l'attività di *asset management*; possono essere

emittenti e negozianti di prodotti finanziari derivati, ma solo per cercare il pareggiamento di rischi della clientela affidata, purché trattasi di pericoli ragionevolmente probabili, onerosi in caso di sinistro; non debbono essere emittenti di prodotti finanziari derivati che siano per la controparte, ancorché consapevole e informata, pure «scommesse» o quasi, giacché puntare sulla sorte non è attività bancaria; e così via.

Sempre secondo la nostra *semenza*, il buon fine dei prestiti bancari poggia sulla capacità di reddito dei debitori. E tale capacità non è indipendente, tra l'altro, dalla combinazione, per qualità e quantità, delle fonti di finanziamento alle quali ricorrono o possono attingere i clienti sovvenuti dalle banche.

Ai fini delle nostre considerazioni sull'attività bancaria si deve però considerare se e in che modo rientri in essa il *corporate* e l'*investment banking*.

Nell'esperienza statunitense, gli intermediari, che si dedicano principalmente a operazioni di finanza straordinaria delle imprese o degli enti clienti, e curano per essi emissioni mobiliari di «mercato primario», o siano essi stessi emittenti di *securities*, anche al servizio di una propria attività di *asset management* o di cartolarizzazioni di attivi bancari, non rientrano, fino ad oggi, nella categoria delle banche che si applicano a operazioni di credito commerciale e/o finanziario e che raccolgono depositi. Solo tali ultime sarebbero enti vigilati.

Sorgono due questioni. La prima, se sia vantaggioso che il *corporate* e l'*investment banking* siano attività distinte da quella creditizia in senso stretto o possano anche essere divisioni di banche universali. La seconda, se tali attività, proprio perché mobilitano risorse in prevalenza sul mercato mobiliare primario, debbano sottrarsi alla vigilanza bancaria ed essere eventualmente sottoposte a forme diverse di controllo.

L'esperienza europea continentale si differenzia, come noto, da quella statunitense. La mia personale opinione è che il *corporate* e l'*investment banking* debbano essere distinti dall'attività creditizia in senso tradizionale, ma debbano essere sottoposti a rigorosa vigilanza, coordinata con quella bancaria *stricto sensu*.

Nell'attività bancaria andrebbe invece ricompresa quella sul mercato mobiliare secondario, mentre si pongono non

pochi problemi di conflitto di interessi per l'azione delle banche nell'*asset management* e, più in generale, nelle rilevanti gestioni patrimoniali.

La ricchezza affidata in gestione alle banche richiede l'impegno di tutelarne il valore nel tempo, quanto più ampio sia il grado di discrezionalità concesso all'intermediario gestore. Impone anche di sapere dimostrare la disponibilità, di ogni singola banca operante nel campo, di abilità e di capacità professionali, sorrette da un'adeguata raccolta, elaborazione e interpretazione di informazioni e di conoscenze.

La ricchezza mobiliare affidata in gestione non può tornare al mandante a semplice richiesta. Pur non consentendo al gestore di indebitarsi, essa può assimilarsi, per taluni aspetti, al patrimonio di un'azienda affidata ad amministratori, i quali, pur fruendo di ampi gradi di discrezionalità nelle scelte operative, hanno l'obbligo morale e professionale di conservarne almeno il valore nel tempo. Il vincolo temporale del mandato a gestire è nella nostra *semenza*. Altrettanto l'impegno reputazionale di sapere restituire in valore quanto affidati. L'*asset management* non comporta un'obbligazione di mezzi, come usa dire, ma di risultato.

Nell'*asset management* molto numerosi sono i possibili conflitti di interesse. Da considerare con la massima attenzione i giudizi di analisti e di agenzie di *rating*. Il *wealth management* è bene sia un'attività distinta e vigilata, almeno a mio parere.

7 La governance nei gruppi creditizi

Molti commentatori dei fatti inerenti alla crisi iniziata nell'estate 2007 giungono all'affermazione che sia vantaggioso e conveniente che i banchieri tornino a fare i banchieri! Credo che taluni tipi di operazioni e di attività, non propriamente nella tradizione delle banche, ancorché universali, debbano concretarsi in modo distinto. Il banchiere *bon à tout faire* non è una categoria concreta.

Il che richiama l'importanza di considerare anche i problemi di *governance* dei gruppi creditizi. È mia opinione che molte questioni sollevate nei commenti e nelle riflessioni degli ul-

timi due o tre anni possano e debbano essere interpretate anche in termini di corretta *governance* dei gruppi creditizi.

I principi legislativi al proposito sono contenuti negli articoli 2497 e seguenti fino al 2497 *septies* del codice civile. Ma per quanto attiene ai casi concreti di giudizi critici sui *managers*, occorre pure chiedersi quale sia l'ampiezza dei compiti che il legislatore intende affidati agli amministratori e che questi, come collegio, a loro volta possono delegare. È evidente che sia improprio esprimere opinioni giuridiche da parte di economisti aziendali, i quali possono solo enunciare concetti in ordine a ciò che la propria disciplina considera più opportuno e funzionale.

Secondo la nostra *semenza*, agli amministratori di una impresa spetta il compito di gestire al meglio un patrimonio, variandone la composizione, affinché accresca, o mantenga almeno, il proprio valore nel tempo e dia frutti congrui per un compenso periodico ai titolari dello stesso. Non compete agli amministratori, senza preventivo mandato, di intraprendere operazioni e scelte che trascinino successivamente i soggetti giuridici dell'impresa a soluzioni obbligate, onerose. In altre parole, ancorché agli amministratori siano conferiti poteri di ordinaria e di straordinaria amministrazione, il confine operativo è segnato, in carenza di apposito mandato, dal non concretare scelte che impongano successive operazioni di finanza straordinaria, onerose per gli *shareholders*. Inoltre, gli amministratori debbono sempre ricercare la tutela di tutti gli *stakeholders*, con bilanciamento coordinato degli interessi contrapposti, senza privilegiare, in contrasto, gli *shareholders*. L'art. 2497 *ter* del cod. civ. va letto, al proposito, con particolare attenzione.

Nell'amministrare un'impresa, ancorché con poteri delegati, è bene applicarsi all'innovazione sia dei processi produttivi sia dei prodotti, senza tuttavia superare i confini segnati, nel caso delle banche, dal *core business* indicato dalla statuto societario. Inoltre, bisogna tenere in considerazione i principi generali della legislazione in ordine alla specifica attività svolta.

È mia impressione che i confini sopra richiamati siano stati superati, secondo quanto emerso in molti casi concreti, nella crisi iniziata nell'estate 2007, sia nel campo dell'*origi-*

nation to distribution (per esempio, nuova *securitization* di crediti già cartolarizzati) sia per quanto attiene all'offerta in vendita, ancorché sotto forma di prodotti finanziari derivati, di pure scommesse, talvolta mascherate da opzioni. Nei casi specifici non si tratta, a mio parere, di forme innovative nel campo dei prodotti e dei servizi offerti, ma di comportamenti riguardo ai quali il giudizio, almeno nelle aule universitarie, rivolgendosi ai giovani, può solo essere severo. E può solo essere anche di superamento, non giustificato, dei confini di poteri delegati.

Gli sconfinamenti rispetto ai limiti del mandato ad amministrare sono spesso al fondamento di un aggiramento di norme di vigilanza prudenziale e del perseguito raggiungimento di temporanei livelli di Roe alla base di generosi(!) premi e *bonus* per gli amministratori e i *managers*. La pubblica opinione è critica al proposito, e invoca un ritorno a una più percepibile etica nel mondo degli affari di banca.

8 Congedo

Quando fui nominato Presidente della Associazione Bancaria Italiana, mi recai, nelle visite ufficiali di presentazione per il nuovo incarico, dal Segretario di Stato Ministro per il Tesoro allora in carica, dottor Guido Carli, con cui ebbi consuetudine di rapporti, per lunghi anni, Lui Governatore della Banca d'Italia e io docente universitario. Mi sentii di prendere l'impegno, nei Suoi confronti, di non sostenere tesi, come Presidente dell'ABI, che non avrei potuto riproporre ai miei scolari durante le mie lezioni, giacché non avrei mai potuto rinunciare alla cattedra anche con il nuovo incarico. Commentò: «Non sarà facile». Mi sembra che non sia stato né impossibile né troppo difficile, forse anche in virtù di circostanze fortunate, e la cortesia degli esponenti delle banche associate, gratificandomi della presidenza onoraria dell'Associazione, me ne ha dato generosamente atto.

I miei colleghi, professori negli Atenei italiani, mentre, rinnovando il ringraziamento per l'affetto dimostratommi, scrivendo saggi in mio onore, prendo da loro congedo, potranno commentare di non avere oggi ascoltato nulla di nuovo ri-

spetto alla dottrina già appresa. Ma ho voluto passare un testimone, giacché abbiamo tutti il dovere di guidare i giovani nostri scolari ad essere in grado di capire i fatti, di avvertire le forzature nell'azione concreta delle aziende oggetto di studio, di potere saper leggere qualsiasi monografia nel dominio dell'economia delle aziende di credito. E, soprattutto, ho voluto ricordare che, a mio parere, non dobbiamo dimenticare la nostra *semenza*, le radici della disciplina professata.

Nella nostra *semenza* vi è l'antico motto, riferito a Maffeo Pantaloni, che in ogni disciplina esistono soltanto due scuole: quella di coloro che sanno e l'altra; ossia quella di coloro che credono di sapere solo perché con passo più lento hanno studiato i particolari di una pianta dimenticando il bosco del quale è parte. Ma ai giovani va prospettato il bosco. E vanno posti in grado di potere poi studiare e capire anche i particolari di ogni singola pianta.

L'arte di fare banca, o forse solo il mestiere di essere banchieri, è antica e molti principi di condotta hanno ormai superato la prova del tempo. Ma i banchieri, ancorché categoria professionale quasi mai amata, non debbono essere ricordati per spericolate avventure finanziarie, o per avere goduto il temporaneo favore dei potenti essendosi trasformati in funzionari del «consenso politico», ma per il prudente coraggio di avere amministrato il risparmio, di avere finanziato la crescita economica, di avere tutelato tutti gli interessi gravitanti intorno al credito e alla moneta.

In particolare, va sempre ricordato il principio che un banchiere deve sapere restituire quanto gli è affidato in deposito, in gestione o in altra forma. E per raggiungere tale risultato, che tra l'altro gli conferisce centralità nel sistema dei pagamenti, il banchiere deve mettere a disposizione e a frutto adeguati capitali di diretta pertinenza, deve ricercare la collaborazione delle risorse umane più adatte alle coordinazioni finanziarie ed economiche che intende attuare, deve potere fare affidamento su strutture organizzative flessibili ed efficienti, deve sapere intuire e cogliere i cambiamenti dell'ambiente esterno.

Per la migliore tutela di tutti gli *stakeholders* il banchiere deve anche accettare e proporre le variazioni degli assetti proprietari dell'impresa gestita. Ma principalmente deve mi-

rare: alla sostenibilità nel tempo delle proprie scelte; alla stabilità economica, finanziaria e patrimoniale dell'impresa; alla migliore tutela della *reputation* della banca. E l'immagine di un intermediario non può solo essere connessa, oltre ragionevole misura, con i risultati economici di esercizio di breve periodo.

Sono solito citare un aneddoto, e chiedo scusa a coloro che già l'hanno più volte ascoltato. La Regina di Francia, rivolgendosi a una dama di corte, che aveva cura delle acconciature e quindi delle parrucche e dei cappelli di Sua Maestà, si complimentò dicendole: «Madame, lei ha ogni giorno una idea nuova!». La dama rispose: «Mia Regina, non esistono idee nuove, solo idee antiche, dimenticate!».

Considerate la vostra *semenza* e le radici della nostra dottrina, per non fare cadere nell'oblio idee che, quando riconsiderate, apparirebbero nuove.

Ripeterò, e mi scuso di nuovo giacché ricorro spesso a questa citazione, un pensiero di Confucio, una sentenza del-

l'antica saggezza cinese: «Chi riandando al vecchio, impara il nuovo, quello può considerarsi maestro». Ricordate agli scolari di riandare alle radici.

Prendo, infine, congedo con una sentenza di Leonardo, scritta sulla parete di fronte agli scolari che seguivano i corsi universitari, in un'aula di una facoltà scientifica dell'Ateneo romano: «Tristo è quel discepolo che non avanza il suo maestro». I colleghi, che hanno contribuito ai tre volumi in mio onore, possono essere lieti di avere compiuto il cammino che Leonardo invitava a percorrere. E li ringrazio per avermi donato sapienza, amicizia e affetto; ma, soprattutto, di avermi offerto, con la prossima lettura dei testi, una compagnia discreta, ricca di suggestioni e di ricordi di tanti scambi di opinioni, mentre la gravezza degli anni mi limita ormai nella partecipazione a giornate di studio, a convegni e a dibattiti, ma non mi abbandona la curiosità di apprendere la lezione degli accadimenti e dei fatti, con il fermo convincimento che il Maestro mi insegnò come leggerla. ■